

Capítulo 7 – Estrutura, Padrões de Precificação e Desenvolvimento dos Mercados de Estoques, Títulos e Ações

Em parte alguma o papel das expectativas é visto com mais clareza do que nos mercados financeiros.
George Soros, Alquimia das Finanças

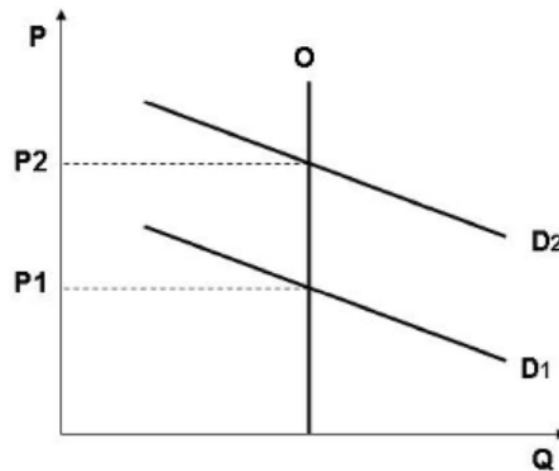
7.1 INTRODUÇÃO

Nos dois capítulos anteriores, estudamos a formação de preços em mercados de produtos. A despeito dos diferentes padrões competitivos e de precificação que caracterizam os mercados de produtos agropecuários, industriais ou de serviços, eles têm uma característica em comum: o volume disponível para transação é uma função positiva e aproximadamente linear do tempo. Assim, é de se esperar que o produto de um mês seja aproximadamente igual a quatro vezes o produto de uma semana, que o produto de um ano seja aproximadamente igual a 12 vezes o produto de um mês, e que o produto de um lustro seja aproximadamente igual a 5 vezes o produto de um ano¹⁵⁸.

Mas não existem apenas mercados de produto na economia. Uma parcela não desprezível dos bens transacionados diariamente são “estoques”, cuja disponibilidade **não** é uma função simples, direta e aproximadamente linear do tempo. Alguns destes bens – como as terras cultiváveis de um país que já ocupou plenamente sua fronteira agrícola – são estoques perfeitamente inelásticos: não há qualquer possibilidade de ampliar a quantidade ofertada deste bem. De forma que uma elevação da demanda pelo mesmo só pode se resolver numa elevação de preços, sem qualquer variação nas quantidades (vide gráfico abaixo).

¹⁵⁸ Vale notar, desde já, que esta assertiva não é igualmente válida para a agropecuária, a indústria e os serviços. Malgrado exceções, o produto da agropecuária é definido no momento do plantio (ou da compra do plantel e fecundação das fêmeas), e só pode variar de ano para ano. Assim, não é verdade que o produto de um mês corresponda aproximadamente ao quádruplo do anual, mas, sim, é verdade, que o produto de um lustro seja aproximadamente cinco vezes o de um ano. Como veremos, esta particularidade da agricultura, faz com que a precificação dos produtos agropecuários no **curtíssimo prazo** se assemelhe à precificação nos mercados de estoque.

Gráfico 7.1 - Efeito Esperado da Variação de Demanda em Mercados de Estoque



É bem verdade que, mesmo no mercado de terras supra-referido, pode haver uma significativa expansão no número e no valor monetário das **transações** de compra e venda sem que o preço médio da terra se eleve. Mas isto só ocorre se a demanda **líquida** por terras não se alterar, de sorte que a nova demanda por terras seja contrabalançada por uma depressão da demanda de igual magnitude por parte de seus atuais proprietários. Esta depressão de demanda tem a forma de uma ampliação da oferta de terras. Mas ela não traduz (nem poderia!) qualquer ampliação da disponibilidade efetiva deste ativo, mas tão somente a perda de interesse - vale dizer, a depressão da demanda - dos antigos proprietários pelo mesmo. Neste caso, os preços ficam estáveis **não** porque a ampliação da oferta compensa a ampliação da demanda, mas porque não há qualquer ampliação **líquida** efetiva de demanda. O que há é, tão somente, uma reestruturação das carteiras de ativos (ou “portfólio”) dos agentes econômicos.

Ora, a despeito do mercado de terras ser o tipo extremo dos mercados de estoque, diversos outros mercados apresentam características similares no curtíssimo, e/ou no curto e/ou no médio prazo. Vale dizer: ainda que o volume absoluto dos bens que são objeto de transação nestes mercados se altere no longo prazo, sua oferta, ou é dada, ou é muito pouco flexível nos demais períodos¹⁵⁹. O

¹⁵⁹ Não existe uma definição precisa de curtíssimo, curto, médio e longo prazo em Economia. Na verdade, a temporalidade efetiva destes “prazos” (uma semana, um mês, um ano, alguns anos), vai variar de acordo com as possibilidades e circunscrições da ampliação da oferta de cada mercado. Como regra geral, contudo, admite-se que o longo prazo é aquele período em que o conjunto dos equipamentos envolvidos na produção de um determinado bem pode variar; o médio prazo é aquele em que alguns equipamentos podem ser acrescidos, mas não todos; o curto prazo é o prazo em que a produção só pode variar pela ampliação do grau de utilização dos equipamentos já instalados; e o curtíssimo prazo é o período em que a produção corrente é dada, de forma que ampliações da demanda se resolvem, ou em elevação de preços, ou na diminuição dos estoques (mantidos pelas firmas produtoras, ou por comerciantes, ou por instituições de regulação), ou por alguma combinação entre elevação de preços e depressão de estoques.

mercado de imóveis residenciais e empresariais é um bom exemplo deste tipo de mercado. O mercado de *commodities* agrícolas é outro, ainda que ele só assuma esta característica em prazos curtos¹⁶⁰.

Mas, dentre todos os mercados de estoque, o mais importante é o mercado de títulos em geral, e de ações em particular. E isto por três motivos. Em primeiro lugar, pela função central deste mercado na articulação do sistema de financiamento de longo prazo da economia e, por conseguinte, pela influência deste mercado sobre as decisões de investimento da Economia. Em segundo lugar, porque os ativos transacionados neste mercado não são bens de consumo, mas ativos que disputam com o dinheiro a função de reserva de valor. A relevância deste ponto se encontra no fato de que, para tais ativos, a elevação dos preços não implica em desestímulo à aquisição mas, pelo contrário, induz a novas aquisições se se espera que a trajetória de crescimento dos preços se mantenha. Por fim, em terceiro lugar, porque (como veremos em detalhe mais adiante) as dinâmicas dos distintos mercados de estoque estão interligadas, de forma que, o que ocorre no mercado de ações – que é o mais dinâmico e instável de todos –, influencia os demais. Na verdade, o mercado acionário é usualmente tomado como um “termômetro” privilegiado das condições de reprodução da Economia e do grau de confiança dos agentes econômicos com relação ao futuro da mesma. E esta função de “termômetro” atribuída ao mercado acionário pode – contraditoriamente – perturbar a dinâmica econômica que se quer projetar. Afinal, na medida em que neste mercado transacionam-se estoques, pequenas variações na demanda podem induzir a grandes variações de preços. E se estas variações são interpretadas como sinais de “febre” ou “hipotermia” do conjunto da economia, por mais que este diagnóstico seja equivocado, ele pode vir a se auto-realizar. Para que possamos entender esta e outras questões, é preciso, primeiro, entender o que são títulos e ações.

7.2 O MERCADO DE TÍTULOS E AÇÕES: UMA VISÃO GERAL

Um título é um certificado de **propriedade de um ativo** qualquer (dinheiro, estoques de mercadorias, máquinas, instalações, imóveis residenciais, parte de uma empresa, etc.) que se encontra na **posse** (em uso, sob controle direto) de outrem. Vale dizer, em seu sentido mais geral, um título é um certificado de crédito. Os títulos se dividem em dois grupos básicos: as obrigações e as ações. As obrigações se caracterizam pelo fato de que o valor e o prazo de resgate do título pelo devedor encontram-se pré-estabelecidos. No caso das ações, pelo contrário, o crédito é concedido sem prazo de resgate

¹⁶⁰ Nestes mercados, o curtíssimo prazo é, usualmente, de seis meses, pois as safras agrícolas dos dois hemisférios terrestres são articuladas (pelo plantio), determinadas (pela evolução da produção, submetida a intempéries climáticas, pragas, etc.) e disponibilizadas (pela colheita e comercialização) dentro deste intervalo de tempo. Não obstante, há grandes variações nesta regra geral: culturas agrícolas permanentes (café, cacau, látex, etc.), assim como as atividades pecuárias em que o desfrute envolve mais de um ano (bovina, suína, ovina, etc.), respondem mais lentamente às variações de demanda.

ou taxa de juros pré-determinados¹⁶¹. Enquanto o credor for proprietário do título-ação, ele assume formalmente a propriedade de uma parte alíquota do patrimônio da firma, e recebe como remuneração pelo capital emprestado uma parcela proporcional dos lucros (ou prejuízos!) da empresa.

Esta distinção crucial e real leva a que muitos autores contraponham obrigações e ações sob a alegação de que as últimas não representariam relações de débito/crédito, mas direitos de propriedade plenamente constituídos¹⁶². Do nosso ponto de vista, esta distinção jurídico-formal tem de ser relativizada quando o foco da análise é propriamente econômico. Deste ponto de vista, a firma se depara com duas alternativas de financiamento **externo** à sua expansão: 1) tomada de empréstimos junto ao sistema bancário-creditício; 2) lançamento de ações. Malgrado as diferenças jurídicas subjacentes à segunda alternativa, do ponto de vista do inversor padrão que aceita se tornar um acionista minoritário, a compra de ações é uma concessão temporária de recursos com vistas à valorização e posterior resgate. É, pois, um empréstimo de recursos, com a particularidade de que a rentabilidade não está assegurada e envolve um risco¹⁶³.

Mas se a distinção entre obrigações e ações não pode ser sobredimensionada, ela também não pode ser subestimada. E isto porque, enquanto as obrigações têm um valor de resgate pré-determinado, que funciona como referência de seus preços em cada momento do tempo, o mesmo não ocorre com as ações, cujos preços tendem a flutuar com muito mais intensidade. Antes que se possa avançar na explicitação deste ponto (objeto privilegiado da seção 7.3.1., abaixo), contudo, é preciso ter-se uma compreensão mais detalhada da estrutura do mercado de títulos. E isto porque, a despeito do conjunto dos títulos (inclusive as ações!) serem certificados de crédito, o mercado de títulos não se confunde com o mercado de crédito.

Na verdade, o mercado de crédito propriamente dito corresponde ao mercado primário de títulos; é o mercado onde o tomador de recursos se depara com o seu credor imediato; via de regra, um banco comercial ou de investimentos. Muitos títulos são negociados apenas neste mercado. Nestes casos, o título não é mais do que um contrato em que o devedor se compromete a pagar, em data pré-estipulada, o montante tomado por empréstimo (o principal) mais os juros acordados. O papel do título-contrato, neste caso, é apenas o de servir de base à execução judicial da dívida caso o devedor deixe de honrar com os compromissos assumidos.

