



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

“Convenções Financeiras e a Taxa Básica de Juros no Brasil”

Luciana Seabra Resende Castro Corrêa

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de **Mestre em Ciências Econômicas**, sob a orientação do Prof. Dr. David Dequech Filho.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendida por **Luciana Seabra Resende Castro Corrêa**, em **06/12/2010** e orientada pelo Prof. Dr. David Dequech Filho.*

CPG, 06/12/2010.

A handwritten signature in blue ink, reading "Dequech", positioned above a horizontal line.

Campinas, 2010

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

C817c Corrêa, Luciana Seabra Resende Castro.
Convenções financeiras e a taxa básica de juros no Brasil/ Luciana
Seabra Resende Castro Corrêa. – Campinas, SP: [s.n.], 2010.

Orientador: David Dequech Filho.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de
Economia.

1. Keynes, John Maynard, 1883-1946. 2. Mercados financeiros. 3. Taxas de
juros – Brasil. I. Dequech Filho. David. II. Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia. III. Título.

11-008-BIE

Título em Inglês: Financial conventions and Brazilian basic interest rate
Keywords: Keynes, John Maynard, 1883-1946 ; Financial markets ; Interest rates - Brazil

Area de Concentração : -----

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora: Prof. Dr. David Dequech Filho
Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates
Prof. Dr. José Luís da Costa Oreiro

Data da defesa: 06-12-2010

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

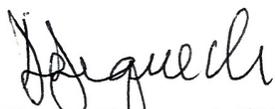
Dissertação de Mestrado

Aluna: **Luciana Seabra Resende Castro Corrêa**

“Convenções Financeiras e a Taxa Básica de Juros no Brasil”

Defendida em 06 / 12 / 2010

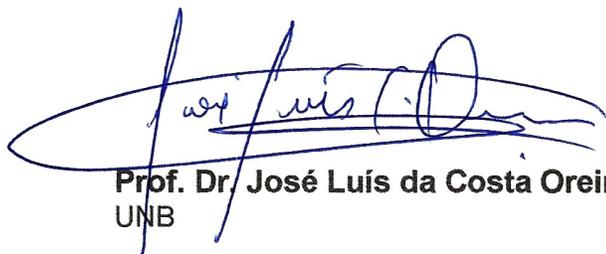
COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. David Dequech Filho
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof.^a Dr.^a Daniela Magalhães Prates
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. José Luís da Costa Oreiro
UNB

Agradecimento

Agradeço aos professores do Instituto de Economia da Unicamp, que contribuíram ao longo dos últimos três anos para minha formação profunda e crítica na área econômica. Devo os resultados dessa jornada em especial ao meu orientador, David Dequech, que sempre surpreendeu com respostas rápidas e sugestões proveitosas, compartilhando não só conhecimento, mas também uma forma séria e apaixonada de trabalhar no universo acadêmico.

Estendo esses agradecimentos às professoras Daniela Prates e Maria Alejandra Madi, pelos proveitosos comentários e sugestões durante o exame de qualificação.

Agradeço também ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), que financiou essa pesquisa, aos amigos do mestrado, que muitas vezes ajudaram a ordenar as ideias, aos meus pais e ao meu marido, que apoiaram, não só com recursos físicos, mas com assistência psicológica este trabalho algumas vezes penoso, outras vezes agradável e recompensador.

Resumo

Este trabalho trata primeiramente, de um ponto de vista teórico, da existência de convenções nos mercados de ações e títulos de dívida. Serve de ponto de partida a noção, presente em Keynes, de que convenções envolvem técnicas para lidar com a incerteza, quando não há uma distribuição de probabilidades bem definida e confiável sobre o futuro. É apresentada também a abordagem convencionalista francesa, que oferece alternativas aos conceitos de valor fundamental das ações e taxa natural de juros. Por fim, essas referências teóricas são utilizadas para discutir a tese de que a taxa básica de juros brasileira é convencional. Busca-se desenvolver uma linha de argumentação mais bem fundamentada do que a de outros autores que defenderam essa ideia. Assim, pretende-se, por um lado, mostrar que o argumento não é trivial e, por outro, defender que efetivamente há elementos de convencionalidade na taxa básica de juros brasileira.

Palavras chave: convenção, Keynes, economia das convenções, mercados financeiros, taxa básica de juros.

Abstract

This thesis examines, first, from a theoretical point of view, the existence of conventions in the stock and bond markets. Its starting point is the argument, developed by Keynes, that conventions involve techniques to deal with uncertainty, when there is no well-defined and reliable probability distribution about the future. Also considered is the French conventionalist approach, which provides alternatives to the concepts of the fundamental value of stocks and the natural rate of interest. Finally, these theoretical references are used to discuss the thesis that the Brazilian basic interest rate is conventional. An attempt is made to develop a better-founded line of reasoning than the ones defended by other authors. This part of the research is intended, on the one hand, to show us that the argument is not trivial, and, on the other hand, to maintain that there are indeed elements of conventionality in the Brazilian basic rate of interest.

Key words: convention, Keynes, economics of convention, financial markets, basic interest rate.

Sumário

Introdução.....	1
I. Convenções no mercado acionário.....	5
Introdução.....	5
1. A abordagem keynesiana.....	6
1.1 A convenção projetiva e o julgamento convencional.....	8
2. O enfoque comportamental.....	14
2.1 O modelo de <i>feedback loops</i>	19
2.2 A face razoável da bolha.....	21
3. A abordagem convencionalista.....	24
3.1 Coordenação sem fundamentos objetivos: a autorreferencialidade.....	27
3.2 Saliências de Schelling.....	30
3.3 Da saliência à imitação e à convenção.....	33
3.4 Convenções de interpretação e de continuidade.....	35
II. Convenções nos mercados de títulos de dívida.....	39
Introdução.....	39
1. Convenções e taxas de juros em Keynes.....	40
2. O mercado de títulos de dívida em Brière.....	43
2.1 Como funcionam os mercados de títulos de dívida.....	47
2.2 Formação das representações coletivas.....	50
2.3 Evidências da existência de representações coletivas.....	54
2.4 O papel dos bancos centrais e dos economistas.....	58
2.5 Algumas considerações.....	61
III. Uma abordagem alternativa para a taxa básica de juros brasileira.....	65
Introdução.....	65

1. Uma visão geral do sistema de metas de inflação	67
2. O sistema de metas de inflação brasileiro e a taxa Selic	70
3. A taxa básica de juros brasileira sob a perspectiva das convenções	73
Conclusão	101
Referências Bibliográficas.....	107

Introdução

A teoria econômica neoclássica supõe que os agentes econômicos possuem ou agem como se possuíssem um conhecimento bastante elevado da realidade em que atuam.¹ Em sua versão forte, a hipótese das expectativas racionais, que serve de base para grande parte da teoria macroeconômica ortodoxa, vai ainda além: ela supõe agentes que conhecem o verdadeiro modelo de funcionamento da economia e capazes de utilizar toda a informação disponível (ou que agem como se fossem assim). Essas avançadas habilidades permitem que cada um desses atores, ao atuar de forma independente, contribua para que se chegue a resultados de equilíbrio. Entre esses resultados, estão, nos mercados financeiros, o valor fundamental das ações e a taxa natural de juros. Como as próprias terminologias sugerem, esses dois valores são considerados objetivos e podem ser descobertos a partir de outras variáveis e uma distribuição de probabilidades sobre o futuro bem definida.

É difícil compreender, entretanto, que um agente tão capaz e conhecedor sobre os eventos possíveis futuros seja o mesmo ator de episódios que incluem fuga para a qualidade, efeito manada, além de recorrentes e profundas crises financeiras. A repetição desse tipo de anomalia, como preferem chamar os teóricos ortodoxos, tem levado vários economistas a questionar pressupostos que servem de base à teoria econômica prevalecente e que, principalmente por meio das políticas econômicas, têm reflexos reais na economia.

Um ponto de partida essencial para uma análise alternativa é o trabalho de Keynes, que chamava a atenção para o fato de nem sempre podermos contar com distribuições de probabilidades precisas e confiáveis, o que caracteriza a presença de uma variedade de incerteza que podemos chamar de keynesiana. Ele questionou a existência daquelas duas variáveis que seriam passíveis de conhecimento objetivo: o valor fundamental das ações e a taxa natural de juros. Em lugar disso, há incerteza keynesiana sobre o preço das ações e sobre a taxa de juros no futuro. Keynes (1937) defende, como veremos, que a teoria “clássica” (a teoria ortodoxa da

¹ A economia neoclássica é entendida aqui como assentada sobre duas noções: a racionalidade maximizadora de utilidade; e o equilíbrio. Ela ainda representa a ortodoxia, concebida como a escola de pensamento econômico mais recentemente dominante (Dequech, 2007-2008).

época) até poderia funcionar em um mundo em que a passagem do tempo não fosse tão importante. Os mercados de ações e de títulos de dívida claramente não se enquadram nesse universo, já que neles o fator tempo tem um papel fundamental.

Os preços das ações e o valor das taxas de juros guardam outro ponto em comum na abordagem keynesiana. A incerteza sobre o futuro não impede a ação. Nos dois casos, Keynes utiliza o termo convenção para tratar da forma como se chega a um valor único. Isso significa que a definição desses valores, segundo o que defende o autor, está sujeita a situações autorreferenciais e movimentos de autorrealização, em que o valor final é determinado pelos próprios agentes que interagem no mercado financeiro.

Recentemente, alguns economistas buscaram resgatar e desenvolver esse tipo de abordagem alternativa, que contesta a hipótese de racionalidade maximizadora de utilidade, a hipótese das expectativas racionais e, em certos casos, a própria existência de valores fundamentais. É o caso de teóricos das finanças comportamentais, como Robert Shiller, e dos convencionalistas franceses, como André Orléan e Marie Brière. Eles trazem contribuições interessantes, como veremos, ao mostrar agentes que recorrem a eventos passados, olham uns para os outros em busca de um ponto de consenso, apelam para a imitação, não se sentem confortáveis ao divergir do grupo e formam, coletivamente, os preços de mercado. São, certamente, agentes muito mais próximos dos que costumamos encontrar no nosso cotidiano.

O primeiro objetivo deste trabalho é examinar alguns dos estudos que tratam da existência de convenções nos mercados de ações e de títulos de dívida, com destaque para as contribuições originais de Keynes e para a abordagem convencionalista, ainda pouco explorada por economistas brasileiros. Nessa linha teórica, como afirma Orléan, um de seus representantes, os agentes também são considerados racionais, mas interagem em um ambiente incerto, no sentido que Keynes deu à expressão quando escreveu a respeito da extrema precariedade das bases sobre as quais nós somos obrigados a formar nossas avaliações do rendimento esperado (Brière, 2005: 7-8).

A análise começa pelo mercado de ações porque ele é importante em si mesmo e, especialmente, porque é sobre ele que estão mais desenvolvidas as análises de convenções financeiras, tanto na obra de Keynes quanto na perspectiva convencionalista. Em seguida, o estudo parte para o mercado de títulos, outro ambiente em que Keynes apontou a existência de uma convenção e sobre o qual a abordagem convencionalista foi aplicada mais recentemente. Há

outros contextos financeiros em que a ideia de convenção pode ser ou tem sido usada, como os mercados de câmbio e de derivativos, mas tratar deles extrapola o escopo dessa dissertação.

Essas reflexões teóricas sobre convenções nos mercados de ações e de títulos de dívida ajudarão, em seguida, na busca do segundo objetivo desse trabalho: discutir a tese de que a taxa básica de juros no Brasil é convencional, considerando em particular o período posterior à implementação do regime de metas de inflação, em 1999. Autores brasileiros têm remetido às ideias de Keynes sobre convenção ao defenderem a ideia de uma convenção de juros no Brasil. Keynes (1936: 203) efetivamente afirma que a taxa de juros é um fenômeno altamente convencional. Transpor esse argumento para a taxa básica, entretanto, não é trivial, a começar pelo fato de que a taxa de juros de que Keynes trata não é taxa definida pela autoridade monetária, mas a taxa de juros de mercado.

A partir de um estudo mais bem fundamentado de convenções nos mercados financeiros, pretende-se aqui avaliar se há realmente algo de convencional na taxa básica de juros brasileira. Isso pode ser feito a partir da análise de semelhanças e diferenças entre esses três contextos em que tem sido aplicada a ideia de convenção: mercados de ações e títulos em geral e a determinação da taxa básica de juros no Brasil.

Este trabalho não pretende responder por que a taxa básica de juros brasileira tem sido tão alta durante a vigência do regime de metas de inflação. Ele fornece elementos que podem ser aproveitados em uma discussão sobre o alto patamar da taxa básica de juros no Brasil em anos recentes, em particular no que se refere à possível convencionalidade dessa taxa, mas não considera outros aspectos importantes do debate sobre esse alto patamar, como aqueles referentes à política macroeconômica mais ampla, incluindo as políticas cambial e fiscal. Alguns pontos que também aparecem nesse debate mais amplo surgem aqui apenas na medida em que forem relacionados com a tese da convencionalidade da taxa básica.

O primeiro capítulo deste trabalho apresenta os contrapontos de Keynes, Shiller e Orléan para a abordagem fundamentalista do mercado acionário, com algumas considerações que envolvem os mercados financeiros de forma geral. O conceito de Keynes para incerteza e seu tratamento de convenção são analisados. Em seguida, será apresentada a análise de Shiller, que, a partir de estudos empíricos com investidores, percebe o caráter social dos investimentos, a influência do histórico, da cultura e de fatores comportamentais. Por fim, entra em cena Orléan,

com uma abordagem teórica mais estruturada, em que detalha o processo de coordenação dos agentes em torno de um valor único.

O segundo capítulo começa apresentando as referências de Keynes, mais escassas, à presença de convenções na formação da taxa de juros no mercado de títulos de dívida. A abordagem convencionalista francesa, com fortes traços keynesianos, é também utilizada no recente trabalho de Brière. Ela estuda o ambiente do mercado de títulos de dívida para mostrar a variedade de técnicas e informações disponíveis e conduz estudos empíricos para provar a existência de representações coletivas nesses mercados. A autora revela um papel importante da autoridade monetária e dos economistas na definição da taxa de mercado em torno da qual haverá coordenação.

Depois de tratar das análises alternativas de Keynes, Orléan, Shiller, Brière e outros autores, a dissertação faz, no terceiro capítulo, uma intervenção no debate sobre a taxa básica de juros brasileira. São apresentados trabalhos anteriores, em que autores referem-se a uma convenção de juros ou algo semelhante no Brasil. Em seguida, a partir da base teórica dos dois primeiros capítulos, busca-se, de um lado, mostrar que é bem mais complexo discutir a ideia da convencionalidade da taxa básica de juros do que outros autores podem sugerir e, de outro lado, formatar uma argumentação mais sólida do que a desses autores para a existência de algo convencional na taxa básica de juros do país.

A isso se segue uma conclusão.

I. Convenções no mercado acionário

Introdução

Em 21 de maio de 2008, as ações preferenciais da maior empresa brasileira, a Petrobras, atingiram o valor máximo do ano, R\$49,63. Em setembro do mesmo ano, a crise econômica com origem nos EUA revelou-se devastadora, com a quebra do quarto maior banco do país, o *Lehman Brothers*. O anúncio dá sequência, por todo o mundo, a uma série de falências e programas governamentais de emergência. O reflexo percebe-se nas bolsas de valores. Seis meses depois do ápice, em 21 de novembro, o preço das ações da Petrobras atinge o menor nível do ano: R\$15,96. Como explicar que a participação em uma empresa consolidada como a Petrobras perca quase 70% de seu valor no mercado em apenas seis meses, sem que nada tenha mudado na visão deles sobre a própria companhia?

De acordo com a teoria econômica ortodoxa, as ações têm um valor verdadeiro, chamado de fundamental. Indivíduos racionais e bem informados seriam capazes de definir, de forma objetiva, uma distribuição de probabilidades sobre o futuro. Para tomar a decisão de investir ou não, os agentes fariam o cálculo desse valor, a partir da estimativa do fluxo de receitas a que o título dá direito, ou seja, o pagamento de dividendos. O preço das ações seria, assim, em cada momento, o melhor reflexo possível do valor fundamental, isto é, de quanto realmente vale a empresa.

O histórico, entretanto, de *booms* e depressões, com grande volatilidade nos preços das ações, leva cada vez mais investidores, governos e economistas a questionarem se o preço em bolsa realmente reflete sempre o valor da empresa em questão. É difícil entender que o valor real de uma companhia, baseado nos fluxos futuros de rendimentos, oscile tão rapidamente e de forma tão ampla. No caso da Petrobras, por exemplo, a empresa anunciou a manutenção de contratações e investimentos, enquanto as perspectivas de queda na demanda internacional de petróleo não justificariam a perda de valor de 70% nas ações. Tanto que apenas seis meses depois da cotação mínima, em 21 de maio de 2009, as ações já tinham recuperado grande parte do seu valor e eram compradas a R\$32,20.

Alguns teóricos continuam a defender que essas são anomalias que não justificam a adoção de um modelo diferenciado para explicar o mercado acionário. Cresce, entretanto, o número daqueles que põem em xeque a validade das teorias tradicionais por diferentes frentes. Muitos fazem isso com base no trabalho de Keynes, recuperando suas noções de incerteza e convenção, que veremos em seguida.

1. A abordagem keynesiana

Keynes aponta a existência de incerteza como ponto-chave para perceber a incapacidade da teoria “clássica” em explicar comportamentos de investidores. No *Quarterly Journal of Economics* (1937: 213-214), ele afirma não tratar do que chama de risco, em que é possível definir probabilidades (precisas) para cada evento, mas da incerteza, em que não há base científica sobre a qual fazer um cálculo. Keynes exemplifica: o tempo meteorológico não se enquadra totalmente, mas sim a possibilidade de uma guerra europeia, o preço do cobre ou a taxa de juros daqui a 20 anos.

A distinção entre risco e incerteza é atribuída a um trabalho de Frank Knight, em 1921. Segundo o autor, há risco quando se pode atribuir probabilidades às mudanças econômicas, seja por cálculo, seja por experiência passada. Já em situações de incerteza, o indivíduo não tem informação sobre a qual basear o cálculo de probabilidades porque a situação com a qual lida é, em alto grau, única. No mesmo ano, no livro *Treatise on Probability*, Keynes, sem definir incerteza, discute situações em que probabilidades não são únicas e confiáveis, por insuficiência de evidências, ou não são nem mesmo conhecidas, por causa da nossa falta de habilidade para calculá-las.

Segundo Dequech (2003: 152), Keynes aponta em sua obra econômica madura para uma noção de incerteza fundamental, em que há a possibilidade de criatividade e mudanças estruturais não pré-determinadas. Ou seja, a lista de eventos possíveis não é conhecida *ex ante*. Na visão do autor, a incerteza fundamental seria um tipo de incerteza forte, aquela em que não é possível definir uma distribuição de probabilidades única, aditiva e completamente confiável.

De acordo com outro intérprete de Keynes, O'Donnell (1989: 260 e 264), a falta de informação sobre o longo prazo torna a relação de probabilidade impossível de ser discernida e a

incerteza irreduzível a qualquer tipo de cálculo. O conhecimento das probabilidades exigiria quantidade adequada de informação relevante e poder intuitivo. Como a satisfação dessas condições não pode ser presumida, a expectativa de longo prazo passa a ser considerada um parâmetro livre que, apesar de vagamente conectado com outras variáveis econômicas, não pode ser explicado por elas.

Keynes (1937: 213) considera que a teoria “clássica” poderia funcionar em um mundo em que os bens fossem sempre consumidos dentro de um pequeno intervalo depois da produção. Ela torna-se inaplicável, entretanto, quando se passa a tratar de um universo em que o acúmulo de riqueza a ser utilizada em um futuro distante é central. À medida que este intervalo estende-se, como ocorre nos mercados de ações e de títulos, a incerteza impõe-se de forma incontestável.

Sendo assim, o cálculo do valor esperado dos dividendos perde sua objetividade. No capítulo 12 de *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Keynes afirma que o nosso conhecimento da renda de um investimento alguns anos mais tarde tem base de conhecimento extremamente precária e é, com frequência, desprezível. E completa: “In fact, those who seriously attempt to make any such estimate are often so much in the minority that their behavior does not govern the market” (1936: 150). No trecho, Keynes trata do investimento produtivo¹.

Se a empresa pode ser incapaz de calcular o retorno que um investimento terá anos depois, até mesmo porque pode enfrentar novos competidores, e se os resultados reais do investimento raramente coincidem com as previsões originais, a missão é ainda mais inviável ao acionista. Ainda no capítulo 12, Keynes passa a tratar do investimento em bolsa de valores e diferencia dois tipos de atividades: o empreendimento, que consiste em prever o rendimento esperado dos ativos ao longo de toda a sua duração; e a especulação, atividade de prever a psicologia do mercado. Ele afirma que, com a organização dos mercados de investimento, a previsão do rendimento esperado fica em segundo plano, já que a especulação tende a predominar, e o mesmo ocorreria no mercado de bens (Keynes, 1936: 158-159).

¹Para Keynes (1936), as expectativas têm papel importante porque afetam as decisões de investimento e de produção e, assim, a atividade econômica. Sua preocupação é com a possibilidade de que, diante da incerteza, essas expectativas resultem em um equilíbrio sem pleno emprego.

Dequech (2011: 6), com base no capítulo 17 da *Teoria Geral*, afirma que a diferença entre empreendimento e especulação (*lato sensu*) pode ser entendida nos termos da seguinte distinção entre tipos de retorno que uma unidade adicional de qualquer ativo, em princípio, pode oferecer:

“expected (explicit) yields, carrying costs, liquidity premia, and appreciation. The explicit yields are quasi-rents (profits) in the case of capital goods, dividends in the case of equity securities, interest payments in the case of bonds, etc. Appreciation (positive or negative) is the difference between the asset price at the end and at the beginning of the period under consideration. In nominal sums (cash flows), the returns on an additional unit of an asset over a given period correspond to the following expression: $Q - C + L + A$, where Q , C , L and A represent explicit yields (quasi-rents, etc), carrying costs, liquidity premium and appreciation in nominal values, respectively.

Enterprise in the stock exchange focuses on the explicit yields, Q (in this case, dividends); speculation focuses on the expected price variation, A . Enterprise often involves a longer time horizon than speculation, as dividends are usually small relative to the stock price, resulting in a fairly lengthy payback period.

While enterprise implies estimating the present value of the future stream of dividends, in Keynes’s theory this present value must not be confused with an objective, fundamental value, determined by objective, knowable fundamentals, as in standard economic theory. Expectations about future dividends are formed under conditions of what one may call Keynesian uncertainty and thus are not objective, even if they are not purely subjective. As dividends are profits to be distributed, their estimation involves the same uncertainty underlying expectations about profits (...), plus a possible additional uncertainty about how profits will be distributed or retained”.

Como se comportariam, então, os atores diante de tal situação de incerteza? Keynes responde, em artigo no *Quarterly Journal of Economics* (1937), que a necessidade de ação e decisão nos compele a dar o nosso máximo para superar esse fato embaraçoso e nos comportarmos exatamente como se pudéssemos fazer projeções e atribuir a elas probabilidades, chegando a um resultado calculado. Para isso, segundo Keynes, desenvolvemos uma variedade de técnicas, que vamos detalhar no próximo tópico.

1.1 A convenção projetiva e o julgamento convencional

Diante da incerteza, combinada com a necessidade de agir, Keynes aponta, no artigo do *Quarterly Journal of Economics*, as três mais importantes técnicas de comportamento às quais recorreremos. As duas primeiras fazem referência ao que Dequech (2011) chama de “convenção projetiva”, ou seja, projeção do passado recente sobre o futuro:

(1) *We assume that the present is a much more serviceable guide to the future than a candid examination of past experience would show it to have been hitherto. In other words we largely ignore the prospect of future changes about the actual character of which we know nothing.*

(2) *We assume that the existing state of opinion as expressed in prices and the character of existing output is based on a correct summing up of future prospects, so that we can accept it as such unless and until something new and relevant comes into the picture* (Keynes, 1937: 214).

A primeira referência explícita de Keynes ao uso de convenções é anterior, no capítulo 12 da *Teoria Geral*, em resposta à questão que compartilhamos aqui, de como se formam as expectativas sobre o mercado: “In practice we have tacitly agreed, as a rule, to fall back on what is, in truth, a *convention*”. Keynes prossegue tratando do comportamento de basear-se no presente para prever o futuro: “The essence of this convention – though it does not, of course, work out quite so simply – lies in assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far we have specific reasons to expect a change” (1936: 152).

Para Bibow, Lewis e Runde (2005: 510), o segundo ponto do artigo do *QJE* localiza o primeiro comportamento (de assumir que o presente é um bom guia para o futuro) no contexto específico do mercado acionário. Segundo os autores, Keynes refere-se ao fato de os investidores aceitarem avaliações correntes como um reflexo correto dos resultados futuros do mercado. Assim, eles não se preocupariam em rever essas avaliações, apenas em observar possíveis mudanças nas notícias.

Ficam dúvidas, entretanto, de como exatamente aplicar a convenção projetiva ao mercado de ações. Dequech (2011: 4) questiona o que exatamente se assume que permaneça igual: o preço corrente das ações ou a direção de mudança dos preços? Ou seja: o investidor espera que o preço de hoje seja o mesmo de amanhã ou que, se hoje os preços estão em alta ou em baixa, amanhã essa tendência vá permanecer? Bibow, Lewis e Runde (2003: 193) também levantam dúvidas sobre o que exatamente os participantes são unânimes em supor constantes: preços atuais, futuros ou a direção dos movimentos futuros?

Para Dequech (2011: 5), Keynes parece tratar do nível de preços e não do sinal da mudança. Segundo o autor, a convenção projetiva de Keynes é um padrão expectacional: um modo de formar expectativas específicas e precisas sobre o valor futuro de uma variável. Nesse caso, a convenção pode permanecer enquanto os valores mudam. O grupo de pessoas que adere à projeção também pode mudar com o tempo.

Dequech (2011: 8) adiciona que a convenção projetiva de Keynes não é adotada de forma unânime. “Otherwise transactions would not occur, since they require a difference of opinion between buyer and seller. There is a deviation around the average expressed in current prices”. De acordo com o autor, além dos seguidores da convenção projetiva, existem agentes desejosos de comprar e outros que pretendem vender ações, os chamados respectivamente de *bulls* e *bears* por Keynes no *Treatise on Money*.

Ao se considerar apenas a *Teoria Geral*, a projeção do passado e do presente muitas vezes parece ser a única técnica para lidar com a incerteza, mas ela torna-se claramente apenas um exemplo de convenção, o principal, na *Galton Lecture* de 1937, como destacado por Dequech (2011: 4). Nela, Keynes afirma que nós tendemos a substituir pelo conhecimento não alcançável certas convenções, sendo que a mais importante delas seria assumir, contrariamente a toda probabilidade, que o futuro vai imitar o passado.

Também no artigo do *Quarterly Journal of Economics*, Keynes trata a convenção projetiva como uma das técnicas possíveis para lidar com a incerteza e destaca uma terceira:

(3) Knowing that our own individual judgment is worthless, we endeavor to fall back on the judgment of the rest of the world which is perhaps better informed. That is, we endeavor to conform with the behavior of the majority on the average. The psychology of a society of individuals each of whom is endeavoring to copy the others leads to what we may strictly term a conventional judgment (Keynes, 1937: 214).

O princípio do julgamento convencional é que cada um procura conformar-se com o comportamento da maioria, por meio da imitação. Em uma situação de crise, por exemplo, quando a incerteza é agravada, os agentes buscariam no comportamento do outro a melhor forma de agir. Isso tornaria mais compreensível, no exemplo inicial desse trabalho, a venda em massa de ações da Petrobras, depois do estouro da crise. Os acionistas estariam mais atentos ao comportamento dos outros do que ao valor objetivo do fluxo de rendimentos futuros da empresa em questão.

Para Bibow, Lewis e Runde (2005), Keynes introduz nesse trecho o comportamento mimético, em que os participantes do mercado tentam lidar com o fato de que não têm uma ideia clara do que o futuro reserva buscando conformar-se ao comportamento da maioria, em média. Fica a questão de como se forma essa base convencional de avaliação. Para explicar o surgimento

dessa avaliação de mercado, algo que transpõe a soma de opiniões individuais, Keynes também apresenta, no capítulo 12, a metáfora de um concurso de beleza:

“...professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole; so that each competitor has to pick, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view. It is not a case of choosing those which, to the best of one's judgement, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practise the fourth, fifth and higher degrees (Keynes, 1936: 156).”

Olhar para as fotos do jornal em busca da face mais bela seria, para cada investidor, o equivalente a calcular o fluxo de rendimentos futuros da ação. Sem se preocupar com o comportamento do restante do mercado, cada um se concentraria na opinião própria. Os participantes do concurso de beleza, entretanto, buscam a média das preferências dos competidores, o que seria o equivalente a encontrar a avaliação de mercado para o preço das ações. Poderíamos dizer que os investidores vão tomar como base o preço que a opinião geral espera que seja a opinião geral.

No capítulo 12 da Teoria Geral, Keynes ilustra, de forma didática, o argumento de que a racionalidade dos investidores não está em seguir o que acreditam ser o valor real da ação: “For it is not sensible to pay 25 for an investment of which you believe the prospective yield to justify a value of 30, if you also believe that the market will value it at 20 three months hence” (1936: 155). Presos à análise do cálculo do valor presente dos dividendos esperados, 30 nesse caso, poucos pesquisadores têm dado atenção aos valores mais importantes, aqueles que efetivamente influenciam a decisão de compra ou venda: as estimativas reais e os preços de mercado: o 20 e o 25 do exemplo keynesiano.

Por que os investidores apegam-se ao valor da ação daqui a três meses, em vez de se preocuparem com o valor presente dos dividendos esperados? Por causa da liquidez que surge com os mercados financeiros, que Keynes trata como a capacidade de reavaliar diariamente os investimentos e rever as aplicações. É isso que leva os indivíduos a nem sempre desejarem comprar uma ação barata, que custa 25 quando vale 30 segundo as expectativas de dividendos. O

segredo está no fato de eles acreditarem que podem deixar para comprá-la quando for ainda mais barata e custar 20.

Com base nos trabalhos keynesianos, Bibow, Lewis e Runde (2005) afirmam que a liquidez oferecida pelo mercado de ações permite que os participantes do mercado se preocupem não com a tentativa de julgar o rendimento de longo prazo de um investimento, mas de lucrar a partir de previsões de mudanças nas bases convencionais de avaliação um pouco antes do público em geral.

É importante destacar ainda que Keynes trata de uma convenção com caráter dual. Ela confere estabilidade ao sistema, permitindo que o investidor não perca seu sono por não ter noção alguma de quanto vai valer seu investimento daqui a dez anos. Ao mesmo tempo, Keynes ressalta que a convenção é precária exatamente por ser arbitrária, não baseada em fatores objetivos. Uma flutuação repentina de opiniões levaria facilmente a modificações violentas. Ele destaca que o mercado estará sujeito a ondas otimistas e pessimistas particularmente em tempos anormais, quando a hipótese de continuidade é menos plausível (1936: 153-154). Parece haver, assim, períodos de calma, em que a convenção projetiva é válida, interrompidos por fases conturbadas, em que ela é abandonada.