¹⁶¹ O fato de diversas obrigações admitirem juros pós-fixados não altera a substância da diferença destes papéis com as ações. Na verdade, os juros pós-fixados **aprofundam** a diferença para a qual queremos chamar a atenção, na medida em que proporcionam maior **segurança** de remuneração real positiva ao credor (pois os juros nominais devem se elevar caso a inflação venha a crescer). Além disso, mesmo com juros pós-fixados, o prazo de resgate é conhecido, e se o valor final não é dado ex-ante, sabe-se que ele é um múltiplo positivo e projetável (dentro de pequena margem de erro) de um valor inicial conhecido. Todas estas características estão ausentes das ações.

¹⁶² Formalmente, um acionista não é um credor da empresa, mas, ao contrário, é um de seus proprietários e, como tal, é corresponsável (em maior ou menor grau, a depender da qualidade da ação) pelas suas dívidas. Para a sistematização desta distinção formal, vide Ross, 1995, p. 27.

¹⁶³ A este respeito, veja-se Kalecki, 1983, cap. 8. Voltaremos a este ponto nas seções 4 e 5 deste capítulo.



O mercado de títulos não se reduz, contudo, ao mercado primário. Se assim fosse, os credores só poderiam reconverter os títulos em dinheiro no vencimento do contrato. O que dificultaria e encareceria sobremaneira o crédito de longo prazo. Senão vejamos.

Parcela expressiva das operações de crédito se efetua através do sistema bancário. Mas, via de regra, os bancos são meros **intermediários** entre os tomadores de crédito (governos, empresas e famílias recém constituídas, que desejam investir) e os ofertantes de crédito em última instância (usualmente, famílias consolidadas, que poupam com vistas à aposentadoria e empresas sem horizonte de crescimento imediato). É fácil perceber que estes ofertantes de crédito não podem prever com exatidão quando precisarão dos recursos poupados. De forma que eles vão dar preferência a aplicações que lhes garantam **liquidez**¹⁶⁴. Aplicações financeiras em títulos que maturam e se tornam líquidos no longo prazo só poderiam ser feitas se a taxa de juros paga pelas mesmas fosse tão elevada que compensasse o risco deste retorno chegar “tarde demais”.

Este desequilíbrio temporal na disposição a emprestar dos credores em última instância *vis-à-vis* a disposição a tomar emprestado de governos, empresas e famílias é estrutural no sistema mercantil-capitalista e um grande desafio para as economias subdesenvolvidas. Mas ele vem sendo enfrentado com relativo sucesso nos países capitalistas desenvolvidos a partir da construção de um sistema financeiro complexo e sofisticado que conta com dois outros subsistemas para além do bancário-creditício: 1) o mercado secundário de títulos, que empresta liquidez a financiamentos de longo prazo ao facilitar a transferência para terceiros dos direitos de propriedade do credor original; 2) o subsistema previdenciário-securitário, que consolida as poupanças individuais das famílias e as canaliza para o mercado secundário de títulos.

Mas se os determinantes da emergência destes dois subsistemas são claros, seus desdobramentos são complexos e até certo ponto controversos. Em particular no que diz respeito aos efeitos do primeiro subsistema, o mercado secundário propriamente dito. Senão vejamos.

Na verdade, não há grande controvérsia a respeito da funcionalidade do subsistema previdenciário-securitário. Virtualmente todos os intérpretes concordam com a assertiva de que este subsistema contribui para estabilização do montante de recursos disponível para o financiamento de longo prazo em uma economia. E isto na medida em que a consolidação das poupanças de um grande número de famílias permite às instituições gestoras dos fundos absorverem os riscos de iliquidez que

¹⁶⁴ Liquidez é uma categoria fundamental para a compreensão do que se segue. Ao contrário do que usualmente se pensa, ela não diz respeito apenas ao **tempo** necessário à conversão de um ativo qualquer em dinheiro, mas às **condições** desta conversão. É sempre possível transformar um ativo em dinheiro num tempo exíguo se aceitamos preços aviltados pelo mesmo. Por isto mesmo, **só se pode dar o atributo de “líquido” àqueles ativos que podem ser rapidamente convertidos em dinheiro por um valor próximo ao que se obterá se não houvesse qualquer urgência em sua venda**. Vale dizer: um ativo é líquido se e somente se ele pode ser convertido em dinheiro rapidamente e por um valor próximo daquele que se considera o seu valor normal (de longo prazo) em qualquer conjuntura econômica.

seriam intoleráveis para um prestador individual. Afinal, a despeito da expectativa de vida da população ser de 70 anos, um aplicador com mais de 40 anos não pode se comprometer com uma aplicação que só será resgatada em 20 anos sem correr um sério risco de precisar deste recurso antes do prazo fatal. De forma que ele – e cada um dos aplicadores na mesma situação – tenderia a privilegiar aplicações de maior liquidez e/ou menor prazo de vencimento, em detrimento de aplicações menos líquidas e de prazo mais longo, mesmo que estas últimas sejam mais rentáveis. Mas, se ao invés dos poupadores individuais administrarem diretamente suas carteiras de títulos, eles delegarem esta tarefa para instituições especializadas, é possível ampliar a participação relativa das aplicações de longo prazo e de menor liquidez na “cesta de títulos”. E isto porque estas instituições podem administrar a diversificação de suas aplicações entre títulos de vencimento mais curto e mais longo de tal forma a poderem atender às demandas de conversão em dinheiro daquela percentagem – necessariamente minoritária, dada a expectativa de vida média – de aplicadores que, por eventualidade, venham a necessitar de um resgate anterior ao prazo normal.

A controvérsia a respeito do papel do subsistema previdenciário-securitário na sustentação do mercado de crédito de longo prazo diz respeito, tão somente, à relação deste sistema com o mercado secundário; este sim objeto de polémica entre os analistas do funcionamento dos mercados de títulos. A questão que se coloca é a de se um subsistema previdenciário-securitário desenvolvido é

- 1) condição necessária e suficiente;
- 2) condição necessária e insuficiente; ou
- 3) não é condição necessária

para a estabilização dos preços no mercado secundário de títulos e, por conseguinte, para que este mercado funcione eficazmente enquanto instrumento que empresta **liquidez efetiva**¹⁶⁵ aos papéis aí negociados.

Como seria de se esperar, estes três pontos de vista alternativos vão contrapor os economistas que operam preferencialmente dentro de um dos três paradigmas consolidados da Economia. Os cartesianos ou neoclássicos¹⁶⁶ vão defender que o mercado de títulos - como todos os demais - se

¹⁶⁵ Vale dizer: enquanto um mercado capaz de garantir não apenas a possibilidade de converter rapidamente qualquer título em dinheiro como garantir que esta conversão se dará por um preço próximo àquele que (por determinações ainda desconhecidas por nós) é considerado o preço médio ou “normal” do título.

¹⁶⁶ Não se pode pretender que exista rigorosamente uma leitura neoclássica de precificação de títulos. Até porque, via de regra, os neoclássicos tratam o mercado de títulos como um mercado qualquer, cujo funcionamento deve, por hipótese, seguir os padrões da concorrência perfeita. Não obstante, os analistas do mercado financeiro e os responsáveis pela administração financeira das firmas são obrigados a desenvolver hipóteses e modelagens sobre o funcionamento deste mercado. E existem leituras que, não só seguem os cânones teórico-metodológicos do neoclássicismo como encontram respaldo dentre os economistas desta escola.

auto-equilibram, cumprindo sua função de forma eficaz independentemente do subsistema previdenciário-securitário. A maior parte dos estruturalistas – na esteira de Keynes – vai pretender que o mercado secundário é tão volátil e tende ao desequilíbrio com tamanha intensidade que sequer o sistema previdenciário-securitário é capaz de equilibrá-lo. Por fim, os institucionalistas históricos vão depender o ponto de vista de que o padrão regulatório e institucional – representado, aqui, pela estrutura do sistema previdenciário-securitário e suas relações com o sistema bancário e – é capaz de amortecer significativamente as flutuações nos preços dos títulos, emprestando eficácia (sempre e necessariamente relativa) ao mercado secundário. Vamos analisar cada uma destas respostas nas três seções seguintes.

7.3 O MODELO NEOCLÁSSICO DE PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS

7.3.1 O Modelo Neoclássico Simplificado e a Centralidade da Taxa de Juros

O modelo neoclássico mais simples de precificação de títulos no mercado secundário parte da hipótese de que este último é uma espécie de réplica do mercado primário. Um exemplo pode ajudar a compreendê-lo.

Imagine que você concedeu um empréstimo de R\$ 1.000,00 a uma taxa de juros de 10% ao ano, por um prazo de três anos que seria quitado em um único pagamento ao final do período. Como os juros são compostos (vale dizer: incidem sobre o juro acumulado ao final de cada período), no prazo de resgate você receberia R\$ 1.331,00, tal como expresso na Tabela 1 abaixo.

Exemplo 1: Precificação de Obrigações		
Período	Valor inicial	Valor final
1	1.000	1.100
2	1.100	1.210
3	1.210	1.331

Porém, ao enfrentar uma adversidade ao final do primeiro ano, foi obrigado a vender seu título no mercado secundário. Qual seria seu preço? O modelo neoclássico diz que, **se a taxa de juros para empréstimos similares continuar a mesma**, então o valor do título deve ser de R\$ 1.100,00; pois este é o valor que garante 10% ao ano ao aplicador que vai receber R\$ 1.331,00 ao final do período¹⁶⁷. Vale dizer, o preço no mercado secundário será tal que:

¹⁶⁷ Evidentemente, a transação da obrigação no mercado secundário envolve custos de corretagem, de forma que o credor inicial deve receber um valor inferior ao valor de resgate do papel descontado da taxa de juros vigente. Ignoramos estes custos para não sobrecarregar a exposição com problemas menores (e facilmente enfrentáveis) que poderiam obscurecer a percepção dos problemas e questões efetivamente complexos.

$$P \times (1,10 \times 1,10) = \text{R\$ } 1.331,00.$$

Donde

$$P = \text{R\$ } 1.331,00 / (1,10)^2 = \text{R\$ } 1.100,00$$

Em termos gerais, o valor presente de um título cujo valor de resgate é “F” corresponde a este valor final dividido por um (1) mais a taxa de juros por unidade de tempo elevado ao número de períodos que ainda restam até o resgate. Em termos formais

$$VP_{t-n} = \frac{F}{(1+i)^n} \quad (1)$$

Onde “VP” é o valor presente, “t” é o número de períodos de vigência da obrigação, “n” é o número de períodos que restam até o seu resgate, “F” é o valor final da mesma, e “i” é a taxa de juros vigente no momento da transação do papel no mercado secundário.

Apesar de sua simplicidade aparente, este modelo abre um grande leque de problemas e questões polêmicas. E isto, em primeiro lugar porque, se os preços dos títulos no mercado secundário são determinados pelo valor e prazo de resgate e pela taxa de juros, então seu preço vai variar com flutuações dos juros ao longo do tempo. Exemplificando: suponhamos que a taxa de juros houvesse caído de 10% para 5% ao final do período 1.