Ainda no capítulo 12, Keynes ressalta, entretanto, que não devemos concluir que tudo depende de ondas de psicologia irracional. As decisões humanas que envolvem o futuro não podem depender de expectativas estritamente matemáticas, já que não há bases para fazer tais cálculos, mas a estabilidade das expectativas é o estado predominante (1936: 162-163). Terzi (1999: 118) destaca que, com o concurso de beleza, Keynes não quer denotar que qualquer coisa pode acontecer, mas que os investidores tendem a caminhar coletivamente para algum modelo de interpretação da informação aceito de forma generalizada.

É importante fazer esse tipo de ressalva porque alguns autores consideram que abordagens desse tipo podem levar à impossibilidade de construir qualquer teoria. Recorrer a uma convenção, entretanto, é visto por autores heterodoxos como uma estratégia racional, capaz de levar ordem a um ambiente de incerteza (Dequech, 2003). É nesse contexto que o pesquisador de sociologia econômica Jens Beckert (1996: 819) trata de racionalidade intencional, que sobrepõe a dicotomia entre comportamento racional e irracional. Os agentes são intencionalmente racionais quando querem alcançar uma meta que maximize suas utilidades, ainda que não saibam os melhores

meios a aplicar. O autor argumenta que, nesses casos, eles confiam em dispositivos sociais, entre os quais está a convenção.

Também O'Donnell (1989: 245) considera incorreta a associação entre incerteza e ignorância completa e ressalta que, na filosofia keynesiana, incerteza é consistente com e não oposta à ideia de uma ordem causal na realidade. Para o autor, o comportamento racional dos agentes, ou pelo menos racional nessas circunstâncias, é uma premissa da Teoria Geral. Keynes não exclui o comportamento irracional, mas afirma que os papéis econômicos impõem a necessidade de busca por padrões de comportamento, sem perder, entretanto, a racionalidade.

Na interpretação de O'Donnell, as flutuações nas expectativas de longo prazo pela falta de fundamentos não implicam mudança incessante ou forças psicológicas irracionais permanentes. Keynes teria desenhado uma história composta por períodos de expectativas razoavelmente estáveis interrompidos por colapsos e instabilidade, até que o sistema repousasse em uma nova base convencional de avaliação.

Um dos argumentos para a racionalidade de seguir uma convenção baseia-se em trecho do capítulo 12 da Teoria Geral: “Wordly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally”(Keynes, 1936: 158). Dequech (2003: 151) elenca esse entre outros motivos que tornam o seguimento da convenção razoável, já que ela permite ao investidor evitar a desaprovação dos outros caso escolha agir de forma diferente. Para o autor, Keynes sugeriu que agentes no mercado de ações poderiam estar preocupados não só com rendimentos, mas com suas reputações (2011: 22). Daí o peso da opção por seguir o grupo, ou seja, por agir convencionalmente.

O funcionamento das bolsas de valores foi estudado mais a fundo, com várias referências a Keynes, por outros autores. Nas seções seguintes vamos destacar duas abordagens alternativas: a das finanças comportamentais, com base no trabalho de Shiller, e a dos convencionalistas franceses, a partir dos estudos de Orléan. Os dois têm ponto de partida semelhante, a crítica ao valor fundamental, e trazem contribuições importantes para um estudo alternativo do mercado de capitais, principalmente, no nosso ponto de vista, a abordagem convencionalista. Vamos começar destacando alguns pontos da análise de Shiller.

2. O enfoque comportamental

Em 1999, o mundo estava inebriado com os avanços da chamada Nova Economia, segundo a qual as tecnologias de informação e de comunicação determinariam o futuro das economias capitalistas. O otimismo dos investidores levou às alturas as ações das empresas ligadas a esses ramos. Foi nesse contexto que o economista Robert Shiller escreveu uma de suas obras mais conhecidas, o livro *Irrational Exuberance* (2000). Os argumentos dele, menos estruturados teoricamente e mais baseados em pesquisas de campo do que os de Orléan, foram muito difundidos, por meio da linha teórica que ficou conhecida como finanças comportamentais. Shiller questiona o que teria feito o mercado de ações dos Estados Unidos atingir níveis tão altos na virada do milênio. Ele põe em xeque a teoria tradicional ao duvidar da existência de fundamentos poderosos a ponto de manter os preços das ações em nível tão elevado². Seria aquele contexto o reflexo de uma exuberância irracional?

Shiller conceitua a expressão que dá nome ao livro: “wishful thinking on the part of investors that blinds us to the truth of our situation” (2000: xii). Para o autor, o conceito trata de uma espécie de fé naquilo que se deseja que seja verdade, o que prejudica a visão da realidade. O termo exuberância irracional surgiu em um discurso do presidente do *Federal Reserve Board* em Washington, Alan Greenspan, no dia 5 de dezembro de 1996. O uso da expressão para descrever o comportamento dos investidores no mercado de ações teve um resultado drástico: uma queda íngreme nas bolsas de valores de todo o mundo.

Muitos teóricos tradicionais interpretaram a resposta do mercado como uma reação à mudança de fundamentos. Haveria ali uma nova informação, uma evidência de que o Banco Central americano apertaria a política monetária, retirando a liquidez que permitia tal exuberância. Shiller, entretanto, compreende o comportamento dos acionistas de forma diferente, como uma preocupação do público em geral de que os preços tivessem subido a níveis excepcionalmente altos e insustentáveis sob influência da psicologia de mercado (2000: 4). Os

² O *Dow Jones Industrial Average* mais que triplicou entre 1994 e 1999, o que significa um aumento total nos preços de mais de 200%. Mas, durante o mesmo período, indicadores econômicos básicos não estiveram perto de triplicar. A renda pessoa e o PIB nos EUA cresceram menos que 30%, quase a metade devido à inflação, e os lucros das corporações aumentaram menos que 60% (Shiller, 2000: 4).

acionistas não teriam feito seus cálculos de maneira racional, mas sim questionado a crença inicial.

Para Shiller, é complicado associar esse *boom* ao valor fundamental das ações, já que as companhias de internet não tinham lucros expressivos naquela época. Além disso, estudos de campo levam-no a concluir que a decisão real do investidor típico sobre quanto alocar para o mercado de ações, para títulos ou mercado imobiliário tende a não ser baseada em cálculos cuidadosos. Os investidores ordinários não teriam um modelo, ou, na melhor das hipóteses, teriam um modelo muito incompleto do comportamento dos preços, dividendos ou ganhos especulativos. Shiller chega a afirmar que eles enfrentam a incerteza de Knight, em que a situação com a qual se lida é em alto grau única. Esses investidores não teriam forma objetiva de saber a consequência de dado acontecimento: “Does the election of a conservative U.S. president imply that earnings of General Motors will go up or down?” (1984: 464).

Shiller enfatiza ainda que a maioria dos investidores sequer entende certos tipos de análise de dados e formas de correção de risco e, além disso, em geral não têm interesse nas análises mais complexas (1984: 465). O autor põe em xeque o próprio fato de eles dedicarem tempo à busca pelo valor fundamental. Assim, a importância dele ficaria reduzida: “What matters for a stock market boom is not, however, the reality of the Internet revolution, which is hard to discern, but rather the public impressions that the revolution creates” (2000: 21). Ele aproxima-se de Keynes ao tratar da necessidade de tomar decisões baseadas em tão poucas informações sólidas (2000: 56).

Partindo do princípio de que os investidores não têm noções claras das evidências objetivas sobre preços dos ativos, Shiller afirma que o processo pelo qual derivam sua opinião pode ser social (1984: 465). Ele defende que investir em ativos especulativos é uma atividade social e que, assim como ocorre com alimentos, vestuário e política, está sujeita a flutuações de atitude sem qualquer lógica aparente (1984: 457). Por meio de um processo lento de troca de informações entre grupos, reforçado pelos meios de comunicação de massa, surgiria uma resposta uniforme a um novo estímulo, o que Shiller chama de aprendizado social, citando Katona (1984: 467).

Assim, pessoas que interagem entre si tendem a manter memórias coletivas e a ter comportamentos e pensamentos similares. Isso seria reforçado pela própria tendência, reconhecida por antropólogos, de respeitar um senso comum em conversações, utilizando tópicos

sancionados como apropriados e abordando menos aqueles para os quais não há consenso (1995). Segundo Shiller, o cérebro humano evoluiu para direcionar a atenção e, essa seletividade é formada socialmente. Por isso, nós prestamos mais atenção ao que aqueles que estão por perto prestam. Isso criaria uma visão de mundo comum e permitiria que a comunidade agisse em sincronia. É claro que o grupo pode errar junto, desde que ignore conjuntamente detalhes importantes (2000).

O comportamento em relação a investimentos muda, inclusive, de um país para outro. Shiller exemplifica com a acentuada aversão ao risco na Alemanha Ocidental e questiona: “Isn’t it plausible that attitudes that change across countries should also change within a country through time?” (1984: 461). Ele aponta evidências de que a psicologia de massa, movimentos sociais e modismos tendem a ser causas importantes ou até dominantes de movimentos especulativos (1984: 459). Se os chamados fundamentos, como o crescimento econômico, não justificam tal aumento no valor das ações desde 1982, Shiller procura entender o que mudou no contexto social.

O autor elenca motivos que, segundo ele, teriam constituído a “pele” da bolha especulativa³, que teriam afetado o mercado de maneira não explicada pelos chamados fundamentos. Entre eles estariam a percepção de uma revolução nas tecnologias de informação, com a disseminação da internet; o sentimento patriota e a confiança no sistema capitalista, resultantes do fim da guerra fria; a ilusão causada pelo declínio da inflação; o crescimento do prazer em tomar risco e de uma cultura materialista, que enfatizava o sucesso empresarial; o direcionamento político em favor dos negócios; a crescente cobertura midiática do mundo empresarial, mudanças nos planos de pensão e o crescimento dos fundos mútuos (2000: 19).

Entram em jogo, portanto, fatores históricos, políticos, psicológicos, culturais e até demográficos, como a percepção sobre a faixa de idade predominante da população, entre 35 e 55 anos, resultante do *baby boom* do pós-guerra⁴. Shiller omite, de forma propositada, variações nos

³O conceito de bolha especulativa usualmente se refere a um desvio do preço de um ativo em relação a seu valor fundamental. Veremos adiante que é possível questionar essa ideia e dar novo significado ao termo.

⁴A faixa etária da população supostamente estimulava o mercado e, assim, elevava o preço das ações, por meio de três percepções: de que essas pessoas competiriam entre si por formas de poupança para a aposentadoria, de que comprariam bens e serviços com efeito positivo generalizado sobre a economia e, por fim, de que seriam menos avessas ao risco já que não teriam memória da depressão de 1930 ou da Segunda Guerra Mundial (Shiller, 2000: 26-27).

fatores fundamentais, segundo ele, pequenas. De acordo com o autor, tais fatores teriam importância relativamente maior em tempos normais.

Para explicar como as opiniões dos indivíduos são influenciadas pelas dos outros, ou seja, como essas modas e esses movimentos sociais surgem e crescem, Shiller não encontra respostas na Economia, mas em áreas como a Psicologia, a Sociologia e a Antropologia. O autor pega emprestados conceitos, experimentos e teorias desses campos, que, somados às pesquisas empíricas das próprias finanças, sugerem que os princípios do comportamento perfeitamente racional, contidos na teoria prevalecente, não são inteiramente corretos (1998: 2).

Em artigo de 1998, Shiller buscou reunir as teorias mais importantes para os mercados financeiros. Segundo o autor, cada anomalia tem mais do que uma explicação possível em termos dessas teorias e muitos desses fenômenos do comportamento podem desaparecer com o aprendizado. Uma delas, a *Prospect Theory*, de maior projeção, foi defendida por Kahneman, ganhador do prêmio Nobel de economia, e Tversky. Entre as ideias dessa teoria está a de que as pessoas se comportam como se considerassem impossíveis eventos extremamente improváveis, enquanto eventos extremamente prováveis são tidos como certos. É como se elas exagerassem probabilidades altas e subestimassem as baixas (1998: 4).

Outra teoria trata do excesso de confiança sobre os julgamentos, que leva o investidor a superestimar a probabilidade de estar certo. Shiller cita Ross (1987), segundo quem isso está ligado a uma dificuldade em fazer permissão suficiente para existência de incerteza na nossa visão da situação. Durante a semana do *crash* do mercado de ações de 1987, nos EUA, Shiller enviou mil questionários para investidores institucionais e dois mil para individuais, pedindo que reportassem suas experiências. Ele recebeu 889 respostas. Uma das perguntas era se, em algum momento do dia 19 de outubro, eles tinham noção de quando a reação ocorreria. 29% dos investidores individuais e 28% dos institucionais disseram que sim. Uma proporção muito alta, acredita Shiller, diante de uma situação tão pouco usual. Quando questionados sobre o motivo para tal ideia vários responderam com palavras como intuição. Os modelos, quando citados, eram muito simples, e a referência a teorias mais estabelecidas era rara (1990: 57).

Outra teoria que ajuda a entender o comportamento dos investidores é a *regret theory*. Ela refere-se a uma tendência humana a sofrer com arrependimento, que poderia explicar, por exemplo, o fato de os investidores não venderem ações que perderam muito valor. Assim eles evitariam finalizar o erro. A teoria também pode explicar a tendência a vender ações logo que

começam a subir, com o temor de que uma queda traga o arrependimento. Essa teoria está muito ligada a outra, a da dissonância cognitiva, que trata do conflito mental experimentado por pessoas quando são apresentadas a evidências de que suas crenças ou pressupostos estão errados. Segundo essa linha de pesquisa, elas até evitam novas informações ou desenvolvem argumentos distorcidos, de forma aparentemente irracional, para manter suas crenças (1998: 7-8).

Na mesma linha estão as anomalias de atenção e a heurística da disponibilidade. Segundo essas teorias, a mente humana tem um interesse seletivo. Shiller afirma que os *crashes* nos mercados financeiros muitas vezes parecem fenômenos de atenção, em que, de repente, grande quantidade de pessoas passa a focar os mercados. Haveria também modas em relação às formas de investimentos, entre ações e títulos, entre países promissores. Para o autor, esse fenômeno afeta até a produção de teoria econômica:

In economics, certain terms were apparently virtually absent from popular discourse fifty or more years ago: gross national product, the money supply, the consumer price index. Now, many economists are wont to model individual attention to these concepts as if they were part of the external reality that is manifest to all normal minds” (1998: 24).

Podemos pensar nesse tipo de comportamento, somado ao desejo de não contrariar o grupo, que veremos mais à frente, afetando, inclusive, o estudo dos mercados financeiros. Em artigo para o *The New York Times*, em novembro de 2008, Shiller afirma que, em conversas casuais, muitos de seus amigos economistas do *mainstream* concordam que bolhas especulativas são causadas por um excitação contagioso sobre perspectivas de investimento. Shiller afirma que, apesar dessa convicção, pouquíssimos deles fariam sobre isso profissionalmente.⁵

Shiller aplica à economia o conceito de cultura, muito relacionado a essa atenção seletiva da mente humana. Cada grupo social tem a sua cognição, reforçada por conversas, rituais e símbolos. Segundo o autor, as pessoas têm o comportamento muito influenciado por essa cognição social e tendem a não se lembrar bem de fatos ou ideias que não fazem parte dela. Ele cita O’Barr e Conley (1992), que fizeram entrevistas com gerentes de fundos de pensão. A

⁵ Um conceito de *mainstream economics* útil nesta passagem e empregado ao longo deste trabalho é o seguinte: “mainstream economics is that which is taught in the most prestigious universities and colleges, gets published in the most prestigious journals, receives funds from the most important research foundations, and wins the most prestigious awards” (Dequech, 2007-2008: 281).

conclusão é que cada fundo tem sua própria cultura, muitas vezes associada a uma história fantasiosa das origens da organização, como faziam povos primitivos.

Esses laços sociais afetariam amplamente a forma de agir dentro do grupo, questão estudada por uma área da psicologia chamada de cognição social. Shiller cita o psicólogo Irving Janis, que documenta como padrões sociais de grupos de decisão, os chamados *groupthink*, podem fazer com que pessoas inteligentes tomem decisões desastrosamente erradas. “Cultural factors were found to have great influence because of a widespread desire to displace responsibility for decisions onto the organization, and because of a desire to maintain personal relationships within the organization” (Shiller, 1998: 25). Esse trecho faz lembrar o argumento keynesiano de que é melhor fracassar com as convenções do que triunfar contra elas.

Shiller chega a propor, sem detalhar muito, um modelo alternativo para explicar o mercado acionário, que guarda várias semelhanças com os estudos de Keynes e Orléan, como veremos mais à frente, especialmente no que se refere à autorrealização das profecias. Apresentaremos, em seguida, algumas dessas reflexões.

2.1 O modelo de *feedback loops*

Em artigo de 1984, Shiller chega a ensaiar um modelo alternativo ao tradicional, sem muitos detalhes. Há uma semelhança com o concurso de beleza keynesiano. Nele, o autor assume a coexistência de “smart-money investors”, que respondem de forma rápida e apropriada à informação pública disponível⁶, e de “ordinary investors”, que estão mais vulneráveis às modas e não respondem de forma ótima. Na presença de informação nova, antes de agir, os mais inteligentes não avaliam apenas o que a novidade significa para os dividendos futuros, mas também como os ordinários vão reagir (1984: 478). E dessa composição, não somente de um cálculo racional do valor presente do fluxo de rendimentos, viria a mudança nos preços.

⁶Apesar de pressupor aqui a existência de investidores mais inteligentes, Shiller questiona em vários artigos que haja uma diferenciação. Ele critica quem pensa que investidores profissionais trabalham para compensar a exuberância irracional dos outros investidores e afirma ser um mito que os institucionais têm modelos sofisticados para compreender os preços: “Little do they know that most institutional investors are, by and large, equally clueless about the level of the market” (2000: xv).

Como em Keynes, existe nas conclusões de Shiller uma interdependência entre as decisões dos investidores. A aproximação torna-se ainda mais clara quando, no prefácio ao livro de 2000, o autor cita uma sabedoria convencional. Ela seria ratificada pela mídia e asseguraria que o mercado de ações nos EUA é sempre o melhor investimento e vai continuar sendo: “A conventional wisdom of sorts, stressing the seemingly eternal durability of stocks, has emerged from these media accounts. The public has learned to accept this conventional – but in my view shallow – wisdom” (2000: 15).

Também no artigo de 1990, Shiller explica o *crash* como o resultado de pessoas reagindo umas às outras, com forte emoção, tentando sondar a ação dos outros investidores e apelando para modelos intuitivos (1990: 58). Uma estrutura um pouco mais detalhada é exposta no terceiro capítulo do *Irrational Exuberance*. Shiller explica como os fatores contextuais descritos como causas para o *boom* foram amplificados a ponto de formarem a bolha. Segundo ele, isso ocorre por meio de *feedback loops*, espécies de ciclos de realimentação. E explica:

Investors, their confidence and expectations buoyed by past price increases, bid up stock prices further, thereby enticing more investors to do the same, so that the cycle repeats again and again, resulting in an amplified response to the original precipitating factors (Shiller, 2000: 44).

Segundo essa teoria, portanto, alguns fatores levam a aumentos iniciais nos preços. Em seguida, a própria valorização das ações faz crescer a demanda por elas, o que faz aumentar ainda mais os preços. A nova valorização estimula mais compradores e assim por diante. Os fatores iniciais, portanto, provocam muito mais efeitos do que poderia ser esperado. A percepção do autor é de que essa teoria já é popularmente conhecida, mas por outros nomes: “a vicious circle, a self-fulfilling prophecy, a bandwagon effect” (2000: 60). A própria expressão bolha especulativa, apesar de ser utilizada com mais de um sentido no discurso comum, parece se referir, segundo ele, a esse *feedback loop*.

De acordo com Shiller, os *feedback loops* podem ocorrer por vários motivos, como pelo fato de o aumento passado causar a expectativa de uma nova valorização, pelo aumento da confiança do investidor ou até por fatores emocionais, desconectados de expectativas ou confiança. Para melhor explicá-los, o autor trata o mecanismo como um tipo de processo Ponzi que ocorre naturalmente. Esse esquema de pirâmide ficou famoso depois de 1920, quando Charles Ponzi levou adiante um golpe desse tipo. Nele, o administrador do esquema promete

investimento com retornos significativos ao cliente. Nenhum ou pouco investimento é realmente feito. O gerente paga os investidores iniciais com o resultado das vendas para um segundo grupo de investidores e o segundo com o dinheiro entregue por um terceiro grupo.

Os esquemas Ponzi são, para Shiller, como experimentos controlados, que mostram características do *feedback loops* que não podem ser percebidas tão bem nos mercados (2000: 64). Nas fraudes, os investidores inicialmente são céticos sobre a possibilidade de retornos, mas passam a confiar mais e aplicar mais recursos ao ver outros atingindo grandes ganhos e ao ouvir histórias fictícias sobre como grandes lucros podem ser feitos. Assim, o sucesso dos investidores iniciais, ainda que fictício ou não baseado em fundamentos, alimenta o processo. Para o autor, isso mostra o efeito poderoso sobre o pensamento das pessoas de ver outras fazerem somas substanciais de dinheiro. Segundo ele, o padrão de um esquema Ponzi natural, se assim podem ser chamadas as bolhas, seria mais irregular e menos dramático, já que não há manipulação direta, mas pode ser semelhante, apoiado em histórias que surgem naturalmente e na maior ênfase em notícias positivas do que negativas (2000: 67).

Mas, assim como o número de investidores não é infinito e o esquema Ponzi não vai durar para sempre, a bolha especulativa tem um fim. Quando a demanda de investidores para de crescer, o *feedback* positivo é interrompido e pode dar início a um movimento contrário, uma espécie de bolha negativa, em que a fuga dos primeiros investidores do mercado leva a uma queda nos preços, que estimula outros a venderem e assim por diante. Os preços declinam até que novas quedas pareçam improváveis (2000: 62).

Na maior parte de seus textos, Shiller detalha comportamentos humanos muito afetados por fatores psicológicos. Isso leva alguns pesquisadores, como Orléan, a considerarem que o autor conclui que a irracionalidade dos investidores leva à formação da bolha. Em alguns trechos, entretanto, como veremos em seguida, Shiller dá indícios de que se pode encontrar racionalidade, ou pelo menos razoabilidade, em vários aspectos do comportamento em bolsa de valores.

2.2 A face razoável da bolha

Shiller trata muito da emoção como fator determinante nas decisões de investir: “The emotional state of investors when they decide on their investment is no doubt one of the most important factors causing the bull market” (2000: 57). Em outro trecho do mesmo livro, o autor

afirma que decisões do mundo real não são como um jogo de xadrez, em que se pensa em todas as consequências para cada ato, mas estão cobertas pela emoção e falta de objetivos claramente definidos. Esse tipo de argumento poderia levar a concluir que não há qualquer racionalidade nas atitudes dos investidores. Mas o próprio Shiller critica lições da psicologia em que os investidores em períodos de *boom* ou *crash* são descritos como ovelhas sem qualquer consciência, seguindo cegamente um rebanho. Quando essa é a única alternativa teórica, o autor considera que a crença na total racionalidade dos mercados torna-se mais viável (2000: 135-136).

Shiller apoia-se em pesquisas psicológicas que mostram padrões de comportamento que, segundo ele, não resultam da extrema ignorância humana. Pelo contrário, surgem do caráter da inteligência humana, refletindo limitações e forças. As pessoas buscam fazer a coisa certa, mas têm habilidades limitadas e modos naturais de comportamento que definem ações quando não há uma resposta pronta sem ambiguidade. Na falta de informações disponíveis e diante da necessidade de agir, elas apelariam, por exemplo, para âncoras. Entre essas, Shiller sugere a tendência dos investidores de julgar os preços de hoje em relação aos lembrados mais recentemente, o que reforça a similaridade dos preços de um dia para o outro (2000: 137). É, mais uma vez, o fenômeno presente em Keynes, chamado por Dequech (2011) de convenção projetiva.

Também é preciso considerar, segundo o autor, âncoras não quantitativas, não descritas pela teoria tradicional. Para tomar uma decisão, muitos se apóiam na necessidade de justificar seus atos, contar uma história sobre suas decisões. Shiller afirma que há grande quantidade de evidências de que os investidores consideram essa necessidade para serem razoáveis. Outra questão é o próprio risco de retaliações por não seguir o grupo. A respeito da bolha das tecnologias de informação, o autor escreve que analistas eram relutantes em recomendar que ações fossem vendidas porque poderiam ser retaliados pelas companhias, por meio da exclusão das redes de informações. Além disso, o próprio otimismo generalizado fazia bem para o mercado naquele momento, o que era um incentivo para alimentá-lo.

Para justificar o comportamento de imitação, comum entre investidores, Shiller cita um experimento conduzido por Solomon Asch (1952). Nele, um indivíduo, inserido em um grupo, deve responder a doze perguntas sobre comprimentos de segmentos de reta. As respostas eram óbvias e facilmente respondidas quando perguntadas a uma pessoa sozinha, mas no experimento todos os outros integrantes do grupo eram contratados para darem respostas erradas a sete das

doze perguntas. Resultado: o indivíduo que não sabia da combinação repetia o erro da maioria em um terço de suas respostas.

O experimento de Asch foi bastante interpretado como demonstrativo da alienação causada pela pressão social, mas Shiller prefere interpretá-lo de outra forma. Ele aposta na racionalidade do indivíduo, que, sabendo que a resposta era óbvia, não acreditaria na probabilidade de que todos os outros integrantes do grupo estivessem errados. Para o autor, esse é um cálculo racional: no dia a dia, aprendemos que quando um grande número de pessoas é unânime em seu julgamento sobre uma questão simples, elas estão quase certamente corretas. Inclusive, um sujeito submetido ao experimento chegou a relatar, ao final, que pensou que estava correto, mas duvidou que tantas pessoas poderiam estar erradas e apenas ele correto (1995 e 2000: 150). De qualquer forma, é importante notar como esse tipo de comportamento favorece a estabilidade da opinião majoritária:

The Asch experiment suggests that group pressures do serve at the very least to cause individuals to remain silent when their own views appear to deviate from the group's, and their silence will prevent the dissemination of relevant information that might establish the dissenters' views more firmly" (Shiller, 1984: 466).

Outro conjunto de experimentos utilizados para explicar o comportamento de manada é o de Stanley Milgram. Neles, um indivíduo é levado a administrar choques elétricos em outra pessoa, que simulava aflição e implorava para que fossem interrompidos. O experimentador mandava continuar, argumentando que os choques não causariam danos permanentes, e muitos continuavam. Os resultados foram interpretados como poder enorme da autoridade sobre a mente humana, mas Shiller tem uma conclusão diferente, de que as pessoas tendem a acreditar na visão majoritária ou de autoridades mesmo quando elas contradizem claramente os fatos. Por esse ponto de vista, esse comportamento poderia ser tido como largamente racional e inteligente (2000: 151).

Os indivíduos têm, portanto, consciência de suas limitações de tempo e inteligência para descobrir todos os dados relevantes e, por isso, o comportamento das outras pessoas tem para elas uma função informativa. No livro, Shiller explica o comportamento de investidores que seguem o grupo pela lógica do caroneiro: "That is, if millions of researchers and investors are studying stock prices and confirming their apparent value, why waste one's time in trying to figure out

reasonable prices?” (2000: xiv). As pessoas estariam, dessa forma, escolhendo racionalmente não perder seu tempo e esforço exercendo julgamento sobre o mercado (2000: 152).

Afirmar que há certa racionalidade no comportamento dos investidores, entretanto, não significa defender que os mercados são eficientes. Shiller chega a afirmar que, devido a uma habilidade dos mercados em responder apropriadamente a fatores racionais em tempos normais, mercados financeiros em bom funcionamento geralmente promovem, mais do que impedem, a eficiência econômica (2000: 18).

Parece que, para Shiller, a ineficiência passaria a ser patente em momentos de *boom*, o que por si só levaria à necessidade de monitorar os mercados financeiros. Tanto que ele enfatiza a necessidade de nos preocuparmos com a forma como avaliamos as ações, já que ela influencia decisões políticas, econômicas e sociais. “If we exaggerate the present and future value of the stock market, then as a society we may invest too much in business start-ups and expansions, and too little in infrastructure, education, and other forms of human capital” (Shiller, 2000: xii).

De qualquer forma, Shiller contesta a ideia de que o mercado é altamente profissionalizado, a ponto de impedir atos aparentemente irracionais de se propagarem (1984). Além disso, faz críticas explícitas à teoria de que os mercados financeiros são totalmente eficientes e que, por isso, não são vulneráveis a exuberância excessiva ou bolhas. Apesar de Orléan criticar a abordagem de Shiller por uma suposta necessidade de existência de investidores ignorantes para que se produzam bolhas ou ineficiências, veremos que os dois mantêm alguns argumentos semelhantes. Orléan certamente é mais enfático sobre a racionalidade dos investidores e preocupa-se mais com a elaboração de um modelo teórico, com foco nas convenções. É o que veremos em seguida.

3. A abordagem convencionalista

É também o *boom* das tecnologias de informação o tema utilizado pelo economista francês André Orléan para introduzir o livro *Le pouvoir de la finance*, em que defendia que a alta experimentada pelos mercados de ações ao final da década de 90 nos Estados Unidos era um fenômeno, em essência, de natureza especulativa e mimética, de sorte que não cabia esperar nada

diferente de uma parada brutal, seguida de importante baixa de preços (1999: 11). E foi o que aconteceu, no fenômeno que ficou conhecido como bolha da internet.

A percepção de Orléan vai de encontro com a teoria ainda dominante para explicação do funcionamento dos mercados financeiros, a hipótese dos mercados eficientes. Segundo essa última, o preço formado no mercado em todo momento reflete da melhor forma possível o valor fundamental, valor real e objetivo das ações. O autor considera que o modelo precisa ser revisto para lidar com eventos universalmente reconhecidos como as chamadas bolhas especulativas, volatilidade extrema, opiniões oscilantes, modas extravagantes e investidores que acreditam mais nos mercados e em seus gurus do que em fatos fundamentais. A recorrência desses tipos de fenômenos tornaria insuficiente tratá-los como anomalias, como fazem os teóricos tradicionais (2005).

Orléan questiona o próprio conceito de bolha especulativa, que, para ele, perde sentido se considerado como um *gap* persistente entre valor fundamental e preço observado do ativo (Orléan, 2006b). Isso porque ele questiona o próprio conceito de valor fundamental. Ainda assim, o autor utiliza o termo bolha em vários de seus artigos, como temos feito aqui, não no sentido tradicional (ver nota 3), mas no de evolução dos preços em determinada direção sem que haja motivos razoáveis para isso quando se considera a economia produtiva.