Assumindo que a obrigação foi contratada com juros pré-fixados, seu valor de resgate (VF) não se altera. Mas o preço do título no mercado secundário vai se alterar. Assim é que, sob a nova taxa de juros, o valor de um título cujo VF é R\$ 1.331,00 ao final do primeiro ano deve ser aquele garanta um rendimento de 5% ao aplicador pelos dois próximos anos. Vale dizer, o valor do título ao final do segundo ano seria de:

$$\text{R\$ } 1.331,00 / (1,05)^2 = \text{R\$ } 1.207,26.$$

Ora, o importante a entender aqui é que, se a taxa de juros cai ao longo do período de maturação de uma obrigação cujo valor de resgate é predeterminado, o valor desta obrigação no mercado secundário deve subir. Ou, dito de outro modo, **o preço das obrigações no mercado secundário é inversamente relacionado à taxa de juros**. O segundo elemento a observar é que, dada a elevação do preço do título, o rendimento total do credor foi de 20,73% a.a. Vale dizer, com a queda da taxa de juros sistêmica, a rentabilidade obtida pelo credor original de nosso exemplo (que pode ser considerada seu “juro específico”) se elevou. Mas o fez apenas na medida em que o título foi negociado¹⁶⁸. A questão

¹⁶⁸ Não o fosse, o nosso credor receberia, ao final do período, R\$ 1.331,00, obtendo uma taxa de 10%, independentemente da variação da taxa sistêmica.

que se coloca então é: quais as consequências destas flutuações na taxa de juros sobre as operações de compra e venda no mercado secundário e, por consequência, para o equilíbrio dos mercados de títulos?

Para que se entenda plenamente o problema anunciado acima é preciso avaliar ainda o impacto da variação da taxa de juros sobre o preço das ações. Como vimos, o que caracteriza estes títulos é que eles não apresentam prazo ou preço de resgate pré-determinado. Neste sentido, eles se parecem muito com uma obrigação particular, chamada “perpetuidade”. Este título é uma espécie de “meio termo” entre as obrigações e as ações, e o entendimento do seu padrão de precificação é um primeiro passo útil na compreensão da (complexidade imanente à) precificação de ações.

Uma perpetuidade é uma obrigação governamental que proporciona um benefício pré-determinado em termos monetários (do tipo “x dólares por ano”) por prazo indeterminado. Esta obrigação compartilha das duas principais características das ações: elas não têm, nem prazo, nem valor de resgate. O Consol – uma obrigação do Tesouro Britânico – é a perpetuidade mais conhecida e negociada no mercado de títulos.

Imaginemos que somos proprietários de uma perpetuidade da dívida pública britânica – um Consol - que, dada a taxa de câmbio, rende o equivalente a US\$ 10,00 ao ano. A uma taxa de juros de 10% a.a., quanto valeria este título? Como ele não tem um valor de resgate, não se pode utilizar a fórmula anterior. Mas, por analogia, podemos deduzir que ele valeria o montante que se teria de aplicar em outro título qualquer para obter os mesmos US\$ 10,00. Se a taxa de juros é de 10% a.a., teríamos de aplicar US\$ 100,00 para obter US\$ 10,00 ao final do ano. O que nos faz concluir que, num mercado onde não existam custos para transacionar Consols (ou onde tais custos sejam idênticos aos custos inerentes às demais aplicações), os Consols que rendem US\$ 10,00 a.a. devem ser adquiridos e vendidos por US\$ 100,00. Ou seja, o valor de uma perpetuidade é:

$$P_p = \frac{C}{i} \quad (2)$$

Onde “ P_p ” é o preço da perpetuidade, “ C ” é o seu rendimento puro (seu “cupom”), e “ i ” é a taxa de juros vigente

Agora imaginemos que a taxa de juros baixou para 5% a.a. Neste caso, quanto passaria a valer o mesmo título? Mantidos os pressupostos do modelo neoclássico, o Consol passaria a valer tanto quanto a aplicação necessária para se obter US\$ 10,00 a uma taxa de juros de 5% ao ano: exatos US\$ 200,00. Em suma: **neste modelo, quando a taxa de juros é reduzida à metade dobra de valor, as perpetuidades têm seu preço duplicado, e vice-versa**. Vale dizer: ele projeta uma elevada instabilidade para o preço destes ativos, em particular quando a taxa de juros do sistema

é relativamente baixa, de forma que pequenas variações em termos de pontos percentuais impliquem em grandes variações em termos relativos¹⁶⁹

Se a instabilidade prevista pelo modelo anterior se restringisse ao insignificante mercado de perpetuidades *stricto sensu* não haveria motivo para nos preocuparmos. Mas não é assim. **Os títulos de propriedade sobre imóveis permanentes que proporcionam rendas e aluguéis, bem como as ações de empresas consolidadas que rendem dividendos relativamente estáveis funcionam como se fossem perpetuidades.** O que significa dizer que seus preços devem flutuar com uma intensidade similar aos preços destas últimas, na medida em que não têm, nem prazo, nem valor pré-determinado, de resgate.¹⁷⁰

É bem verdade que também existem diferenças expressivas entre perpetuidades, ações e imóveis. Nem as empresas, nem os imóveis são rigorosamente “perpétuos”. Além disso, as perpetuidades garantem um benefício pré-determinado e estável, enquanto os dividendos proporcionados pelas ações e os aluguéis proporcionados pelos imóveis são flutuantes.

Mas se estas diferenças são importantes, elas não negam a similaridade fundamental entre perpetuidades, ações e imóveis (ausência de um valor de resgate) que vai se traduzir em padrões similares de precificação¹⁷¹. Mais exatamente, quando se trata da precificação de ações, as variáveis que tem de ser levadas em consideração e a interação entre elas encontra-se representada na equação (3), abaixo:

$$P_A = \frac{Div}{i + r} \quad (3)$$

Onde “ P_A ” é o preço da ação, “ Div ” é o dividendo fornecido pela mesma, “ i ” é a taxa de juros vigente e “ r ” é o prêmio de risco exigido pelo público em função da menor segurança proporcionada pela ação *vis-à-vis* as obrigações em geral (que apresentam um valor de resgate pré-determinado) e os títulos da dívida pública em particular¹⁷². Vale observar ainda, que o os “dividendos” levados em consideração

¹⁶⁹ Assim, quando a taxa de juros passa de 1% a.a. para 2% a.a., sua variação relativa é de 100%; quando ela passa de 20% para 21%, sua variação relativa é de apenas 5%. Donde se conclui que a volatilidade dos preços das perpetuidades nos países de inflação e taxa de juros baixa (países desenvolvidos) deve ser maior do que nos países de inflação e taxa de juros elevada.

¹⁷⁰ As ações preferenciais de empresas consolidadas apresentam grau e prêmio de risco muito baixos, próximos de zero. Quanto mais arriscada a aplicação, maior deve ser “ r ”. A este respeito, veja-se Ross, 1995, p. 85 e p. 101.

¹⁷¹ Até porque as nações – e, acima de tudo, seus governos e políticas de gestão da dívida pública – também não são propriamente “perpétuas”. Além disso, se tomamos o rendimento total (RT) proporcionado por um título de propriedade qualquer como a soma do Rendimento Puro (RP; que corresponde ao cupom, ou juro ou dividendo, ou renda proporcionado pelo mesmo **líquido da inflação**) com o Rendimento Secundário (RS; que resulta da flutuação de seus preços no mercado secundário), somos obrigados a admitir que os Consols também geram rendimentos variáveis. De outro lado, as empresas de capital aberto adotam diversas estratégias com vistas a emprestar maior estabilidade aos dividendos distribuídos do que a estabilidade de seus lucros correntes, com vistas a impedir variações abruptas e profundas nos preços das ações, que possibilitariam aquisições indesejadas e avaliações negativas por parte de fornecedores e credores atuais e potenciais. Voltaremos a este ponto mais adiante.

¹⁷² Os títulos da dívida pública são usualmente considerados os papéis mais seguros de uma economia, na medida em que os governos sempre têm a alternativa de ampliar tributos ou emitir dinheiro para pagarem suas dívidas. Esta regra geral é, contudo, passível de exceções, como, por exemplo, quando o público teme que o governo vá impor uma moratória sobre o pagamento de sua dívida.

aqui não correspondem, necessariamente, a desembolsos monetários efetivos atuais, mas à remuneração esperada total pela aplicação em ações, envolvendo: 1) dividendos monetários; 2) valorização (ou desvalorização) do papel; 3) bonificação em novas ações (“filhotes”) derivadas da ampliação do estoque de capital da empresa pela acumulação de lucros não distribuídos sob a forma de dividendos.

De outro lado, as variáveis que tem de ser levadas em consideração na precificação de imóveis seriam:

$$P_i = \frac{Alu}{i + r} + VR \quad (4)$$

Onde “ P_i ” é o preço do imóvel, “ Alu ” é o valor do aluguel líquido da depreciação do mesmo, “ VR ” é o valor residual do ativo (associado ao terreno e/ou ao material de construção aproveitável)¹⁷³, “ i ” é a taxa de juros de mercado, e “ r ” o prêmio de risco exigido pela eventual inadimplência do inquilino¹⁷⁴.

O primeiro a perceber no modelo representado acima é que, tal como as obrigações, os preços dos imóveis e das ações apresentam uma relação inversa com a taxa de juros. Mas isto não é o mais importante. O fundamental se encontra no fato de que – dado que estes ativos não têm valor de resgate – as flutuações projetadas por este modelo de precificação quando varia a taxa de juros são similares à flutuação projetada para as perpetuidades. O que impõe problemas teóricos não desprezíveis. Senão vejamos.

A elevada flutuação nos preços das perpetuidades, imóveis e ações prevista pelo modelo neoclássico tem conseqüências perturbadoras para o próprio modelo: ela torna muito mais rentável para um aplicador atuar como especulador – comprando estes papéis na baixa e revendendo-os na alta – do que se manter em uma única posição ao longo do período. Mais uma vez, vamos apelar para um exemplo.

Imaginemos que você é proprietário de uma ação que proporciona um dividendo estável em torno de US\$ 10,00 ao ano. Suponhamos que a taxa de juros é de 5% a.a. e que a confiabilidade da empresa no mercado é tamanha que não se impõe qualquer prêmio de risco sobre a mesma (“ $r = 0$ ”, na equação 3, acima). Neste caso, o preço da ação no mercado é de US\$ 200,00. Porém, estamos às vésperas de eleições gerais e as pesquisas de opinião apontam para a vitória de um candidato conservador, que se comprometeu com uma política monetária ortodoxa, assentada na

¹⁷³ Vale dizer: se o imóvel vale R\$ 100.000, com uma vida útil de 40 anos e um valor residual de R\$ 20.000, seu valor é depreciado em R\$ 2.000 por ano. Se o aluguel pago anualmente corresponde a R\$ 12.000, apenas R\$ 10.000 correspondem a um rendimento líquido, e é só este valor que deve ser levado em consideração por qualquer agente que esteja avaliando a oportunidade de fazer uma aplicação em imóveis ao invés de aplicar seus recursos em qualquer outro ativo.

¹⁷⁴ Um prêmio que será tão maior quanto maiores forem os prazos e custos que o locador terá que incorrer para despejar o locatário inadimplente e re-alugar seu imóvel.

elevação da taxa de juros, com vistas a debelar a inflação. Qual é a decisão sensata a tomar se você está seguro da vitória do candidato conservador e quer maximizar seus rendimentos?

O melhor a fazer é vender a ação pelo valor atual e aplicar em um ativo de maior **liquidez efetiva**¹⁷⁵, que lhe renda um juro igual ou pouco superior a zero, mantendo-se nesta posição até que a taxa de juros venha a subir para o patamar almejado pelos novos gestores da política econômica. Digamos que ela seja de 10%. **Com a elevação da taxa de juros, o preço das ações irá baixar até atingir US\$100,00.** Neste momento, você sai da posição “vendida” e entra comprando no mercado de títulos. Com o valor recebido anteriormente pela venda de uma ação você compra duas e, ao final do período, recebe US\$ 20,00 de rendimento. Admitindo (por mera simplificação) que você gasta em consumo o conjunto dos seus dividendos, o primeiro desdobramento da dupla troca de posições será dobrar o seu padrão de vida. Mas isto não é tudo. O mais importante é que a elevação da taxa de juros não pode ser permanente, pois importaria uma pesada depressão à Economia, muito custosa no plano político. Em algum momento, ela deve baixar, retornando ao seu patamar “médio” ou “normal”, em torno 5% a.a. Neste momento, seu patrimônio passará a ser de US\$ 400,00. Se este processo se realizou – por exemplo – em três anos, a taxa anual composta de crescimento do seu patrimônio teria sido de 26% a.a. E isto sem que você reaplicasse sequer um centavo de seus rendimentos! Sem dúvida, um verdadeiro “negócio da China”. Na realidade, um negócio tão bom que nos faz questionar, senão a correção, pelo menos a suficiência do modelo neoclássico de precificação de perpetuidades e ações.

7.3.2 *Conhecimento Perfeito e Taxa de Juros de Longo Prazo*

Como vimos logo acima, nosso especulador obteve uma taxa anual média de valorização de 26% a.a. sem poupar um único centavo dos rendimentos de suas ações. Mas este sucesso foi conquistado porque supusemos que só ele antecipou adequadamente a variação dos preços das mesmas. Porém, como nos ensina Varian:

“Este tipo de operação – comprar algum ativo e vender outro para obter ganho certo – é chamado de arbitragem sem risco ou simplesmente arbitragem. À medida que haja pessoas procurando ‘coisas seguras’, devemos esperar que os mercados de bom funcionamento eliminem rapidamente qualquer oportunidade de arbitragem. Portanto, outra forma de enunciar nossa condição de equilíbrio é dizendo que, em equilíbrio, não deve existir oportunidade de arbitragem. Nós nos referimos a isso como condição de não-arbitragem. (Varian, 1997, pp. 218/9; os grifos são todos do autor)

¹⁷⁵ Vale dizer, um ativo facilmente conversível em dinheiro **ao seu valor/preço de longo prazo**.



A hipótese da ausência de arbitragem é, na verdade, a hipótese da ausência de quaisquer assimetrias de informações e de homogeneidade no padrão de formulação de expectativas. Vale dizer: dadas as informações disponíveis para todos, todos formam as mesmas expectativas (as únicas “racionais”). Neste caso, assim que as pesquisas eleitorais passaram a indicar a vitória do candidato conservador, o preço das ações cairia imediatamente e ninguém conseguiria vendê-las por mais do que US\$ 100,00. Vale dizer: nosso especulador não conseguiria se livrar dos papéis ao preço de US\$ 200,00. Apenas sofreria uma perda patrimonial momentânea, até o retorno da taxa de juros ao patamar normal.

Esta resposta, contudo, ainda deixa em aberto a possibilidade de ganhos extraordinários. Se os títulos caem para US\$ 100,00 quando a taxa de juros sobe para 10%, e se se prevê que esta não é a taxa de juros de longo prazo, então todos os que contam com saldos líquidos positivos em dinheiro poderão aproveitar a oportunidade para comprar títulos a US\$ 100,00 para revendê-los por US\$ 200,00 mais tarde. Sem dúvida. **A não ser que os atuais proprietários também projetem esta variação e se recusem a vendê-los por menos do que US\$ 200,00 atualmente a despeito da taxa de juros se encontrar a 10%. O que significa dizer que, de fato, o preço do título não deve variar com a variação da taxa de juro!**

Ora, esta solução final parece jogar por terra todo o modelo de precificação apresentado anteriormente. Mas não necessariamente. O modelo anterior ainda pode ser salvo se se pretender que, ao invés da taxa de juros de **curto prazo**, a taxa que de fato determina o preço dos títulos é a **taxa de juros de “equilíbrio de longo prazo”**. E que esta é estável e conhecida por todos. Neste caso, os títulos e ativos que são precificados de acordo com nossa equação (2) acima só variariam de preço se variassem seus rendimentos específicos: o cupom dos Consols, os dividendos das ações, os aluguéis dos imóveis permanentes, etc.

Infelizmente, porém, esta resposta também não se sustenta logicamente. Um novo exemplo facilita a compreensão do problema. Imaginemos, agora, que você é um investidor que possui ações de uma companhia qualquer. O dividendo atual e o dividendo futuro projetado/conhecido de cada ação desta empresa é de R\$ 5,00, e o preço atual e o preço futuro projetado/conhecido da mesma no mercado é de R\$ 100,00.

Num determinado momento, contudo, o governo resolve alterar sua política monetária e elevar a taxa de juros de curto prazo de 5% para 10%. De acordo com o modelo de precificação baseado na taxa de juros de longo prazo, nada deve ocorrer com o preço desta ação, nem com o seu rendimento. Porém, você percebe que pode auferir um rendimento maior (em torno de 10%) se vender esta ação (que lhe proporciona apenas 5%) e comprar uma obrigação de curto prazo. E não há porque recusar esta alternativa, pois, como o modelo prevê, será sempre possível readquirir a ação ao mesmo preço (se os rendimentos pagos pela empresa permanecerem estáveis, como se projeta) assim que a taxa de juros de curto prazo voltar a cair.



O problema é que você não é o único a perceber esta possibilidade. Muitos outros perceberão e agirão da mesma forma. E o resultado inexorável será a queda do preço desta e de todas as demais ações. O que subverte o modelo neoclássico mais uma vez, revelando sua inconsistência.

Só que, agora, não podemos mais voltar ao modelo neoclássico primitivo, reassumindo que os preços das ações variam de forma simples e inversa com a taxa de juros de curto prazo. E isto porque, antes que os preços das ações caíssem para a metade (o que determinaria que suas taxas de rendimento puro¹⁷⁶ iguaissem a rentabilidade das obrigações de curto prazo), apareceriam compradores dispostos a adquiri-las com vistas a se beneficiarem da futura elevação de preços, quando a taxa de juros voltasse a cair.

Em suma: os preços das ações variam, sim, inversamente à taxa de juros de curto prazo. Mas não o fazem de forma simples, e matematicamente bem determinada ou previsível¹⁷⁷. Até onde vai o movimento de queda dos preços com uma elevação da taxa de juros, ou de elevação de preços com uma queda desta taxa é algo que não se pode prever com rigor. O que nos obriga a sair do mundo cartesiano, onde tudo é calculável e bem determinado, e cair no mundo real, onde reina a incerteza.

7.4 UMA ABORDAGEM ESTRUTURALISTA DA PRECIFICAÇÃO NO MERCADO DE TÍTULOS:

KEYNES, SOROS E AS EXPECTATIVAS AUTO-CONFIRMANTES

Na apresentação crítica feita acima da modelagem cartesiano-neoclássica de precificação de ativos, focamos no papel da taxa de juros na medida em que ela nos revela as inconsistências do modelo mesmo quando aceitamos sua hipótese mais forte e mais facilmente criticável: a de que os agentes conseguem projetar os rendimentos “puros” futuros dos ativos, vale dizer: os dividendos das ações, o valor real (descontada a inflação) dos aluguéis e cupons, e a adimplência (capacidade de pagamento) dos credores. Estas hipóteses, contudo, serão criticadas pelos teóricos estruturalistas do funcionamento dos mercados de ativos. Segundo Keynes, quando se trata da formação de expectativas,

“o fato mais importante é a extrema precariedade da base do conhecimento sobre o qual temos que fazer os nossos cálculos das rendas esperadas. O nosso conhecimento dos fatores

¹⁷⁶ Estamos chamando de “rendimento puro” de uma ação o dividendo monetário proporcionado pela mesma. O seu rendimento total é a soma do rendimento puro com o rendimento auferido pela sua valorização (ou pela sua desvalorização) entre a compra e a venda e pelas bonificações distribuídas.

¹⁷⁷ Uma consequência importante desta conclusão é que a distinção anteriormente apontada entre precificação de obrigações e ações perde nitidez e determinação. No modelo neoclássico, o preço das obrigações varia menos do que o preço das ações quando a taxa de juros flutua na medida em que as obrigações – ao contrário das ações – têm um valor de resgate pré-definido. Agora sabemos que os preços das ações e das obrigações variam inversamente à taxa de juros de curto prazo, mas, em ambos os casos, a taxa de variação dos preços é inferior à taxa de variação do juro.

que regularão a renda de um investimento de alguns anos mais tarde é, em geral, muito limitado e, com freqüência, desprezível. Se falarmos com franqueza, temos de admitir que as bases do nosso conhecimento para calcular a renda provável dentro de dez anos de uma estrada de ferro, uma mina de cobre, uma fábrica de tecidos, a aceitação de um produto farmacêutico, um navio transatlântico ou um imóvel no centro comercial de Londres pouco significam e, às vezes, a nada levam. De fato, aqueles que tentam, com seriedade, fazer um cálculo desta natureza constituem uma pequena minoria, cuja conduta não chega a influenciar o mercado.” (Keynes, 1983, p. 10).

Mas esta crítica nuclear nem sempre é bem entendida. Ao contrário do que usualmente se pensa, o problema não se encontra no fato do futuro ser absolutamente incognoscível e improjetável. Excetuados os keynesianos mais radicais e francamente irracionalistas, ninguém nega a possibilidade de se projetar com eficácia (vale dizer: dentro de uma determinada margem de erro) alguns movimentos do mercado, inclusive no plano da formação de preços. Uma predictabilidade que é tão maior quanto menor o período envolvido. Assim, se o mercado normalmente absorve X toneladas de um determinado grão, e, às vésperas da colheita, uma intempérie climática destrói metade da safra, eu **sei** que o preço do grão **vai** subir. E se obtiver esta informação antes dos outros, posso ganhar muito dinheiro com ela.

É bem verdade que nem todas as previsões, mesmo aquelas que estão referidas a prazos curtos, são tão simples e seguras. O risco de erro que um agricultor assume ao decidir plantar um produto de exportação com base na taxa de câmbio atual é muito maior do que o risco que corre o nosso especulador do parágrafo anterior. Assim como é menor o risco do agricultor do que o risco assumido pelo pequeno poupador que decide especular na Bolsa de Valores sem qualquer experiência pregressa¹⁷⁸. Daí não se pode concluir, contudo, que haja mercados – como o acionário, por exemplo - onde a predictabilidade seja impossível. Na verdade, segundo Keynes,

“as energias e habilidades do investidor profissional e do especulador [não] estão aplicadas a fazer previsões abalizadas a longo prazo sobre a renda provável de um investimento por toda a sua vida, mas em prever mudanças de curto prazo com certa antecedência em relação ao público em geral. Não se preocupam com o que realmente significa m valor de investimento

¹⁷⁸ Na verdade, a diferença entre o risco do agricultor e do investidor inexperiente não é meramente de **grau**, mas de **qualidade**. Como veremos logo adiante, o que caracteriza os eventos no mercado bursátil – por oposição às intempéries climáticas - é que eles não são rigorosamente recorrentes, de forma que a distribuição de probabilidades de uma baixa ou alta não é estável, mas se encontra em permanente transformação. O desdobramento deste fato é que o risco associado a uma aplicação financeira não é passível de cálculo da mesma forma como risco de que a soma de dois dados equilibrados lançados simultaneamente seja menor do que seis (que é exatamente de 27,78%). Desde Knight (1972), diferencia-se o **risco** – passível de cálculo uma vez que as distribuições de probabilidade dos eventos são mensuráveis e conhecidas – da **incerteza** – que não é passível de qualquer cálculo rigoroso, uma vez que os eventos aos quais se referem, ou não apresentam uma distribuição de probabilidade estável, ou esta não é conhecida.

para o indivíduo que o comprou ‘para guardar’, mas com o valor que lhe atribuirá o mercado dentro de três meses ou um anos sob a influência da psicologia das massas.” (Keynes, 1983, p. 113).