Orléan (1999) chama de racionalidade fundamentalista a correspondente ao enfoque ortodoxo das finanças, que tem como objetivo elucidar verdades objetivas. Segundo essa análise, os investidores olham exclusivamente para a capacidade das firmas em gerar benefícios de longo prazo, para os chamados fundamentos: organização produtiva, situação dos competidores, estado da demanda, evolução previsível das tecnologias, conjuntura, entre outros. O comportamento dos demais investidores não importa. Pode até haver temporariamente investidores irracionais ou ignorantes no mercado, mas seus efeitos são anulados ou eles são eliminados, de tal forma que o preço permanece próximo ao correto ou fundamental.

Em artigo mais recente (2006b), Orléan delimita dois argumentos principais contra a teoria financeira prevalecente. O primeiro é que a ideia de um futuro objetivamente dado é incompatível com a liberdade dos agentes. Para ele, existe uma contradição em assumir que o mercado de ações reflete uma realidade pré-existente e, ao mesmo tempo, que sua presença é capaz de melhorar e, portanto, transformar, o funcionamento da economia. Se esses mercados realmente colaboram na alocação de recursos, eles têm impacto sobre a determinação de lucros e

dividendos. Sendo assim, há uma dinâmica própria, em que os mercados não tomam a realidade como dada, mas fazem parte de sua transformação. Quando o preço de uma ação aumenta, sua aparente qualidade pode aumentar, atraindo mais investidores. Assim, a alta e a baixa podem se alimentar, sem alterações nos “fundamentos”, já que esses movimentos afetam a qualidade da ação (1999: 68-69).

O outro argumento é, segundo Orléan, de natureza knightiana ou keynesiana: o de que as estimativas sobre o futuro têm uma inescapável subjetividade, são opiniões. No artigo de 2005 (32), ele já havia dito que há tantas avaliações fundamentais quanto investidores. Em 2006, o autor complementa que dois indivíduos racionais, perfeitamente informados, podem manter estimativas divergentes a partir do momento em que se considera que algo radicalmente novo pode acontecer. Ele lembra que as próprias agências de *rating*, que avaliam as ações, fazem questão de ressaltar que suas publicações não são mais do que opiniões. No mesmo texto (2006b), Orléan conceitua opinião como uma crença racional, informada, subjetiva, e enfatiza que ela não deve ser entendida de forma pejorativa, já que resulta do aprendizado ao longo de séculos, o que lhe confere autoridade.

Assim como Keynes, Orléan considera que a abordagem fundamentalista ignora uma questão essencial: a liquidez dos títulos. Resultante da organização dos mercados financeiros, ela seria responsável pelo descolamento entre o valor esperado dos dividendos e o preço em bolsa. Isso porque a possibilidade de comprar ou vender a qualquer momento leva os investidores a considerarem não só os chamados fundamentos, mas a opinião de mercado, quer dizer, eles passam a especular. Se os títulos não tivessem liquidez, só a chamada avaliação fundamentalista seria importante, porque não faria sentido aproveitar-se das mudanças de preços (1999: 75).

O autor identifica três motivos principais que mantêm os economistas tão apegados à hipótese da objetividade (2006b). O primeiro deles é a importância fundamental atribuída à objetividade na própria concepção de uma modelagem bem feita, um contexto em que crenças subjetivas não têm lugar e a cognição individual deve ser reduzida ao cálculo racional. Em segundo lugar vem a ideia de que, se há incerteza radical sobre o futuro, o economista não tem mais algo construtivo a dizer, já que tudo é possível. Por último, Orléan afirma que muitos aderem à teoria da eficiência, mesmo que céticos sobre a existência de um valor fundamental, por considerarem que não há consequências importantes. Ele defende, entretanto, que a hipótese da

objetividade é importante porque fundamenta o passo seguinte da teoria: justificar a convergência de várias estimativas subjetivas para uma só: o valor ótimo.

Quando a especulação domina o empreendimento, o cálculo do valor esperado dos dividendos, seja ele objetivo, seja subjetivo, perde centralidade. Se, além disso, o pressuposto da objetividade é eliminado, a convergência de estimativas deve ser explicada de outra forma.

No prefácio da edição espanhola de *Le pouvoir de la finance*, Orléan afirma que o objetivo de seu trabalho é propor uma forma de análise das finanças a partir de uma sistematização das ideias insinuadas por Keynes. No capítulo 3 do mesmo livro, o autor identifica os traços dessa dinâmica que já estariam nos textos keynesianos: a liquidez dos mercados financeiros, a autorreferencialidade, a imitação, as profecias autorrealizáveis e a convenção financeira. Para Orléan, entretanto, os conceitos não foram articulados de forma dinâmica e especialmente o termo convenção teria sido usado de forma ampla e intuitiva, sem definição rigorosa (Orléan, 1999: 180).

Terzi (1999) destaca algumas características do que chama de um novo paradigma, o do mercado convencional: conformidade com uma avaliação socialmente aceita, precária pela própria natureza e sujeita a revisões repentinas e potencialmente grandes; natureza dupla dos preços de mercado, causa e reflexo do sentimento corrente; existência de âncoras para expectativas, padrões e regularidades. Segundo ele, esse ponto de vista leva a uma recomendação de política econômica diferenciada, em que seria importante direcionar o mercado.

Veremos a partir da perspectiva de Orléan como os chamados convencionalistas conceituam e interpretam os conceitos keynesianos e de que forma explicam, a partir deles, a dinâmica dos mercados financeiros. A base para essa compreensão é o conceito de racionalidade autorreferencial.

3.1 Coordenação sem fundamentos objetivos: a autorreferencialidade

Como vimos, a teoria econômica tradicional defende a existência de um valor fundamental para a ação antes mesmo que se realizem as transações de mercado. Se o futuro é um fato objetivo e os agentes processam as informações racionalmente, isso garante a coordenação, de forma que as previsões convergem para o mesmo valor: o correto. Mas o que

levaria à coordenação e, assim, à determinação de um certo preço para as ações, quando não há esse valor pré-determinado, ou seja, essa referência comum? Orléan responde que a referência surge da própria interação, quando os investidores são estrategistas racionais em busca de antecipar a avaliação do mercado e agir de acordo com a opinião majoritária.

O termo autorreferencial é usado em contraposição com uma situação heterorreferencial, em que existe uma referência exterior ao grupo (no caso, o valor fundamental), que não pode ser afetada por ele, e a partir da qual os agentes determinam suas ações. Orléan faz, inclusive, uma adaptação do concurso de beleza (no caso, não-keynesiano) para exemplificar esse tipo de contexto: seria o caso em que um grupo de jurados, desconhecido pelos leitores, já teria escolhido as fotografias mais belas. Assim, os jogadores não teriam porque pensar nas decisões dos outros (1999: 107).

Já o concurso efetivamente apresentado por Keynes no capítulo 12 da *Teoria Geral* é uma situação tipicamente autorreferencial, em que é mais racional buscar prever a opinião majoritária, já que o resultado depende da interação entre os participantes. Nesse caso, os agentes não devem recorrer à opinião própria sobre a foto mais bela, mas também não devem procurar saber qual é a verdadeira opinião pessoal dos outros participantes. Como indivíduos racionais, cientes de que todos buscam o que cada um considera como a opinião média, eles estarão à procura da opinião do grupo como entidade coletiva (1999:111).

Nesse tipo de situação, fala-se em uma estratégia especular⁷, em que se busca uma variável endógena: a opinião do mercado. É como um jogo de espelhos, em que um se coloca no lugar do outro e, supondo que os outros têm a mesma capacidade de cálculo e previsão, aumentam o que Keynes chama de grau da crença. Orléan explica:

Este principio especular del cuestionamiento cruzado domina fundamentalmente a la lógica financiera. Es una realidad del todo general: frente a una información nueva, los inversionistas se interrogan, no sobre su contenido real, en el sentido de la racionalidad fundamentalista, sino sobre la manera en que el mercado la va a interpretar. No se reacciona a la noticia, sino a lo que, se cree, pensarán de ella los otros, todos los cuales actúan de igual modo (1999: 117-118).

⁷ O termo *especular* é utilizado aqui por Orléan por ter a mesma raiz etimológica que as palavras espelho e especulação, em referência à metáfora apresentada em seguida.

Orléan apresenta um caso emblemático desse tipo de comportamento, relatado pelo jornal *The New York Times* de 12 de novembro de 1987, quando o presidente Ronald Reagan afirmou que o dólar já tinha se desvalorizado o suficiente. O resultado foi uma alta da moeda americana. Ao entrevistar os participantes do mercado, o jornalista recebeu como resposta que ninguém acreditava nos conhecimentos econômicos do presidente. Todos compraram dólares porque achavam que os outros seriam influenciados pelo discurso e não porque tenham considerado o anúncio público como um motivo para mudar a avaliação fundamental da moeda.

As expectativas não são, portanto, orientadas para a economia real, mas para as expectativas do mercado. Percebe-se por esse caso que a autorreferencialidade leva à amplificação de rumores. É o que se percebe nos mercados financeiros, em que notícias ou meros indícios levam a movimentos generalizados de compra ou venda de determinada ação (Orléan, 1999: 120): “Que sean verídicos o no tiene menos importancia en el corto plazo que su efecto real e inmediato sobre los precios”. Cientes da reação imediata dos outros investidores, cada um se comporta da mesma forma, alimentando ainda mais o processo.

Em artigo publicado em 2006(a), Orléan chama de crença social aquela que é atribuída a uma entidade abstrata, o grupo. Parece absurdo afirmar que a entidade mercado crê em algo. Mas, segundo o autor, a análise empírica revela que, em muitos contextos de coordenação, os indivíduos fazem uso desse objeto cognitivo enigmático. Diz-se, por exemplo, que o mercado acredita que uma ação está excessivamente valorizada. Fala-se em crença social quando o indivíduo acredita que quase todos os outros participantes do mercado acreditam que o mercado acredita em algo, uma estratégia tipicamente especular.

A existência dessa crença social dá origem a situações, como a do presidente Reagan, em que todos acreditam em algo (que o presidente não entendia de Economia) e, simultaneamente, todos acreditam que o grupo como entidade acredita em outra coisa (que o presidente estava bem informado quando disse que o dólar já tinha se desvalorizado o suficiente). Nesse caso, a primeira crença, a pessoal⁸, pode ter sido elaborada com base em fundamentos, como a falta de formação

⁸Em artigo de 2006(a), Orléan chama essa crença pessoal comum a todos os indivíduos pertencentes a um grupo de crença compartilhada. Outro tipo seria a crença comum, em que não só todos acreditam em algo, como também acreditam que todos acreditam nessa afirmação. Por fim, ele apresenta o conceito de crença social, em que um grande número de indivíduos aceita certa proposição como resposta à pergunta: “em que o grupo acredita?”.

acadêmica do presidente na área ou declarações passadas, mas foi a segunda que prevaleceu como guia para ação.

Para Orléan esse é o resultado mais forte, já que é precisamente por meio dessa atribuição de crenças ao grupo que o coletivo adquire existência, ou seja, deixa de ser mera soma das partes. Isso porque nenhuma força econômica é capaz de fazer coincidir as crenças pessoais com as de mercado. Assim, o mercado financeiro passa a ser visto como uma máquina cognitiva cuja função é produzir uma opinião de referência, percebida por todos os operadores como a expressão do que “o mercado pensa”. É isso que Orléan chama de natureza autorreferencial da especulação (2006b). Na prática, a qualquer momento, muito mais importante do que o valor descontado dos dividendos futuros é o preço das ações, formado por essa opinião de mercado e não por forças externas (2005: 3-4).

Mas como surge essa crença social? Como os agentes chegam a um ponto em comum a partir das crenças individuais? Para Orléan, o grupo busca uma referência, algo capaz de produzir coordenação, uma saliência. O processo torna-se estável quando se chega a um ponto de unanimidade, a chamada convenção, que tende a se reproduzir de forma espontânea. Vamos detalhar esse processo em seguida.

3.2 Saliências de Schelling

A chave para se chegar a um ponto comum é a propriedade das interações autorreferenciais de produzirem uma opinião de referência, mesmo quando as crenças subjetivas iniciais são muito dispersas. Essa foi a conclusão de um trabalho experimental de Mehta, Starmer e Sugden (1994), citado por Orléan (2006b), que concluiu que, quando são inseridos neste tipo de contexto, muitos agentes convergem para a mesma opinião, ainda que não haja comunicação explícita entre eles.

As pesquisas mostraram que os agentes não tentam determinar a opinião pessoal ou fundamental dos outros, que é opaca, mas buscam descobrir uma saliência. A situação autorreferencial que tem sido mais estudada é um jogo de coordenação pura, em que há uma série de equilíbrios possíveis, mas há uma recompensa caso os participantes consigam escolher o mesmo. Os jogadores precisam de uma referência coletiva. Ao estudar esse tipo de jogo, Thomas

Schelling percebeu que os indivíduos conseguem, em geral, coordenar-se quando são colocados nesse tipo de situação.

Schelling identificou que os jogadores conseguem a coordenação porque buscam um equilíbrio saliente, ou seja, uma regra de escolha que leva a um resultado desprovido de ambiguidade. Na maioria das situações, a opinião saliente é claramente diferente das posições pessoais (2006b).

Em um dos experimentos de Mehta, Starmer e Sugden, por exemplo, há dois grupos: no primeiro, as pessoas não têm incentivo financeiro para responder de forma idêntica a outro participante desconhecido enquanto, no segundo, elas têm. Uma das perguntas é escolher um ano, passado, presente ou futuro. No primeiro grupo, muitos escolheram o próprio ano de nascimento. No segundo, a necessidade de atingir a coordenação modificou significativamente as respostas. A maioria escolheu o ano de realização do experimento. Além disso, o número de respostas diferentes caiu de 43 para 15.

Responder com o ano em curso é uma saliência de Schelling, o que, para Orléan, é claramente uma crença social (2006a: 16). Ela seria o resultado de uma elaboração cognitiva, muito enigmática para o autor, em que se busca determinar o resultado plausível de escolha unânime quando cada indivíduo olha para o problema sob o mesmo ângulo. Como a crença de cada um é muito incerta, dependente das preferências individuais, ela não permitiria coordenação. Por isso os participantes abstraem essas crenças em busca da crença do grupo como entidade. Quando uma escolha é claramente majoritária, Orléan dá a ela o nome de estereótipo (2006a: 18-19).

É muito claro que a regra de escolher o ano de aniversário seria incapaz de produzir unanimidade. Segundo Orléan, a diferença entre as escolhas dos grupos revela o que tem de particular a racionalidade autorreferencial: “Los individuos reflexionan, no a partir de sus creencias individuales, sino colocándose a um nivel más general de abstracción, de suerte que determinem un principio capaz de hacer emerger, a los ojos de todos, el mismo equilibrio único” (Orléan, 1999: 126).

Diante da necessidade de se coordenar, os indivíduos recorrem ao contexto cultural, histórico e social, campo de análise que vai além do estudado pelos economistas tradicionais e envolve fatores sociológicos e psicológicos. Orléan aproxima-se de Shiller ao enfatizar que a representação do futuro não é natural, nem objetiva, mas construída socialmente, em um processo

em que há erro e aprendizado. Os precedentes históricos, os valores individuais e o grau de influência de cada participante no processo importam no momento da decisão. O autor chama de força simbólica a capacidade de uma representação tornar-se saliente dentro desse contexto (2006b). No artigo de 2005, ele elenca alguns dos elementos em jogo:

The way in which each agent creates his or her own model of market opinion during the entire interaction depends on the past price observations, and also on their initial thoughts about finance and about the psychology of the group participating in the interaction (Orléan, 2005: 12).