E isto na medida em que

“É preciso mais inteligência para derrotar as forças do tempo e da nossa ignorância sobre o futuro do que para sair na frente.”

Vale dizer: a crítica de Keynes ao modelo neoclássico não envolve qualquer pretensão de que os preços futuros de títulos e ações não sejam passíveis de cálculo e projeção. A crítica destes autores se volta à hipótese de que esta projeção tenha por base o **conhecimento dos rendimentos futuros destes títulos no longo prazo**.

Mas se não é esta a base das projeções sobre o preço dos títulos e ações, qual é ela? O ponto de partida de Keynes é que as expectativas nos mercados de estoque são auto-confirmantes. Assim, se se espera uma queda no preço de determinado ativo, seus detentores vão procurar vendê-lo. Como a disponibilidade deste ativo é dada, qualquer depressão de demanda não se faz acompanhar de depressão da quantidade ofertada, e os preços caem significativamente. O que confirma as expectativas, podendo (e devendo!) estimular novas ordens de venda, com o aviltamento ainda maior dos preços. O resultado final pode (e usualmente é!) uma depressão de preços maior do que a prevista. Mas o **sentido** do movimento será o previsto. De sorte que o investidor/especulador bem sucedido é aquele que antecipa a percepção média dos demais. Ou, como já nos ensinava Keynes em conhecida metáfora:

“o **investimento** por parte de profissionais pode ser comparado aos concursos organizados pelos jornais, onde os participantes têm que escolher os seis rostos mais belos entre uma centena de fotografias, ganhando o prêmio o competidor cuja seleção corresponda, mais aproximadamente, à média das preferências dos competidores em conjunto; assim, **cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere os mais bonitos, mas os que lhe parecem mais próprios a reunir as preferências dos outros concorrentes, os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista**. Não se trata de escolher os rostos que, no entender de cada um, são realmente os mais lindos, nem mesmo aqueles que a opinião geral considere como tais. Alcançamos o terceiro grau, no qual **empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral**. (Keynes, 1983, p. 114; os negritos são meus)

E o resultado deste padrão de comportamento é que, ao invés de contribuírem para a estabilização dos preços nos mercados de estoque, os investidores-especuladores profissionais



aprofundam a instabilidade dos mesmo, ao buscarem antecipar o movimento da média. Uma conduta que, como lembra Keynes,

“não é o resultado de uma propensão mal direcionada, mas a consequência inevitável de um mercado financeiro organizado ... [em torno da chamada ‘liquidez’]. Na verdade seria insensato pagar 25 por um investimento cuja renda esperada, supõe-se, justifica um valor de 30 se, por outro lado, se acredita que o mercado o avaliará em 20, três meses depois.

Entre as máximas da finança ortodoxa, seguramente nenhuma é mais anti-social que o fetiche da liquidez, a doutrina que diz ser uma das virtudes positivas das instituições investidoras concentrar seus recursos na posse de valores ‘líquidos’. Ela ignora que não existe algo como a liquidez do investimento para a comunidade como um todo. A finalidade social do investimento bem orientado deveria ser o domínio das forças obscuras do tempo e da ignorância que rodeiam o nosso futuro. O objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é ‘sair disparado na frente’ como se diz coloquialmente, [e seu resultado é] estimular a multidão a transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação.” (Keynes, 1983, pp. 113/4.)

A conclusão a que chega Keynes é a de que os mercados de estoque em geral – e, dentre todos, o que promete maior liquidez, o mercado acionário – são particularmente instáveis. Uma conclusão tão instigante quanto preocupante. Mas que não responde satisfatoriamente à pergunta dos determinantes dos preços dos ativos. Sabemos, agora, que estes preços são função precípua das expectativas acerca dos seus preços futuros. Mas ainda não sabemos como se formam estas expectativas? Mais exatamente: como se formam as “expectativas médias” e como elas podem (e são) antecipadas pelos especuladores?

Keynes levantará um conjunto de hipóteses para responder a esta questão, mas não sistematizará qualquer resposta. O primeiro autor a fazê-lo dentro de um arcabouço teórico rigorosamente keynesiano foi um dos maiores investidores e especuladores do século XX, George Soros, que vai sistematizar seu modelo em um trabalho de 1987 intitulado *A Alquimia das Finanças*.

O ponto de partida de Soros é que o investidor médio baseia suas expectativas naquelas variáveis que os neoclássicos identificam como as variáveis “fundamentais”: a lucratividade das empresas e os dividendos distribuídos, a evolução recente dos mercados, a taxa de juros vigente *vis-à-vis* a taxa de juros média dos últimos anos, etc. Só que, ao contrário do que propõem os cartesianos, o investidor médio reconhece que, se o passado fornece indicadores valiosos, elas não são rigorosamente projetáveis para o futuro: o que foi, e tem sido, não necessariamente continuará sendo. Até porque – como já anunciava Keynes na metáfora do concurso de rostos – o investidor médio sabe que as expectativas são auto-confirmantes e relativamente instáveis. De sorte que o nosso investidor médio



sabe que processos expansivos podem ser rápida e abruptamente interrompidos. E também procurará se antecipar a estas flutuações.

De outro lado, se o investidor médio alcança compreender a conexão entre suas decisões de compra e venda de títulos e seus preços – vale dizer: se ele sabe que as expectativas são auto-confirmantes e o mercado bursátil é estruturalmente instável – ele usualmente não alcança entender adquadamente a conexão entre os movimentos bursáteis alimentados por suas decisões e os “fundamentos” que ele busca observar e que toma como “dados exógenos”. E a compreensão desta relação seria a base para a antecipação efetiva e eficiente dos movimentos nos preços dos ativos. Para que se entenda este ponto crucial, vamos fazer um novo exercício hipotético.

Imaginemos uma disputa eleitoral acirrada entre um candidato conservador e um candidato desenvolvimentista. As políticas econômicas propostas por cada um deles são diametralmente opostas e devem beneficiar setores distintos da economia. Buscando se proteger de eventuais desvalorizações nos títulos das empresas passíveis de serem afetadas por qualquer uma das vitórias, um grupo expressivo (ainda que minoritário) de investidores decide migrar para ativos de maior liquidez e segurança – por exemplo: caderneta de poupança, títulos da dívida pública, divisas estrangeiras, etc. – vendendo ações das empresas potencialmente afetadas, enquanto outros (a maioria) se mantém no mercado de ações, mas sem ampliar suas posições no mesmo. Neste caso, as ordens de venda **não** são acompanhadas por ordens de compra compensatórias, e o conjunto das ações sofre uma queda, juntamente com o índice da Bolsa.

A depender de como o mercado interpreta este movimento inicial de queda, ele pode se aprofundar ou não. Mas sejamos otimistas e imaginemos que o processo se esgota após o primeiro movimento de queda, sem maiores conseqüências para as empresas, que continuam a distribuir dividendos da mesma magnitude e não alteram suas decisões de produção. Neste caso, o único efeito da queda do preço das ações foi a elevação da rentabilidade das mesmas. O que torna mais custoso e arriscado para as empresas o lançamento de novas ações na Bolsa.

Esta elevação do custo do financiamento na Bolsa determina que as empresas, ou posterguem seus investimentos, ou recorrem ao mercado primário de crédito, o mercado bancário. Se a opção for ampliar a demanda de crédito, as empresas estarão pressionando no sentido de uma elevação da taxa de juros, pois os credores potenciais se vêem diante de três alternativas: manter suas posições na Bolsa (onde a rentabilidade se elevou), manter suas posições em ativos de alta liquidez (onde a baixa rentabilidade é compensada pela segurança e pela flexibilidade, que permite a compra de ativos na baixa, se a depressão dos preços se mantiver ou aprofundar), ou emprestarem a empresas cujas ações acabaram de sofrer uma queda.

Mas se a taxa de juros sobe, o mais provável é que as empresas decidam postergar – vale dizer, adiar **momentaneamente** – seus investimentos. Uma decisão que leva a uma depressão

imediate da demanda da economia, com a conseqüente queda de rentabilidade (e na distribuição de dividendos!) por parte das empresas fornecedoras de máquinas, equipamentos, e de insumos para a produção dos mesmos. O que deve levar a uma nova rodada de queda no preço das ações.

Muito provavelmente, as empresas mais afetadas por este movimento de desvalorização de seus títulos devem entrar no mercado resgatando parte dos papéis depreciados. Para tanto, ou vão se desfazer de papéis de outras empresas – deprimindo o preço dos mesmos – ou vão se alavancar no mercado bancário – o que deve afetar o seu fluxo de caixa e sua possibilidade de obter e distribuir lucros e dividendos.

O que importa entender aqui é que um movimento de caráter meramente precaucional – a decisão de venda de ações por parte de um grupo minoritário de investidores que não é acompanhada por decisões de compra compensatória por parte da maioria –, mesmo quando não estimula um movimento de “manada” (vale dizer: mesmo quando a queda inicial não dá origem a novas ordens de venda por temor), deve alimentar novos movimentos precaucionais – a postergação de decisões de investimento, a resistência a concessão de novos créditos à taxa de juros pregressa – que redundam em queda da rentabilidade das empresas, depressão dos dividendos, e a um novo movimento de queda dos preços das ações. Ou, para ir no ponto: **no mercado acionário, as expectativas não são apenas auto-confirmantes. Esta é uma dimensão crucial do problema: expectativas baixistas levam a decisões de venda, que conduzem a baixas relativamente acentuadas dos preços (em função da inelasticidade da oferta dos mercados de estoque). Mas esta dimensão não é a mais problemática. O mais importante é que a baixa afeta os fundamentos definidores dos “preços de equilíbrio”, inviabilizando a correção de expectativas “mal formuladas”.**

Soros traduz esta relação entre expectativas e fundamentos em um modelo teórico que ele denomina de modelo reflexivo. Segundo o autor:

“A conexão entre o pensamento dos participantes e a situação da qual eles participam pode ser dividida em dois relacionamentos funcionais. Denomino os esforços dos participantes para compreender a situação como função cognitiva ou passiva, e o impacto de seu pensamento sobre o mundo real como função participante ou ativa.