Sobre o papel do precedente histórico, Orléan afirma que referências a episódios bem conhecidos exercem um papel fundamental sobre a representação que os participantes fazem do fenômeno atual. Ele cita os estudos de Shiller a respeito da queda aguda da bolsa de Nova York em 19 de outubro de 1987. Por meio dos questionários, o autor identificou que a crise de 1929 exerceu um papel importante, servindo como referência para tentar decifrar os eventos, o comportamento dos outros e para reagir, contribuindo para o clima de pânico: 35% dos investidores individuais e 53% dos institucionais responderam sim à questão “você se lembra de ter pensado ou falado sobre os eventos de 29 no curso dos poucos dias que precederam 19 de outubro de 1987?”. Nesse caso, para Orléan, a crise de 29 seria uma saliência relevante (Orléan, 2006a: 21-22).

O fato de todos os investidores determinarem seus comportamentos em função do que pensam ser a opinião majoritária leva ao fenômeno da profecia autorrealizável. Ainda que todos considerem que uma ação da Petrobras vale 100, se a previsão para o final do dia é que custe 50, qualquer um comprará por menos de 50 e venderá por mais do que isso. Pelas próprias ações desses agentes, ao fim do dia, o preço efetivamente estará em 50. Ao determinar suas decisões pela opinião majoritária, cada investidor, agindo racionalmente, valida o preço inferior ao que considera correto e, assim, a convenção. Seria irracional quem, mantendo a estratégia fundamentalista, não vendesse por menos de 100, já que poderia ficar muito tempo com o valor do portfólio baixo, ainda que a ação chegasse a valer 100 no longo prazo. Orléan enfatiza que, ainda que pareçam ilusórias, as variações de preço oferecem a possibilidade de lucro real e, por isso, são tão importantes para a estratégia de investimento.

Assim, a opinião de mercado passa a ser ao mesmo tempo objeto, que cada um quer antecipar, e produto, que emerge das opiniões individuais. A crença é realizada não por ser

intrinsecamente verdadeira, mas porque todos creem que é. De acordo com Orléan, Keynes foi o primeiro economista a entender que as finanças funcionam de acordo com esse princípio. A autorrealização fica clara, por exemplo, em períodos de alta dos preços. A própria alta modifica as previsões dos investidores em um sentido altista, o que intensifica a tendência. A nova alta faz parecer justa a estimativa inicial, estimulando os investidores a reforçarem ainda mais o sentido dos preços (1999). Segundo o autor, a autorrealização pode acontecer sem que os participantes estejam cientes de seu funcionamento, considerando o resultado como a própria confirmação de suas crenças (2005: 14).

Em vários textos, Orléan enfatiza que não há nada de irracional em participar dessa dinâmica, sem recorrer aos fundamentos. Pelo contrário: “On the one hand, they have witnessed the ability of markets to create surprises and to disprove fundamental predictions; on the other hand, however ‘fantastic’ the price may be, it is this price, and this price alone, that will make operators rich or poor” (Orléan, 2005: 13). Como há liquidez e, dessa forma, a possibilidade de recomprar ou revender uma ação a qualquer momento, o que importa aos investidores é o lucro imediato, que é dado pela evolução da crença de mercado.

Os preços podem descolar-se muito da esfera produtiva, portanto, sem que seja necessário presumir investidores que agem de forma irracional e avaliações incorretas. Por isso, o autor afirma que a liquidez impõe sua lógica, transformando os comportamentos. Resultado: “La actitud especulativa aparece allí como la actitud racional por excelência” (Orléan, 1999: 98). Aqui, ele faz referência ao já citado trecho de Keynes sobre ser mais sábio fracassar com as convenções do que triunfar contra elas.

3.3 Da saliência à imitação e à convenção

Quando as interações são repetidas, surge outra forma essencial de racionalidade autorreferencial: a imitação. De acordo com Schelling, quando os jogadores são confrontados a uma situação que já experimentaram dirigem-se espontaneamente para a antiga solução. A partir da segunda ou da terceira interação, todos escolhem a opção majoritária, de forma que se chega à coordenação perfeita. Surge uma nova estratégia saliente: imitar a escolha majoritária. Orléan chama a opinião unânime que se estabiliza, a situação de equilíbrio, de convenção: “La misma es

uma interpretación saliente común que el conjunto de actores reconoce, en un momento dado, como la encarnación de la concepción legítima del grupo” (1999:40).

O autor deixa claro que a convenção que se estabelece é apenas uma entre as possíveis. Ou seja, ela é arbitrária, como muitos outros autores dedicados a esse estudo, inclusive Keynes, consideram. O que determina a escolha de uma em lugar de outra depende da própria dinâmica. Mas é exatamente a crença que todos têm de que a convenção é legítima que conduz à realização mecânica sem que haja excessivos comportamentos de desvio. É quando ocorre uma transformação qualitativa radical. As pessoas deixam de se virar para as outras a fim de descobrir suas reações e passam a concentrar-se na própria convenção.

Chega-se, segundo Orléan, a um comportamento heterorreferencial, em que apesar de ter sido produzida pelo grupo, a referência passa a ser vista como algo externo, que exerce um papel semelhante ao valor fundamental ortodoxo. Ao mesmo tempo, ele enfatiza que a motivação da imitação faz parte da racionalidade autorreferencial. Isso porque as pessoas imitam não porque acreditem que aquele resultado revele a inclinação pessoal de cada jogador, mas porque antecipam que aquela será a escolha do grupo quando todos se fizerem a mesma pergunta. À falta de novos dados, o resultado anterior é a solução desprovida de ambiguidade (1999: 129).

De acordo com Orléan, a convenção torna-se uma espécie de segunda natureza. Quando se transpõe a dinâmica dos jogos de coordenação para a realidade, entretanto, o autor afirma que a convenção financeira não implica identidade tão rigorosa das previsões individuais, ou seja, não é necessário que surja um valor único, apenas um modelo dominante de interpretação (1999: 136). Mas, para afirmar a legitimidade, ela tende a se apresentar como uma visão fundamentalista, a melhor estimativa das potencialidades objetivas daquela economia. Por isso, seria um erro considerar que o enfoque deixe totalmente de lado os fundamentos, que têm uma participação parcial. Eles são especialmente importantes para legitimar a convenção e garantir sua permanência.

De qualquer forma, a arbitrariedade confere certa fragilidade à convenção. Ela entra em crise quando são observados desvios importantes entre o previsto e o observado pelos investidores. Na realidade, durante toda sua vigência um número importante de especuladores se mantém à frente em atitude reservada ou desconfiada e atuam contra a convenção. Esse tipo de comportamento perturba a estabilidade, alimenta a desconfiança e, por meio de um processo

cumulativo, pode desembocar na destruição do modelo prevalecente. Muitas vezes, a sequência é um período de pânico, até que surja uma nova saliência (1999: 107).

Orléan propõe um esquema geral para pensar a evolução da dinâmica dos mercados, composto por três fases. A primeira é de estabilidade convencional, em que prevalece a racionalidade fundamentalista. As avaliações são feitas com base no mundo econômico, interpretado à luz da convenção vigente. Investidores em geral têm total confiança no modelo de avaliação e desdenham uma mudança brutal. Em seguida, passa-se ao questionamento estratégico, marcado pela racionalidade estratégica. Nela, alguns especuladores afastam-se da convenção, buscando ganhar sobre as crenças do mercado. Os riscos são mais bem estimados. A atitude de desconfiança espalha-se até que se chega à crise autorreferencial, em que predomina a racionalidade de mesmo nome. Perdem-se referências comuns e cada investidor antecipa a opinião média para agir com base nela. A sensibilidade ao risco torna-se excessiva. Esse é um modelo básico, que não deve ser aplicado mecanicamente, já que a dinâmica do mercado não segue necessariamente essa ordem e pode saltar etapas (1999: 144-145).

É a partir dessa dinâmica que o enfoque autorreferencial é considerado como um marco geral, capaz de abranger todos os outros como casos particulares. Enquanto dura, uma convenção faz o papel do valor fundamental ortodoxo, uma referência externa, ainda que arbitrária. A adesão à convenção ocorre com tal força e unanimidade que cada pessoa é convencida de sua absoluta veracidade e representatividade do futuro: “From the observer’s point of view, it may appear that the representation adopted by the market is chosen because of its objectivity” (2006b). A racionalidade estratégica, identificada como característica das finanças comportamentais, surge quando parte do mercado passa a fazer estimativas diferentes do modelo convencional prevalecente. A autorreferencialidade pura surgiria nos períodos de crise (1999: 48-49).

3.4 Convenções de interpretação e de continuidade

No livro de 1999, Orléan destaca dois tipos de convenções: de interpretação e de continuidade ou normalidade. A convenção de interpretação é apresentada como um modelo específico de compreensão e análise da economia (1999: 175). Em artigo mais recente, ele trata dela ao conceituar a convenção financeira como uma forma compartilhada de interpretar os

desenvolvimentos econômicos futuros, combinada a um conjunto de convenções específicas de avaliação (2006b). Um exemplo apresentado é o da convenção da Nova Economia, da qual já tratamos aqui. Entre as convenções específicas estão, por exemplo, os critérios usados para avaliar as empresas de internet. Como elas não eram lucrativas pela contabilidade usual, o cálculo passou a ser feito com base no número de usuários em potencial.

A convenção de interpretação pode ser representada, segundo Orléan, como uma distribuição específica de probabilidades dos eventos futuros (2006b). Tanto que ele trata de racionalidade fundamentalista ao se referir ao período de estabilidade da convenção. Essa distribuição não é, entretanto, única e verdadeira, como o valor fundamental ortodoxo, mas uma conjectura escolhida pelo mercado naquele momento. Como já vimos, ela é arbitrária, no sentido de que há outras representações possíveis.

Assim como em Keynes, a convenção de Orléan confere estabilidade e reduz a incerteza do processo. Ela faz o papel de um modelo objetivo da realidade, a que todos aderem. É necessário um acúmulo de anomalias para que a convenção entre em colapso. Foi o que aconteceu com a bolha da internet quando todos aqueles critérios e interpretações mostraram-se insustentáveis. Também a convenção do Milagre Asiático, que marcou a emergência dos países da região no cenário financeiro mundial, entrou em colapso depois de uma sequência de más notícias em 1997. Ou seja, a escolha inicial é arbitrária, mas, para sobreviver, ela não pode destoar repetidamente da realidade econômica. Se isso acontecer, o mercado abandona a convenção e lança-se em busca de outra, dando início a um novo processo autorreferencial.

Os estudos de Orléan parecem mais centrados nesse tipo de convenção, de interpretação. É possível encontrar conexões entre ela, a terceira técnica do *QJE* – o julgamento convencional – e o concurso de beleza. Pouco se trata do que nós chamamos aqui, com base em Dequech (2011), de convenção projetiva, bastante abordada na Teoria Geral de Keynes. No livro de 1999, pode-se encontrar uma referência de Orléan a esse argumento keynesiano, chamando-o de convenção de normalidade ou continuidade. Para o autor, trata-se da hipótese de que as variações dos preços serão sempre incrementais e de pouca amplitude, o que garantiria aos investidores tempo para ajustar o portfólio e, dessa forma, tranquilidade (1999: 193-194).

Ainda em 1999, Orléan chama de convenção de continuidade a crença sobre a legitimidade dos preços, ou sua capacidade de expressar de maneira adequada o conjunto de informações de que dispõe o mercado no momento considerado (p. 174). Ele afirma, com base

em Keynes, que, na ausência de razões fortes para antecipar uma mudança de preços, agimos como se a avaliação atual fosse boa. A adesão a esse método seria produto de pura convenção, já que não importa a forma como a avaliação atual foi formada.

Segundo Orléan, é devido à convenção de continuidade que os investimentos fixos tornam-se líquidos. É graças à crença de que o preço de um título passará por todos os preços intermediários antes de cair de mil para um que o investidor tem certeza de que poderá livrar-se de um ativo antes que tenha perdido muito dinheiro. Mas essa convenção também entra em crise, como em outubro de 1987, quando as cotações sofreram variações de grandes amplitudes. É quando a liquidez desaparece (1999: 178-179).

No próximo capítulo, veremos como o ponto de vista convencionalista pode ser utilizado para compreender questões relacionadas à taxa de juros. Para isso, vamos recorrer às rápidas considerações sobre o tema feitas por Keynes na Teoria Geral e também ao trabalho de outra economista francesa, Marie Brière.

II. Convenções nos mercados de títulos de dívida

Introdução

Assim como para o caso do mercado de ações, Keynes não estava satisfeito com a forma utilizada pela teoria neoclássica de sua época para tratar as taxas de juros. Ele critica a ideia de que existe uma taxa natural de juros, que permite gerar um equilíbrio macroeconômico, e que se assume implicitamente, segundo Sawyer (2006: 647), ser conhecida das autoridades monetárias. De acordo com o autor, Keynes chegou a aceitar a noção de uma taxa de juros natural de equilíbrio no *Treatise on Money* (1930), quando pensava que o Banco Central teria o poder de mirar essa taxa única. Ele assume ter mudado de ideia, entretanto, na *Teoria Geral* (1936: 242-243, ênfases no original):

In my Treatise on Money I defined what purported to be a unique rate of interest, which I called the natural rate of interest (...). I had, however, overlooked the fact that in any given society there is, on this definition, a different natural rate of interest for each hypothetical level of employment. And, similarly, for every rate of interest there is a level of employment for which the rate is the 'natural' rate, in the sense that the system will be in equilibrium with that rate of interest and that level of employment. Thus it was a mistake to speak of the natural rate of interest (...). I had not then understood that, in certain conditions, the system could be in equilibrium with less than full employment.

Keynes afirma ainda que, se há alguma taxa de juros que é única e significativa, essa deve ser a taxa que é consistente com o pleno emprego. Para ele, entretanto, não há forças naturais que levem a esse nível, como considera a teoria “clássica”. Sendo assim, Keynes ressalva que ela seria mais bem descrita como a taxa ótima. Se existem vários pontos possíveis e nenhum deles pode ser chamado de natural, o que determina o nível corrente da taxa de juros? É aí que entra na análise keynesiana o mesmo termo utilizado ao tratar do mercado acionário: convenção.

Mesmo na *Teoria Geral*, Keynes não se estende muito na análise convencional das taxas de juros. Estudos mais profundos sobre essa questão existem em ainda menor quantidade do que as já escassas pesquisas sobre convenções no mercado acionário. Além da análise keynesiana, vamos destacar aqui as contribuições de Marie Brière, especialmente no livro *Formation des*

Taux d'Intérêt: anomalies et croyances collectives, publicado em 2005. O trabalho teve como base, entre outros, os estudos de Keynes, Orléan e Shiller, o que permite encontrar muitas semelhanças com a análise feita anteriormente para as bolsas de valores.

Vamos começar pelas considerações de Keynes, que também servem de base para vários argumentos de Brière. Depois, pretendemos tratar das principais ideias da autora em uma análise não tradicional das taxas de juros.

1. Convenções e taxas de juros em Keynes

Vimos no capítulo anterior a importância de se considerar a incerteza ao analisar o mercado acionário. Ela também está no centro do entendimento de Keynes a respeito das taxas de juros. No artigo do *Quarterly Journal of Economics* (1937: 216), ele responde à pergunta que poderia ser feita por um economista “clássico”: “Why should anyone outside a lunatic asylum wish to use money as a store of wealth?”. Podemos escolher manter estoque de moeda porque, quando funciona bem, ela é a forma mais líquida de riqueza e, segundo Keynes, nos apegamos à liquidez por causa do grau de desconfiança quanto aos nossos próprios cálculos e convenções sobre o futuro, ou seja, por causa da incerteza.

Assim, a taxa de juros seria o prêmio que requeremos para abrir mão da liquidez, a medida do nosso grau de inquietude sobre esse futuro, segundo o artigo do *QJE*. Keynes explica no capítulo 13 e detalha no 15 da Teoria Geral os motivos para manter a liquidez: a necessidade das famílias e empresas em ter moeda para operações correntes entre uma entrada de receita e a próxima; a precaução para situações que exijam gasto imediato ou consistam em oportunidades imprevistas de compras vantajosas; e, por fim, o desejo de especular, ou seja, obter lucros por prever melhor a evolução do mercado do que os outros (1936: 170 e 195-196).

Ainda no *QJE*, Keynes critica a teoria ortodoxa por considerar que conhecemos o futuro de uma forma diferente do que realmente ocorre. “The hypothesis of a calculable future leads to a wrong interpretation of the principles of behavior which the need for action compels us to adopt, and to an underestimation of the concealed factors of utter doubt, precariousness, hope and fear. The result has been a mistaken theory of the rate of interest” (1937: 222).

Tratar da taxa de juros, portanto, na linha keynesiana, envolve considerar a incerteza sobre o futuro, a precariedade das informações e o estado das expectativas dos participantes do mercado. Nesse arcabouço, ela¹ não é a recompensa por poupar e não pode ser deduzida simplesmente da decisão de consumir agora ou no futuro. Ela é o resultado de uma segunda decisão, sobre o volume de recursos que se pretende manter em moeda e o montante ao qual se pretende renunciar por um determinado período de tempo. A taxa de juros seria uma medida da relutância de quem possui o dinheiro em alienar o direito imediato à liquidez e sua dimensão está diretamente ligada à incerteza (1936: 167).

Para entender a especulação quanto à taxa de juros, é útil, assim como foi feito ao tratar de ações, lembrar da distinção feita por Keynes, no capítulo 17 da *Teoria Geral*, entre diferentes tipos de rendimentos que um ativo qualquer pode proporcionar. No caso das ações, os rendimentos esperados explícitos (os rendimentos do tipo Q, se generalizarmos a notação de Keynes) são os dividendos; no caso dos títulos de dívida, são os pagamentos de juros a receber. Assim como as ações, os títulos de dívida podem proporcionar outro rendimento (o do tipo A): as variações esperadas de preço. A especulação sobre títulos de dívida é focada nessa apreciação esperada. Ao explicar a demanda especulativa por moeda na *Teoria Geral*, Keynes associa essa demanda a expectativas sobre variações na taxa de juros. Esta é simplesmente outra forma de retratar a especulação com títulos de dívida: quem retém moeda hoje para especular tem expectativas (e suficiente confiança nessas expectativas) de que a taxa de juros subirá ou, equivalentemente, de que o preço dos títulos cairá, o que torna compensador esperar para emprestar dinheiro a juros (comprar títulos de dívida) mais tarde.

Ao detalhar a especulação, no capítulo 15, Keynes afirma que o que importa não é o nível absoluto da taxa de juros, mas o grau de divergência entre ela e o que é considerado um nível razoavelmente seguro (1936: 201). Qual seria o nível seguro se não há uma taxa natural? Keynes afirma: “It is evident, then, that the rate of interest is a highly psychological phenomenon” (1936: 202). Pouco à frente, no mesmo texto, corrige: “It might be more accurate, perhaps, to say that the rate of interest is a highly conventional, rather than a highly psychological, phenomenon. For

¹ Na verdade, ao se referir à taxa de juros, Keynes não trata de uma única taxa, mas do complexo de várias taxas de juros correntes para diferentes períodos de tempo, isso é, para dívidas de diferentes maturidades (1936: 167).

its actual value is largely governed by the prevailing view as to what its value is expected to be” (1936: 203).

A taxa de juros de que trata Keynes na Teoria Geral é, portanto, uma taxa não natural, mas altamente convencional. O autor lida com uma situação autorreferencial, em que o valor da taxa não depende somente de questões objetivas externas, mas é em grande parte governado pela visão prevalecente do valor esperado. Essa análise sobre os juros guarda semelhanças com o concurso de beleza keynesiano, a metáfora do capítulo 12. Assim como as faces mais bonitas e as ações mais atraentes, a taxa de juros corrente deve ser definida por meio de um processo em que um pensa que os outros pensam (e assim por diante) que essa deve ser escolhida como a taxa corrente, ou que esse deve ser o nível seguro para os juros.

A avaliação resultante desse processo não pode ser unicamente correta, já que nosso conhecimento não oferece base suficiente para uma expectativa matemática calculada. A ideia de arbitrariedade, em que uma alternativa não claramente inferior é concebível (Dequech, 2011: 15), está implícita na discussão de Keynes, principalmente quando, ainda no capítulo 15, o autor escreve: “*Any level of interest which is accepted with sufficient conviction as likely to be durable will be durable; subject, of course, in a changing society to fluctuations for all kinds of reasons round the expected normal*” (1936: 203, grifos do autor).

Com efeito, Keynes considera a possibilidade de que a taxa a que se chega, por meio desse processo autorreferencial, não seja a melhor alternativa (1936: 204):

“... it may fluctuate for decades about a level which is chronically too high for full employment; - particularly if it is the prevailing opinion that the rate of interest is self-adjusting, so that the level established by convention is thought to be rooted in objective grounds much stronger than convention, the failure of employment to attain an optimum level being in no way associated, in the minds either of the public or of the authority, with the prevalence of an inappropriate range of rates of interest...”

A possibilidade de manter-se em um nível subótimo, ou seja, que não permita investimentos suficientes para garantir o pleno emprego, é ainda mais viável, portanto, quando os atores não estão cientes do caráter convencional da taxa de juros e a consideram como algo natural, resultante de fundamentos.

Keynes refere-se nessas passagens à taxa de juros de mercado, que ele vê como resultante da interação entre oferta e demanda por moeda. Mais ainda, a existência de profecias autorrealizáveis sobre essa taxa e o seu caráter convencional explicam-se pelo lado da demanda

por moeda e, mais particularmente, pelo componente especulativo dessa demanda. Se mantida com suficiente confiança, a expectativa de que a taxa de juros irá aumentar gera uma demanda especulativa por moeda que, *supondo dada e constante a oferta de moeda*, levará a um aumento da taxa de juros, confirmando a expectativa original ².

A taxa de juros de que trata Keynes não é, assim, definida diretamente pela autoridade monetária, nem para o curto prazo. Ainda no capítulo 15, Keynes até busca confortar os leitores com a esperança de que, exatamente por a convenção não ser enraizada em conhecimento seguro, ela não resista de forma excessiva à persistência e consistência da política monetária, fazendo referência não a um controle direto da taxa, que não era prática corrente na época, mas provavelmente a um manejo crível dos agregados monetários. O economista afirma que a opinião pública pode se acostumar de forma razoavelmente rápida a uma queda gradual na taxa de juros, modificando a expectativa convencional sobre o futuro e preparando o caminho para novos movimentos (1936: 204). O economista acreditava, portanto, que o Banco Central seria capaz de coordenar as expectativas no sentido de uma nova convenção.

O trabalho de Brière e o próprio caso brasileiro, como vamos ver no próximo capítulo, mostram que as autoridades monetárias, em atuação direta sobre o mercado de títulos de dívida, têm papel essencial na formação da convenção, ajudando inclusive a firmá-la, conferindo-lhe legitimidade. As intervenções dos bancos centrais, como veremos, parecem efetivamente ser capazes de direcionar os mercados, mas não necessariamente no sentido do nível ótimo de pleno emprego.

2. O mercado de títulos de dívida em Brière

O trabalho de Brière soma-se a um pequeno movimento francês no sentido de construir um pensamento alternativo sobre as finanças, em torno das noções de crenças, representações coletivas e convenções, como destaca Orléan, ele próprio um dos líderes dessa linha de pesquisa, no prefácio ao livro de Brière, *Formation des Taux d'Intérêt*. Para o autor, o conceito de

²Devo às análises de David Dequech sobre o capítulo 15 da *Teoria geral* a relação das escassas referências de Keynes sobre juros convencionais com a metáfora do concurso de beleza, no capítulo 12, e também a dedução do caráter arbitrário da convenção a partir dos escritos do autor, bem como esses últimos comentários sobre a demanda e a oferta de moeda.

convenção financeira, ou de representação coletiva, como é mais usual no texto de Brière, é a chave para compreender o funcionamento cognitivo dos mercados financeiros: uma diversidade de estimativas individuais, estruturada em torno de uma visão legítima que se revela nos preços. Nesse contexto, a influência de Keynes faz-se sentir de forma nítida (Brière, 2005: 8).

Assim como Orléan, Brière escolhe manter a hipótese de que os participantes dos mercados são racionais³, mas abre espaço para a incerteza keynesiana, a precariedade dos fundamentos na avaliação dos eventos futuros e, assim, dos rendimentos. A partir daí, o fundamental é compreender como os mercados financeiros afrontam essa opacidade, como afirma Orléan no prefácio. A autora busca essa resposta por meio do estudo da produção, seleção e circulação de informações, assim como suas fontes e as formas como são recebidas nos mercados, até chegarem ao status de referência para as decisões dos investidores.

Brière destaca a importância de estudar as taxas de juros, que influenciam as escolhas intertemporais dos agentes e determinam, em grande parte, como os recursos serão utilizados ao longo do tempo. Elas representam um encargo que pode frear ou favorecer o investimento. A autora enfatiza a complexidade de determinação dessas taxas, que dependem largamente da política monetária manejada pelos bancos centrais, mas também dos preços dos outros ativos financeiros. Ela ressalta, ainda, assim como Keynes preocupa-se em fazer no capítulo 13 da Teoria Geral, que existe uma variedade de taxas, que se diferenciam, entre outros, pela maturidade, a categoria do emprestador e a divisa em questão (2005: 13).

Em seu livro, a autora está interessada principalmente nas taxas sobre títulos do Estado, em que Brière encontra um papel primordial, por servirem de referência para medir o custo de capital em diferentes horizontes, avaliar o risco de crédito dos títulos emitidos pelas empresas e até medir as expectativas do mercado sobre a situação econômica. Alguma das hipóteses e conclusões, afirma, podem ser facilmente estendidas aos mercados de títulos privados.

O trabalho de Brière trata do mercado de títulos como um todo, incluindo a autoridade monetária, os economistas que emitem opiniões divulgadas pelos meios de comunicação, os próprios canais de informação, analistas de mercado e investidores propriamente ditos. Ela parte

³ Os agentes são considerados racionais porque buscam maximizar seus ganhos, não no sentido da hipótese das expectativas racionais, de que conhecem o verdadeiro modelo da economia e todas as informações disponíveis. Brière insiste, na conclusão de seu livro, que considerar a existência de representações coletivas não só não contradiz a hipótese da racionalidade dos agentes como a expande. Isso porque, face à incerteza, é perfeitamente legítimo e racional de um ponto de vista individual buscar a coordenação e focar um modelo no lugar de outros em função do que fazem os demais participantes (Brière, 2005: 16 e 192).

do princípio de que os títulos são produtos financeiros arriscados, que envolvem importante especulação. O risco principal, para o investidor que não pretende manter o título até seu vencimento, é a flutuação dos juros. Por esse motivo, ele deve estar constantemente preocupado com essas variações, que afetam o preço do título que tem em mãos.

Como os investidores se informam sobre as perspectivas da taxa, a fim de se anteciparem e lucrarem, como pede a atividade especulativa? Pode-se imaginar que eles apelam para teorias que permitem relacionar de forma objetiva variáveis econômicas atuais com o futuro da taxa de juros. Brière mostra, entretanto, que os modelos tradicionais que determinam um nível fundamental para a taxa de juros revelam-se bastante ineficazes quando buscam prever ou simplesmente explicar os níveis da taxa de juros. Segundo a autora, há divergências importantes quando se confronta os resultados de modelos com as taxas efetivas (2005: 14).

Especialmente nos momentos de crise, ocorre uma concentração mimética dos participantes do mercado em torno de certos investimentos, que não se explica do ponto de vista fundamental. Ocorre a chamada fuga para a qualidade, em que os investidores reduzem massivamente suas posições especulativas, principalmente em ações e títulos emitidos por empresas ou países emergentes. Eles refugiam-se em ativos considerados de maior liquidez, como os títulos do governo dos Estados Unidos⁴.

Nos momentos críticos, segundo Brière, todos os outros ativos, seja qual for a sua relação com a crise, têm sua credibilidade abalada. Em tempos calmos, a simples ameaça dessas viradas torna mais atraentes os títulos considerados mais seguros. A autora considera uma aberração, por exemplo, a constatação de Longstaff (2001) de que os títulos do governo americano são mais caros do que os emitidos por agências federais, ainda que os últimos sejam totalmente assegurados pelo Tesouro americano e tenham o mesmo risco de crédito (Brière, 2006: 181).

No artigo de 2006, Brière entende que a fuga para a qualidade ocorre porque cada investidor isoladamente acredita que os outros têm uma certa ideia dos investimentos mais líquidos. Durante as crises, cada um repatria seu capital com medo de que os outros o façam. Nesse momento, todos os investimentos arriscados se igualam. Isso não ocorre porque os

⁴A autora refere-se a crises anteriores, mas na recente crise econômica, com início de 2009, pode-se observar fenômeno semelhante. Ainda que a crise tenha tido origem nos Estados Unidos e alguns analistas terem chegado a falar, em um primeiro momento, que a hegemonia do dólar estava em risco, muitos se apegaram aos títulos do país e à própria moeda. Naquele momento, os meios de comunicação desdobravam-se em busca de uma explicação racional para o fato de o dólar subir de valor em meio a tantas incertezas sobre a economia norte-americana.

investidores confundem-se na determinação das fontes de risco. Cada investidor individualmente pode estar convicto, inclusive, de que a crise nada tem a ver com os investimentos que ele detém. Assim, a autora constata, da mesma forma que Orléan e Keynes, que o racional do ponto de vista individual não o é necessariamente na perspectiva coletiva.

A preferência excessiva por investimentos de referência, como os títulos do governo americano, geraria em períodos de calma, segundo Brière, prêmios de risco anormais, impossíveis de se justificar do ponto de vista fundamental⁵. Nos períodos de turbulência financeira, eles ajudariam a amplificar as crises, por meio do contágio entre ativos de reputação arriscada (2006: 181-182).

A fuga para a qualidade é apenas um dos exemplos apresentados pela autora para mostrar que os modelos não são capazes de explicar as taxas de juros. Para Brière, a falha principal das teorias tradicionais parece estar na hipótese das expectativas racionais, que supõe existir um modelo verdadeiro de funcionamento da economia e determinação dos juros, ao qual os agentes remetem-se. Esses agentes são ainda capazes de usar toda a informação à sua disposição. Nesse contexto, com o modelo verdadeiro e todos os dados necessários para prever as variáveis contidas neles, é muito simples chegar a uma resposta sobre a taxa de juros.

A autora considera a hipótese bastante irreal, já que, na realidade, ainda que exista um valor verdadeiro para os ativos, os agentes não sabem qual modelo ou informação utilizar e que peso dar a cada variável (2005: 15). Brière prefere a ideia de Orléan sobre um processo autorreferencial, em que o preço de um ativo financeiro depende das previsões que os agentes fazem sobre seu valor futuro. Abandonada a hipótese das expectativas racionais, em que, como afirma Brière, o ciclo autorreferencial desaparece porque o modelador postulou que seu próprio modelo é comum a todos os agentes, surge a questão de como os agentes coordenam-se em torno de uma taxa de juros.

Como no concurso de beleza keynesiano, também citado por Brière, o agente racional deve obrigatoriamente interessar-se pela opinião dos outros. Saber o que a maioria pensa passa a ser mais importante do que calcular um valor fundamental para o título. Cada um buscaria não só

⁵O argumento é importante, mas não pode ser usado de forma isolada para explicar os altos juros brasileiros, que serão tema do próximo capítulo. A análise ajuda a compreender a diferença da taxa brasileira com relação a de países desenvolvidos, mas não explica porque, mesmo países com reputação de risco semelhante à brasileira, ou até mesmo considerados mais arriscados, mantêm taxas de juros em patamares inferiores à brasileira.

antecipar o nível de uma ou mais variáveis, como também pensar nas relações macroeconômicas entre elas e fazer hipóteses sobre o comportamento dos outros agentes, inclusive o Banco Central. É a isso que Brière chama de representação. Quando ela passa a ser vista pelos participantes como uma referência comum sobre o mercado, torna-se uma representação coletiva, conceito semelhante, segundo à autora, ao de convenção financeira proposto por Keynes (2005: 16).