Usando a simples matemática, a reflexividade pode ser retratada como um par de funções recorrentes:

$$\begin{array}{ll} y = f(x) & \text{função cognitiva} \\ x = \Phi(y) & \text{função participante} \end{array}$$

Portanto,

$$y = f[\Phi(y)]$$

$$x = \Phi[f(x)]$$

Este é o fundamento teórico de minha abordagem. As duas funções recorrentes não produzem um equilíbrio, mas um processo infundável de mudança. O processo é fundamentalmente diferente dos processos que são estudados pelas ciências naturais. Nestas, uma série de fatos acompanha outra, sem nenhuma interferência de pensamentos ou percepções (embora, na física quântica, a observação introduza a incerteza). Quando uma situação tem participantes pensantes, a sequência de eventos não conduz diretamente de uma série de fatos à seguinte; em vez disso, ela conecta fatos a percepções e percepções a fatos.“ (Soros, 1996, p. 49)

Mas os efeitos perturbadores da reflexividade só se impõem em circunstâncias e problemas específicos.

“Para colocar as questões em perspectiva, podemos classificar os eventos em duas categorias: eventos insípidos cotidianos, que são corretamente antecipados pelos participantes e que não alteram suas percepções, e únicos acontecimentos históricos que afetam a tendência dos participantes e conduzem a mais mudanças. **O primeiro tipo de evento é suscetível de análise de equilíbrio; o segundo, não: ele só pode ser entendido como parte de um processo histórico.**

Nos acontecimentos cotidianos, apenas a função participante é operante; a função cognitiva é dada. No caso dos acontecimentos históricos únicos, ambas as funções operam simultaneamente, de modo que nem as tendências dos participantes nem a situação com a qual estão ligadas permanecem iguais ao que eram anteriormente. É isto que justifica descrever tais movimentos como históricos.

..... O que faz a mudança histórica é que ela afeta, tanto o curso dos eventos, como as percepções dos participantes, de modo que o próximo evento não pode ser uma mera repetição daquele que o precedeu.” (Soros, 1996, p. 50; o negrito é meu).¹⁷⁹

A diferença apontada acima por Soros entre “eventos cotidianos” e “eventos históricos” é a diferença subjacente à distinção já apontada (e tão cara a Keynes e keynesianos em geral) entre

¹⁷⁹ Não deixa de ser interessante observar que Soros tem plena clareza do caráter dialético da relação reflexiva. E só não utiliza a categoria porque também tem clareza de sua distância com relação a outras dimensões do projeto teórico e metodológico dialético. Segundo o autor, sua teoria da reflexividade “pode ser interpretada como uma síntese da dialética ... [idealista] de Hegel e do materialismo dialético de Marx. O processo dialético é produzido pela interação de pensamentos e condições materiais. A única razão pela qual não uso a palavra com mais destaque é que não quero ser sobrecarregado pela bagagem excessiva que a acompanha. Acho Hegel obscuro, e Marx propôs uma teoria determinista da história que é diametralmente oposta à minha própria tendência”. (Soros, 1996, p. 49).



“risco” e “incerteza”. A distribuição de probabilidade das ocorrências dos “eventos cotidianos” – como a precipitação pluviométrica numa determinada região, ou a temperatura média no inverno – é mensurável, conhecida e não se altera (ou o faz de forma muito lenta) no tempo. Diferentemente, a distribuição de probabilidade dos “eventos históricos” não apresenta qualquer estabilidade, de forma que a chance de ocorrência de um determinado resultado é incerta, não é passível de cálculo rigoroso.

Mas do fato de inúmeros eventos serem “históricos” (no sentido de Soros) e seus resultados “incertos” (no sentido de Keynes) não se pode concluir que pela inviabilidade de exercícios de projeção. Em particular quando estes exercícios se voltam à projeção de movimentos no curto prazo. Neste caso, o que se impõe é a projeção **da evolução dos parâmetros da função cognitiva do agente médio ao longo do tempo**. Mais uma vez, vamos apelar para um exemplo.

Para simplificar nosso raciocínio, ignoremos, por enquanto, qualquer variação na taxa de juros e na rentabilidade de outros títulos e papéis e nos fixemos apenas na relação entre a rentabilidade corrente de uma empresa qualquer e o preço das suas ações. Vamos admitir ainda, que a empresa sob consideração não tem tradição no mercado bursátil, pois abriu seu capital recentemente. Para conquistar a confiança dos investidores, adota um determinado **padrão** de distribuição de lucros que – seja qual for – vai sendo paulatinamente reconhecido pelo mercado. Suponhamos ainda que esta política de distribuição de lucros seja compatível com o crescimento da empresa e gera uma taxa de retorno sobre as ações superior à média do mercado. De qualquer forma, como o investidor médio sabe – corretamente – que a rentabilidade **atual** só se reflete nos preços das ações se o mercado avaliar que ela é **sustentável**, deve se impor uma defasagem entre a manifestação de “bons fundamentos” e o crescimento do preço das ações.

Uma vez consolidada a percepção de “bons fundamentos”, contudo, as ordens de compra se acumulam, determinando uma elevação desproporcional dos preços, em função das características iminentes aos mercados de estoque. Esta elevação abrupta dos preços alavanca os ganhos secundários (especificamente patrimoniais) dos detentores das ações, ao mesmo em que fortalece o acesso da empresa valorizada ao mercado primário de crédito e lhe empresta uma visibilidade que tende a alavancar seu acesso aos mercados e sua rentabilidade (efeito reflexividade). De forma que novas ordens de aquisição vão ser dadas, levando a novas elevações de preço.

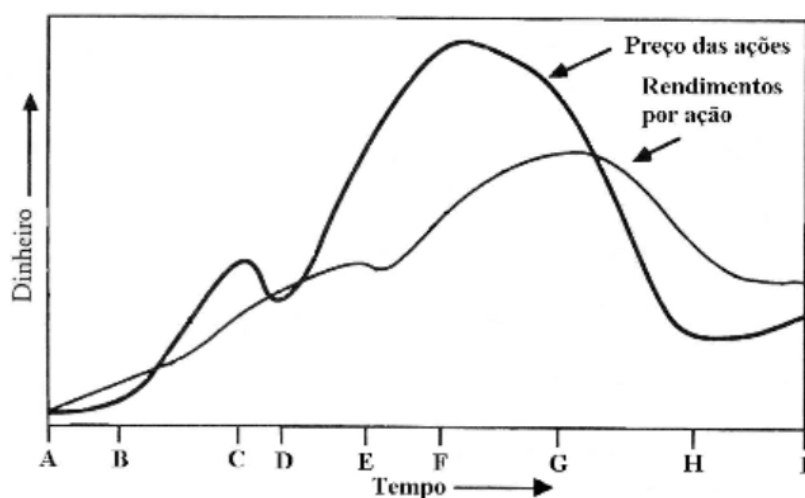
Num determinado momento, contudo, o mercado vai tentar realizar os lucros, vendendo as ações que – teoricamente – foram sobrevalorizadas. O processo especulativo pode se esgotar aí. Mas se os fundamentos (originais e reflexivos) forem sólidos, a queda de preços será pequena e pouco duradoura, e uma nova onda de compras se imporá, gerando um novo e mais expressivo **descolamento entre preços e rendimentos correntes**. A depender das vantagens que a empresa beneficiada pelo otimismo alcance conquistar com a valorização dos seus papéis – por exemplo: adquirindo empresas menos valorizadas do mesmo mercado ou de mercados limítrofes¹⁸⁰ - a elevação

¹⁸⁰ Como a AOL fez com a Time-Warner, por exemplo.

dos preços de suas ações e a elevação da rentabilidade empresarial pode se prolongar. Mas o descolamento entre preços e rentabilidade deve se aprofundar ao longo do período, pois os estímulos reflexos não acompanham os preços dos mercados de estoque. O que acabará por impor um novo processo de “realização de lucros” através da venda das ações. E aí, quanto mais expressivo tiver sido o descolamento entre preços e rentabilidade corrente, mais provável será que a queda inicial seja acompanhada de novas ordens de venda, que acabarão por levar a uma queda expressiva de valor, com reflexos na rentabilidade efetiva da empresa afetada pelo movimento especulativo.

Soros representa esta evolução padrão num gráfico, que reproduzimos abaixo, juntamente com sua explicação sucinta para o mesmo:

“De início, o reconhecimento de uma tendência [nos fundamentos] ... é moroso, mas ela é suficientemente forte para se manifestar em rendimentos por ação (AB). Quando a tendência subjacente é finalmente reconhecida, ela é forçada por expectativas crescentes (BC). Surgem dúvidas, mas a tendência sobrevive. Alternativamente, a tendência cede, mas se reafirma. Esse teste pode ser repetido várias vezes, mas só o mostro aqui uma vez (CD). Finalmente, a convicção aumenta e não é mais sacudida por um recuo na tendência de ganho (DE).



As expectativas tornam-se excessivas e deixam de ser sustentadas pela realidade (EF). A tendência como tal, e as expectativas baixam (FG). Os preços das ações perdem seu último amparo e caem (G). A tendência subjacente é revertida, reforçando o declínio (GH). Finalmente, o pessimismo se torna exagerado, e o mercado se estabiliza.” (Soros, 1996, p. 58).

O interessante a observar na exposição anterior é que, mesmo sob hipóteses bastante restritivas e otimistas – taxa de juros estável; expectativas estáveis sobre a evolução da política



econômico e dos negócios em geral; critério único, bem determinado e estável de avaliação dos “fundamentos” empresariais; competitividade e participação no mercado da empresa sob avaliação estáveis ou crescentes; etc. – é de se esperar que o preço das ações, assim como a taxa de rentabilidade da empresa avaliada, variem ao longo do tempo. Se abrimos mão destas restrições e reconhecemos – na esteira de Soros – que o padrão de reação modelado acima é meramente aproximativo, e que **os mercados aprendem e modificam seus padrões de reação**, a complexidade dos exercícios de antecipação com relação ao mercado revela-se em toda a sua magnitude.

Assim, se a taxa de juros se eleva (ou se consolidam expectativas de sua elevação em um futuro próximo) na fase BC do quadro acima, é bem possível que a empresa não resista ao teste CD, pois o movimento de vendas vai ser radicalizado pelo movimento geral de conversão dos títulos em dinheiro. O que pode se refletir nos “fundamentos” da empresa, tornando-a incapaz de prosseguir em sua rota de expansão. Ou, ainda: se a realização de lucros dos especuladores mais afoitos em CD for compensada por um grande afluxo conjuntural de recursos para o mercado bursátil, a queda de preços esperada pode não ocorrer. O que, por sua vez, pode alimentar uma confiança exagerada do mercado na ação desta empresa, permitindo que o descolamento entre preços e rendimentos que caracteriza a fase DF seja levado mais longe.

Não obstante a complexidade imanente a tais processos de avaliação e antecipação de expectativas médias e, por extensão, de afluxo (e refluxo) de recursos e variação de preços, para Soros **o especulador bem sucedido é aquele que compra as ações no início da fase AB, resiste ao teste CD, se antecipa ao grande teste em F e volta a comprar em H**. E o faz não apenas no mercado acionário, mas em todos os mercados de ativos especulativos – vale dizer, em todos os mercados de estoque, cujos preços flutuam significativamente com as flutuações de demanda: obrigações, imóveis, divisas, etc.

Mas – poder-se-ia perguntar se o movimento descrito anteriormente já é suficientemente complexo encontrando-se referido a um único mercado e baixo um conjunto de hipóteses restritivas (estabilidade da taxa de juros, do padrão de formação de expectativas, etc) como abarcar o conjunto dos mercados e especular eficientemente em um sistema em que nada pode ser tomado como “dado”? A complexidade imanente a um tal sistema não seria tamanha que inviabilizaria qualquer esforço de projeção? Para Soros a resposta a estas questões é negativa. E isto porque os distintos mercados especulativos – vale dizer, o conjunto dos mercados de estoque – não são mercados estanques, mas um único grande mercado.

Na verdade, todo o modelo de Soros está baseado nesta última assertiva. O especulador bem sucedido é aquele que projeta, não apenas a psicologia do mercado, mas as conseqüências que advém desta psicologia nos **mercados imbricados**. O drama do investidor médio se encontra no seu

desconhecimento desta imbricação. Ou, para ir no ponto: o investidor médio é capaz de projetar uma queda iminente no preço dos ativos em função da crescente disseminação das expectativas de vitória de um candidato conservador (que se compromete a adotar uma política monetária restritiva) no próximo pleito eleitoral. Sabe que as ações cairão antes da eleição e procura vender antes dos outros (que fazem o mesmo). Até aí, pretende Soros, vão todos.

O que o investidor médio usualmente não alcança perceber é que os seus movimentos especulativos determinam a elevação imediata da taxa de juros. Pois se os títulos caem de preço agora (pressionados pela expectativa geral), a rentabilidade dos mesmos sobe e os custos de captação das empresas se eleva. O que acaba levando – insistamos no ponto pela sua importância – a movimentos compensatórios por parte das mesmas, seja adiando investimentos (determinando a queda da taxa de crescimento da economia e a elevação da inadimplência), seja se desfazendo de títulos de outras empresas ou ativos de reserva (o que aprofunda a depressão de preços na bolsa e no mercado de imóveis), seja tomando crédito no mercado primário e/ou lançando novas obrigações (o que consolida a elevação da taxa de juros). Ou seja: pensar – e atuar – em todos os mercados simultaneamente não é uma questão de opção, nem um movimento que imponha uma complexidade maior. Ele é a condição necessária para a adequada compreensão de cada um deles e para a efetiva antecipação das suas dinâmicas.

7.5 UMA ANÁLISE INSTITUCIONALISTA-HISTÓRICA:

O PAPEL DO SISTEMA FINANCEIRO NA REGULAÇÃO DA ESPECULAÇÃO BURSÁTIL

A despeito das diferenças marcantes no que diz respeito à predictabilidade dos rendimentos de longo prazo, os modelos neoclássico e keynesiano de precificação de títulos apresentam inúmeras similaridades. Desde logo, Keynes e Soros compartilham com os neoclássicos a hipótese de que o objetivo dos investidores é maximizar seus rendimentos. Mais: compartilham a hipótese de que, no esforço de maximização dos rendimentos totais (puros e patrimoniais), buscam se antecipar aos mercados, vendendo ativos cuja rentabilidade tende a cair e comprando aqueles cuja rentabilidade deve subir. Além disso, compartilham a hipótese de que os investidores de melhor desempenho são aqueles que tomam suas decisões a partir da análise detalhada e circunstanciada dos “fundamentos” e projetam a evolução da rentabilidade a partir da “boa” teoria econômica (malgrado as diferenças do que se avalie ser a “boa teoria”). E, por fim, estão de acordo no que diz respeito à inexistência (seja porque são desnecessários, seja porque são contraditórios com os interesses dos grandes investidores) sistemas institucionais regulatórios capazes de circunscrever a instabilidade da precificação de ativos em mercados de estoques. Estas quatro hipóteses serão recusadas pelos institucionalistas históricos.



As três primeiras hipóteses – o investidor competente busca maximizar, o faz comprando e vendendo e alcança o sucesso com a boa teoria – formam uma unidade que é posta sob suspeição a partir de um argumento empírico poderoso. Bernstein o expressa com maestria:

“Suponho que um investidor procure detectar o momento certo de agir, tentando comprar antes que os preços subam e vender antes que caiam. Com que margem de erro ele pode conviver para, mesmo assim, superar uma estratégia simples de comprar e manter?

Um dos riscos da estratégia de compras e vendas no momento certo é estar for a do mercado durante uma alta acentuada. Consideremos o período de 26 de maio de 1970 a 29 de abril de 1984. Suponhamos que o nosso investidor ficou com dinheiro em vez de ações apenas nos cinco melhores dias do mercado, dentre os 3.500 dias de negociação daquele período de quatorze anos. Pode ser que se sentisse muito bem por ter praticamente dobrado o investimento inicial (antes dos impostos), até calcular qual teria sido o desempenho se tivesse meramente comprado as ações no início e as mantido, sem tentar nenhuma jogada. Comprar e manter teria **triplicado** seu investimento. A estratégia de compras e vendas no momento certo é arriscada!” (Bernstein, 1997, p. 263).

O exemplo é evidentemente capcioso. Os cinco melhores dias em quatorze anos não foram dias quaisquer; e os resultados seriam outros se Bernstein supusesse que o nosso especulador também estava “vendido” nos cinco piores dias. Mas o argumento não perde expressão pelo fato de ser retórico. Afinal, o que realmente importa é a conclusão: **a estratégia de compras e vendas no momento certo é arriscada!**

Daí não se extrai que Soros esteja errado ou que sua – complexa e exigente – estratégia de maximização de ganhos não funcione. Mas nem todos são Soros. E se muitos dos não-Soros estão mais interessados em um rendimento modesto, mas seguro, talvez a estratégia de comprar para manter seja a mais conveniente.

Ora, como nos explica Schumpeter, existem, sim, muitos agentes para os quais a segurança é mais importante do que a rentabilidade. Por contraditório que pareça (e seja), o investimento que visa primordialmente a valorização é o investimento capitalista; é justamente o investimento que não tem por base qualquer parcimônia ou abstenção de consumo presente. Por oposição, a poupança/ investimento dos trabalhadores de uma parcela do seu salário – que, de fato, envolve abstenção de um consumo presente desejado – não envolve, necessariamente, qualquer exigência de valorização real. Ou, nas palavras do grande mestre austríaco:

“No curso normal de um sistema econômico no qual, ano após ano, o processo de produção segue o mesmo caminho e todos os dados permanecem os mesmos, haveria uma subvalorização sistemática dos meios de produção comparados aos produtos? ... num tal sistema econômico

as satisfações futuras podem ser sistemática e generalizadamente valorizadas em menos do que as satisfações atuais iguais? Desistiria [um homem econômico racional] das parcela futuras mais facilmente do que das presentes? ... Obviamente que não, pois se o fizesse, ou seja, se cedesse uma parcela futura por uma compensação menor do que para uma mais próxima no tempo, descobriria, no momento devido, que tinha obtido uma satisfação total menor do que poderia ter obtido.” (Schumpeter, 1982, p. 28)

Ou, ainda, como argumenta Joan Robinson em seu estilo peculiar:

“Por que o preço da espera deve ser considerado positivo? Na floresta de Adam Smith, não há propriedade de capitais nem lucro (ou meios de produção, o gamo selvagem e os castores eram abundantes e sem dono). Mas ainda assim, poderia haver espera e juros. Suponhamos que alguns caçadores desejassem consumir mais do que haviam caçado, e outros desejassem conservar sua capacidade de consumo para o futuro. Estes últimos poderiam, então, emprestar aos primeiros parte do que haviam caçado hoje, com promessa de pagamento futuro. A taxa de juros (o excedente do pagamento em relação ao empréstimo original) se fixaria no nível que equacionasse a oferta e procura de empréstimos. Se isso é positivo ou negativo, depende de serem mais numerosos na comunidade os perdulários ou os homens de família prudentes. Não há um pressuposto *a priori* em favor de uma taxa positiva.” (Robinson, 1979, pp. 109/10).

Infelizmente não podemos explorar aqui todas as derivações da, tão revolucionária, quanto incompreendida e desvalorizada, teoria schumpeteriana do juro, referendada por Robinson, acima¹⁸¹. No momento, o que importa entender é que, desta perspectiva, o objetivo precípua da poupança e acumulação financeira por parte dos trabalhadores é tentar garantir, senão a manutenção, pelo menos a minimização da depressão dos rendimentos, do consumo e da qualidade de vida com a perda de capacidade de mobilização de seu potencial produtivo (em função da idade, de acidentes e doenças ou de crises econômicas que redundem na depressão sistêmica do emprego). O que equivale a dizer que, para os trabalhadores, o objetivo primeiro da poupança e das aplicações financeiras é a **segurança** do retorno. Independentemente da forma que assuma – aplicações feitas pelo próprio poupador em imóveis ou títulos, participação em um fundo de investimento, participação em um plano de previdência privada, contratação de um seguro contra acidentes, ou, mesmo, contratação de um seguro de vida –

¹⁸¹ A dificuldade do *mainstream* (leia-se: a escola neoclássica) em assimilar a teoria schumpeteriana do juro é facilmente compreensível. Schumpeter desnatura esta categoria de rendimento, revelando a inconsistência teórico-empírica e o caráter francamente ideológico e reacionário de assertivas do tipo: “assim como a gravidade, a fotossíntese e as mutações genéticas, para lembrar fenômenos que independem da presença humana no mundo, os juros são parte da ordem natural das coisas” (Gianetti, 1995, p. 12). Mais difícil de entender é a resistência de marxistas e keynesianos a esta construção. Ela não é ideológica. Apenas expressa a dificuldade dos epígonos de Marx e Keynes em compreender a pertinência e consistência de abordagens distintas àquelas desenvolvidas pelos “mestres” quando o mesmo objeto é analisado em outro nível de abstração.



o que se busca é garantir a qualidade de vida futura, sua e/ou dos familiares, quando os cessarem os rendimentos do trabalho.

Ora, não é difícil perceber o significado da existência deste padrão de “investidor-previdenciário” na alavancagem dos ganhos capitalistas em geral, e nos ganhos da intermediação financeira em particular. Afinal, se o retorno previsto de um determinado investimento produtivo de longa maturação é conhecido e atrativo, sua efetivação depende da existência de agentes poupadores dispostos a financiar a inversão a uma taxa de juros **inferior** ao retorno previsto, de forma a garantir a cobertura dos riscos e permitir a apropriação de um lucro puro por parte do(s) empresário(s)-capitalista(s). O investidor-previdenciário é, pois, o financiador ideal dos investimentos de longa maturação.

O problema é que não é fácil conquistar este inversor. Se a remuneração líquida exigida pelo mesmo para aplicações de longo prazo é mínima, a segurança exigida é máxima. O que significa dizer que ele será particularmente refratário a operar em um mercado financeiro que funcione rigorosamente de acordo com os termos de Keynes-Soros. Se a Bolsa é uma espécie de cassino onde só ganham os aplicadores mais experientes a partir da imposição de perdas aos demais, nosso investidor-previdenciário vai privilegiar outras aplicações, como imóveis ou títulos da dívida pública. O que implicaria em perdas para agentes muito mais poderosos do que o nosso pequeno investidor: os intermediários financeiros (bancos de investimento, fundos de pensão, companhias seguradoras, etc.) e as companhias de capital aberto cujo horizonte de investimento transcende sua acumulação financeira interna.

Se Schumpeter foi o primeiro a reconhecer que o investidor-previdenciário não **exige** (ainda que, por determinações da concorrência, **possa auferir**) um juro positivo, foi Hilferding quem sistematizou a relação entre o pequeno poupador e o capital financeiro. Segundo este autor, a discrepância entre a taxa de remuneração exigida pelo pequeno poupador e a taxa de lucro das empresas de capital aberto vai se traduzir no **descolamento entre o valor patrimonial das empresas e o valor de suas ações no mercado secundário**. Esta dissociação é uma fonte privilegiada de acumulação de capital, e sua articulação e preservação é função precípua dos grandes conglomerados financeiro modernos. O argumento central de Hilferding ganha transparência em um exemplo que reproduzimos a seguir:

“Tomemos ... como exemplo uma empresa industrial com um capital de 1 milhão de marcos. Suponhamos que o lucro médio seja de 15%, à taxa de juros vigente de 5%. A soma de 150 mil marcos, porém, capitalizada como renda anual a 5%, terá um preço de 3 milhões de marcos. À taxa de 5%, o capital monetário talvez só aceitaria, no geral, títulos bem seguros de renda fixa. Acrescentando-se, porém, um elevado prêmio de risco, digamos, de 2%, e levando-se, além disso, em consideração os gastos de administração, participação nos lucros, etc., que têm de ser deduzidos do lucro da empresa, mas seriam poupados na empresa individual (ao

contrário do que sucede com a sociedade anônima) e supondo-se que isto resulte numa redução de 20 mil marcos no lucro disponível, poder-se-á distribuir 130 mil marcos que devem oferecer aos acionistas rendimento de 7%. O preço das ações chega então a 1.857.143 marcos, ou 1.900.000 marcos em números redondos. Para produzir um lucro de 150 mil marcos é necessário um capital de apenas 1 milhão de marcos, ficando 900 mil marcos liberados; esses 900 mil marcos provêm da transformação do capital gerador de lucros em capital produtor de juros (produtor de dividendos). ... **É essa diferença que aparece como ‘lucro do fundador’, uma fonte de lucro que tem sua origem somente na transformação do capital produtor de lucro em capital que rende juros.** (Hilferding, 1985, p. 115; o negrito é meu.)

A contribuição central de Hilferding se encontra na demonstração de que o “lucro do fundador” é função inversa da remuneração exigida pelo pequeno investidor, e esta remuneração é função inversa do risco associado pelo investidor à detenção de ações *vis-à-vis* outros ativos (obrigações governamentais, imóveis, etc.). **O que impõe a conclusão de que a depressão do risco de aplicações no mercado secundário de ações é funcional à acumulação financeira das empresas de capital aberto e/ou das instituições financeiras responsáveis pela distribuição das ações das primeiras no mercado secundário.**

Daí que, para Hilferding, a estrutura do mercado financeiro e suas funções se alteram ao longo do tempo numa trajetória que é rigorosamente **histórica**¹⁸². Ou, para ser mais claro: em Hilferding, como em Soros, a função cognitiva dos agentes se altera ao longo do tempo, mas esta alteração se realiza dentro de uma determinada lógica; a lógica de desenvolvimento da concorrência e da acumulação capitalista em geral e do desenvolvimento do capital financeiro em particular. Neste processo, tanto as empresas de capital aberto, quanto os bancos de investimento responsáveis pela distribuição das ações das primeiras no mercado secundário, assumem funções reguladoras, na tentativa de limitar a instabilidade imanente do mercado de títulos enquanto um mercado de estoques onde se negociam ativos cujo rendimento de longo prazo não é rigorosamente previsível.

Seria um equívoco, contudo, extrair da leitura de Hilferding qualquer tendência à equilibração (ainda que institucionalmente determinada) dos mercados de ativos, títulos e ações. Na verdade, a especulação – indissociável da flutuação de preços - e os ganhos especulativos persistem. Mas eles se realizam no interior de um arranjo institucional que deprime a incerteza dos pequenos investidores, ao mesmo tempo em que maximiza os ganhos do grande capital financeiro. Segundo Hilferding:

¹⁸² Por oposição à trajetória meramente não-ergódica apontada por Keynes e Soros Um sistema é ergódico quando a distribuição dos resultados de amostras aleatórias recolhidas em diversos momentos do tempo for idêntica à distribuição de resultados de amostras aleatórias da mesma magnitude extraídas em um único período de tempo. Os eventos que Soros chama de “históricos” são, na verdade, eventos não-ergódicos. Não são rigorosamente históricos - no sentido de Hegel, Marx e Hilferding - na medida em que não apresentam qualquer padrão determinado de desenvolvimento.

“São os grandes ... [grupos financeiros] que dominam o conhecimento dos fenômenos que ocorrem nas sociedades anônimas, que supervisionam a configuração dos resultados do negócio, e por isso podem conhecer com antecedência a tendência do desenvolvimento da cotação. Seu grande poder de capital lhes permite ainda influir na própria configuração da cotação por meio de compras e vendas correspondentes e tirar daí o respectivo lucro. Além disso, seu poder de capital permite-lhes intervenções pelas quais ainda se fazem louvar; a aceitação de títulos em tempos de crise ou pânico, que podem depois vender com lucro, assim que sejam restabelecidas as condições normais”. (Hilferding, 1985, p. 145).

Em suma: na busca de se apropriar dos vultosos lucros derivados do diferencial de valor das ações nos mercados primário e secundário, os grandes grupos financeiros administram o lançamento e a distribuição das mesmas dentro de um padrão que envolve a constituição de “estoques reguladores” de títulos. Com isto, **a instabilidade do sistema é deprimida, pois a oferta dos títulos deixa de ser perfeitamente inelástica**¹⁸³. E deixa de sê-lo na medida em que, para além das empresas de capital aberto, emerge um sistema financeiro que se solidariza àquelas primeiras em seus esforços de controlar as excessivas variações de seus papéis.

Não obstante, como Hilferding reconhece na passagem acima, o fato da estabilização do valor dos títulos de longo prazo ser funcional à acumulação financeira, a especulação – que instabiliza o valor dos papéis – também o é. O que impõe uma contradição.

Hilferding buscou resolver esta contradição pretendendo que o capital financeiro – entendido como a síntese operativa do capital bancário e do capital industrial organizado em sociedades anônimas – operaria no sentido de circunscrever a especulação a parâmetros toleráveis pelo pequeno investidor, a parâmetros tais que permitiriam a sustentação das posições deste agente fundamental (pois sem ele, não há “lucro do fundador”) no mercado secundário.

A insuficiência da solução de “compromisso entre interesses antagônicos” do capital financeiro apontada por Hilferding é mais ou menos evidente. Mas nosso autor não poderia anunciar a solução efetiva dada ao impasse, pois ela só irá se desenvolver objetivamente muitos anos depois da publicação de sua obra maior. Um desenvolvimento que virá com a consolidação do terceiro membro do tripé sobre o qual se assentam os sistemas financeiros modernos: o sub-sistema previdenciário-securitário.

A importância deste sub-sistema encontra-se no fato de que, enquanto os bancos de investimento realizam os seus “ganhos de fundador” pela **venda** das ações a um preço superior ao valor patrimonial das mesmas¹⁸⁴, os lucros das seguradoras e dos fundos privados de pensão são

¹⁸³ Vale dizer: a função oferta deixa de ser “vertical” e passa a ter uma inclinação positiva: na medida em que os preços dos papéis sobem, aumenta a oferta dos mesmos no mercado secundário; se os preços se estabilizam ou caem, reduz-se a oferta.

¹⁸⁴ De forma que as eventuais operações de **resgate** dos títulos depreciados com vistas a deprimir a instabilidade do mercado secundário envolvem custos e riscos não desprezíveis para os mesmos.



função **direta** da diferença entre a remuneração exigida pelo investidor-previdenciário e a rentabilidade proporcionada pelos mais diversos ativos que proporcionam valorização e que estas instituições mantêm em carteira. Isto significa dizer que, **ao contrário dos bancos de investimento, as seguradoras e os fundos de pensão não precisam vender as ações (ou obrigações, ou imóveis, etc.) para se beneficiarem do diferencial supra-referido. Na verdade, estas instituições suprimem o problema da estabilidade do preço dos ativos especulativos: esta estabilidade deixa de ser condição necessária à captação da poupança dos investidores-previdenciários.** E isto na medida em que não é mais necessário convertê-los em proprietários para conquistar, seja o acesso a seus recursos, seja o diferencial de rendimentos exigidos pelos poupadores e proporcionado pelos tomadores de crédito. **Ao contrário dos bancos de investimento, as instituições do sub-sistema previdenciário-securitário extraem sua lucratividade da manutenção, em suas carteiras, dos ativos adquiridos no mercado primário.**

E o desdobramento – não almejado, mas bem vindo – deste novo padrão de apropriação do “lucro do fundador” é o ganho de expressão relativa de investidores que se mantêm em posição comprada a despeito das turbulências do mercado. Eles não apenas não adotam o comportamento de “manada”¹⁸⁵, como tendem a privilegiar a segurança e a adimplência de longo prazo em detrimento da especulação e dos ganhos de curto prazo. Afinal, esta é a estratégia que pode lhes garantir vantagens competitivas e a fidelização de uma clientela que busca, justamente, **segurança** de resgate no longo prazo.

Além disso, na medida em que os fundos de pensão e seguradoras tornam-se detentores permanentes de títulos de empresas de capital aberto adquiridos no mercado primário, estas instituições passam a compartilhar **de forma permanente** com as empresas dos ganhos e dos prejuízos (diretos e “reflexivos”, na terminologia de Soros) advindos da valorização e desvalorização dos seus papéis. Só que, ao contrário das próprias empresas, a atividade precípua dos fundos de pensão e das seguradoras é, justamente, a absorção da poupança do investidor-previdenciário e sua canalização para a compra de títulos. De forma que a sustentação dos rendimentos totais – puros e secundários – dos papéis mantidos em suas carteiras deixa de ser uma atividade eventual, para ser uma estratégia permanente.

Evidentemente, a existência destas instituições não elimina a instabilidade dos mercados de estoque. Nem poderia. Afinal, se existe alguma relação entre o preço dos ativos e os seus “fundamentos” (lucros e dividendos, valor dos aluguéis, vendas, renda e consumo das famílias, etc.), não pode deixar de haver flutuação nos preços dos ativos enquanto houver flutuações na economia. E como os mercados

¹⁸⁵ Que caracteriza tanto o pequeno investidor privado (que não alcança adotar melhor estratégia do que ser um seguidor tardio da opinião média), quanto os fundos de investimento que têm este investidor como cliente padrão, e que se vêem obrigados a vender na baixa para atender as ordens de saque dos mesmos.

de estoque são mercados de oferta inelástica, as flutuações iminentes à economia capitalista se amplificam nos mesmos.

Não obstante – e este é o ponto que importa na argumentação dos institucionalistas históricos – a instabilidade destes mercados será tanto maior quanto menor for a presença de instituições que **não** extraem sua rentabilidade das operações de compra-venda-recompra, mas da **exploração do diferencial de rendimentos exigidos pelo investidor-previdenciário e os rendimentos proporcionados pelas ações de empresas de capital aberto e demais ativos que proporcionam um redito positivo sobre seus preços de aquisição no longo prazo**. O que é o mesmo que dizer que os mercados de estoque em geral - e o mercado de ações em particular – serão tão mais instáveis quanto menor for a expressão da poupança financeira dos trabalhadores na poupança geral.