A representação coletiva tem o mesmo papel do equilíbrio na teoria tradicional, permitindo que os agentes se coordenem, compartilhando uma crença. Para Brière, uma maneira de diferenciar as duas abordagens concretamente, o que ela busca fazer no trabalho, é mostrar que as representações variam com épocas e lugares, atribuindo novos pesos às variáveis e até trocando umas por outras, o que não encontraria explicação nos modelos fundamentalistas (2005: 17). Ela também procura provar a existência dessas representações no mercado de taxas de juros. Para alcançar seus objetivos, a autora apresenta resultados de entrevistas nos mercados, estudos empíricos e, por fim, um estudo histórico a respeito do impacto dos anúncios sobre variáveis econômicas.

Antes de apresentar os resultados das pesquisas, a autora procura explicar, de forma geral, o funcionamento dos mercados de taxas. Vamos apresentar algumas considerações importantes na próxima seção.

2.1 Como funcionam os mercados de títulos de dívida

Na primeira parte do livro de 2005, Brière apresenta teorias que pretendem explicar o mecanismo econômico da formação da taxa de juros. Ela ressalta que essas teorias são muito simples e tratam a taxa como se ela fosse única, sem considerar as diversas maturidades, por exemplo. Além disso, essas abordagens negligenciam completamente o fato de que hoje as taxas de juros são avaliadas nos mercados financeiros e que dependem largamente da política monetária manejada pelos bancos centrais (22).

Por fim, segundo Brière, os modelos tradicionais não resistem aos testes empíricos, de tal forma que, em diversas ocasiões, as taxas são muito diferentes dos níveis previstos pela teoria. A recorrência de fenômenos considerados anormais, em que as taxas desconectam-se

completamente dos fundamentos, como as fugas para qualidade de que já tratamos, leva Brière a considerar a necessidade de questionar os próprios modelos.

A autora dedica atenção a outros modelos de funcionamento da economia, dos mercados e da política monetária. São aqueles percebidos pelo conjunto de participantes como uma referência comum ao mercado, uma espécie de ponto focal, ou seja, as representações coletivas. A partir dessa referência, eles podem escolher adotá-la ou diferenciar-se. Essas representações, ao contrário dos modelos tradicionais, explicariam fenômenos de imitação generalizada nos mercados e previsões sistematicamente erradas.

Para compreender a formação dessas representações, é preciso entender a estrutura dos mercados de títulos de dívida. Não é apenas um, são muitos mercados independentes, com estruturas próprias e modos de funcionamento diferentes. Vamos nos ater ao mercado de títulos, que envolve obrigações, ou seja, títulos de crédito que materializam a dívida de um mutuário com relação ao credor que o detém e que podem ser livremente negociados nos mercados. Cada uma tem uma série de características como a duração do empréstimo, o valor nominal, o cronograma de reembolso, a categoria e a qualidade do emprestador. Os juros pagos em datas fixas pelo devedor, como remuneração pelo empréstimo, são chamados de cupons (2005: 24-25).

Os participantes mudam com a natureza do mercado de taxas considerado, mas consistem basicamente em participantes diretos, indiretos e o ambiente institucional. Entre os participantes diretos apresentados por Brière estão os gestores de carteira, responsáveis por portfólios de títulos que gerem em nome de clientes, assim como aqueles que investem os capitais dos bancos e instituições de crédito.

Os participantes indiretos são economistas e analistas financeiros, que formulam recomendações e análises do contexto econômico, disseminadas por meio dos investidores. A autora também identifica os economistas de conjuntura, empregados pelos bancos, instituições financeiras ou organismos independentes, que divulgam previsões sobre os principais dados econômicos e são seguidos de perto pelo mercado. Suas análises integram circulares dos bancos, são difundidas para clientes e para um público ainda maior por meio de noticiários financeiros, como a *Bloomberg*. Também estão nesse grupo os economistas de mercado, que traduzem a informação econômica que chega bruta ao mercado em previsões sobre a evolução do preço dos ativos (2005: 30).

Há, por fim, o importante ambiente institucional, formado pelas instâncias de regulação, que organizam e fiscalizam o funcionamento do mercado. Fazem parte dele as agências de classificação de risco, que avaliam a capacidade de um emissor arcar com a dívida. Suas notas são muito usadas pelo mercado de títulos. Incluem-se também nesse grupo os bancos centrais, que fornecem liquidez aos bancos comerciais e intervêm diretamente no mercado por meio de operações de mercado aberto, que envolvem compra e venda de títulos. Eles controlam as taxas de curto prazo, que condicionam a evolução das taxas para prazos mais longos (2005: 56).

Apresentados os participantes dos mercados de títulos de dívida, Brière procura responder, com base em observações e entrevistas, à seguinte questão: como tomar uma decisão de investimento? Ela destaca três aspectos do contexto vivido pelos investidores: a complexidade do ambiente, a multiplicidade de estratégias disponíveis e a importância da opinião dos outros. A cada dia, os investidores recebem informações diversas, que chegam por meio das agências de notícias, como *Bloomberg* e *Reuters*, jornais e telefones. Há ainda contatos permanentes com outros participantes do mercado. Os dados recebidos são sobre cada ativo, mas também a respeito do ambiente econômico e político. Um grande número de indicadores econômicos é divulgado de forma regular, com data e horário marcados, além das previsões dos economistas. De acordo com a autora, há uma reação quase imediata às novidades, em função da distância entre o dado anunciado e a previsão consensual (2005: 38).

Os participantes também monitoram as decisões de política monetária, como anúncios de taxas de juros e discursos de autoridades do Banco Central, que lhes permitem antecipar as decisões futuras e fornecem informações sobre os indicadores econômicos seguidos pela autoridade monetária, o que Brière mostra depois ter grande efeito sobre o mercado. A autora também identifica numerosos constrangimentos a que os investidores estão submetidos, como regras de funcionamento e limites de risco e perdas. Cálculos avançados para avaliar os ativos também fazem parte desse ambiente complexo. Para resolvê-los, os participantes usam ferramentas de informática que permitem processar muitas informações rapidamente (2005: 40).

Outro aspecto dos mercados de taxas, identificado por Brière em observação dos mercados entre 1998 e 2001, é a variedade de estratégias de investimento. Os investidores podem, por exemplo, recorrer a gráficos e supor que se pode deduzir a evolução futura a partir da história dos preços. Uma alternativa é estipular que os preços dos ativos tendem no longo prazo para um valor fundamental. Outra opção ainda é reagir de forma quase instantânea a informações

públicas, especialmente aos dados econômicos mais esperados. A explicação para a existência de tantos tipos de estratégia, para Brière, é o fato de não haver um modelo único de avaliação das taxas de juros. Além disso, nenhuma delas mostrou-se sistematicamente melhor do que as outras (2005: 41-44). Caso contrário, as outras certamente já teriam sido abandonadas.

Diante de tantas estratégias com pressupostos radicalmente diferentes e um enorme volume de informações, reina nos mercados de taxas uma grande incerteza sobre o valor dos ativos. Ao contrário do que afirma a teoria tradicional, os agentes não sabem necessariamente qual o modelo nem qual informação utilizar. A resposta do mercado, diante da necessidade de agir, como diria Keynes, é buscar a opinião dos outros. Ela torna-se ainda mais importante, segundo Brière, porque os preços são o resultado de um fenômeno coletivo, de tal forma que não é possível prevê-los sem conhecer a opinião majoritária. A partir da observação das posições dos outros, os operadores orientam suas decisões.

A análise do ambiente de tomada de decisão dos participantes do mercado de títulos de dívida levam Brière a concluir, portanto, que a hipótese das expectativas racionais é extremamente irrealista. Para ela, é possível aperfeiçoar os modelos tradicionais de formação da taxa a partir da consideração da influência exercida pelas representações coletivas. O primeiro passo é substituir a hipótese tradicional pela que afirma que as expectativas dos participantes dependem da forma como eles percebem o comportamento dos bancos centrais e o funcionamento dos mercados (2005: 123-124).

Em seu trabalho, a autora defende que os bancos centrais e os economistas, com forte legitimidade sobre os mercados, influenciam a maneira como os agentes representam o funcionamento da economia e a política monetária. Eles dão as chaves que vão permitir aos participantes analisar cada situação sabendo que os outros seguem na mesma linha. Uma visão da economia e da política monetária que é de conhecimento de todos permite a coordenação. É desse argumento, apresentado por Brière na segunda parte do livro, que trataremos em seguida.

2.2 Formação das representações coletivas

A incerteza quanto ao futuro e a variedade de modelos e informações, além da necessidade de prever a evolução dos preços dos títulos, levam os participantes a buscarem preferências comuns, que permitam a coordenação. Eles podem entrar em acordo sobre os

determinantes das taxas de juros, reagindo de maneira idêntica aos anúncios ligados a esses fatores. Com efeito, segundo Brière, os operadores seguem com extrema atenção e reagem de forma quase automática aos anúncios de dados econômicos e taxas básicas, bem como aos discursos dos banqueiros centrais. A reação varia com a importância dada ao índice divulgado. Por isso, para avaliar o que é determinante aos olhos do mercado, a autora estuda esses anúncios na segunda parte do livro.

De acordo com Brière, não é preciso observar por muito tempo o funcionamento dos mercados financeiros para perceber que um certo número de representações do ambiente é compartilhado por todos os participantes. Mais do que isso, que essas representações são comuns, no sentido de que todos sabem que os outros estão cientes dela. Mas o que explica o aparecimento dessas representações coletivas? Dois elementos, segundo a autora. O primeiro é o fato de reinar sobre o mercado uma forte incerteza sobre os modelos de avaliação a utilizar e os fatores de influência sobre as taxas de juros. A diversidade de resultados dessas teorias leva os participantes a buscarem referências compartilhadas. O segundo elemento é a necessidade de cada um de se preocupar com a opinião dos outros, já que os preços cotados resultam das previsões de todos os participantes (2005: 129-130).

Um investidor que decide comprar ou vender um título precisa formar uma opinião sobre o futuro desse ativo. Brière trata longamente da dificuldade prática de estimar esses valores. As teorias tradicionais fornecem uma forma de calcular o nível fundamental, um valor de equilíbrio de longo prazo. Todos no mercado, entretanto, estão cientes de que as taxas de juros flutuam e, ainda que acreditem em um valor fundamental, sabem que os preços podem afastar-se dele por muito tempo. Além disso, como já foi dito, as teorias negligenciam a política monetária, já que foram desenvolvidas bem antes de os bancos centrais terem adquirido a importância que têm hoje na determinação das taxas de juros. Na prática, esses modelos nunca são usados de forma pura. Algumas vezes, são considerados os determinantes das taxas de juros impostos por eles somados aos movimentos na política monetária (2005: 131).

Os modelos são adaptados, portanto, sem que se leve em conta a possibilidade de que seus pressupostos não sejam mais válidos. Segundo Brière, quando os modelos disponíveis são comparados com as estratégias utilizadas nos mercados, é impressionante constatar como certas formas de agir apoiam-se sobre modelos teóricos adaptados e outras não têm absolutamente qualquer ligação com eles, como a simples análise de gráficos para prever o futuro. Para a autora,

se os participantes foram levados a utilizar técnicas tão distantes dos modelos tradicionais é, pelo menos em parte, porque eles mostraram-se insuficientes para prever os níveis das taxas de juros e que não há consistência entre as diversas teorias, que em alguns casos até se contradizem (2005: 133).

Outro ponto destacado pela autora é que grande parte dos modelos de taxas baseia-se sobre o valor presente ou a evolução passada para prever a dinâmica futura. O problema é que não se pode dizer que as relações não vão mudar, ou seja, é impossível determinar que o mundo é estacionário. Segundo Brière, há fortes indícios de que os preços nos mercados financeiros não são estacionários, já que o comportamento e a relação com outras variáveis econômicas variam fortemente de acordo com o período estudado (2005: 134).

Diante de tal incerteza, a coordenação é necessária para agir. Para isso, como vimos, é preciso estar de acordo sobre os determinantes das taxas de juros. Se todos concordam sobre os fatores que influenciam as taxas, reagirão como se esses fossem os verdadeiros determinantes. Por um processo de autorrealização, os investidores serão capazes de antecipar corretamente a evolução dos preços, condicionada por eles próprios. É um processo semelhante ao citado no primeiro capítulo, evidenciado por Mehta *et alli* (1994), em que os jogadores apelam para comportamentos salientes, informações de conhecimento comum, quando precisam prever o mesmo número para obter ganhos. O dado que emerge não é o preferido por cada um, pode ser até que eles tenham opiniões divergentes se questionados isoladamente, mas é o que permite chegar a um equilíbrio.

Para identificar quais são as informações de conhecimento comum no mercado, aquelas que se tornarão salientes, Brière cita Chwe (2001), para quem elas são de dois tipos: os eventos e informações largamente difundidos em tempo real e os episódios históricos, dos quais todos se lembram ou ouviram falar a respeito. Essa influência de eventos passados lembram os estudos de Shiller, já citados no primeiro capítulo, e podem incluir, para o caso dos mercados aqui tratados, crises que envolvem movimentos anormais de taxas de juros.

De acordo com Brière, a necessidade de coordenação explica a emergência nos mercados de uma informação econômica e financeira padronizada, mais fácil de utilizar. A autora percebe, em estudos de campo, que a lista de variáveis econômicas efetivamente seguidas é extremamente reduzida e simplificada, previsões de consenso de economistas são vistas como síntese das expectativas gerais e um pequeno número de investimentos de referência é considerado como de

menor risco. Limitando-se a um número restrito de informações e previsões, os participantes do mercado têm mais facilidade de se coordenar (2005: 137).

Os próprios sistemas de informação, como *Bloomberg* e *Reuters* fazem uma primeira seleção das variáveis econômicas a serem divulgadas, sobre as quais são produzidos comentários e previsões. Esse fato, percebido por Brière, é reconhecido em estudos sobre os efeitos da comunicação de massa com o nome de *gatekeeping*, um conceito que encara o processo de produção de mensagens pelos meios de comunicação como uma séria de escolhas, onde o fluxo de informações é filtrado pelos *gatekeepers*, no caso, os jornalistas, que selecionam se um determinado assunto vai estar em foco ou não.

Uma teoria complementar é a da *agenda setting*. De acordo com Rabaça e Barbosa (2001: 175), essa hipótese “sustenta que as pessoas passam a agendar seus assuntos e suas conversas em função do que é veiculado pela mídia. Ou seja, os veículos de comunicação de massa determinam os temas sobre os quais o público falará ou discutirá”. Da mesma forma, eles participam da definição do que estará em segundo plano. Segundo os autores, tanto a seleção dos assuntos que despertam a atenção quanto a escolha dos enquadramentos para pensá-los são poderosos papéis desempenhados pela mídia.

Dessa lista já simplificada, Brière afirma que os participantes do mercado ainda selecionam as informações que consideram mais importantes, com base na orientação dos bancos centrais e economistas, como veremos mais à frente. Outra referência nos mercados de taxas são as previsões de consenso para os dados anunciados. Elas consistem em uma média de previsões individuais de diversos economistas, fornecidas pelos sistemas de informação e alguns jornais financeiros. Os dados são vistos por todo o mercado e até considerados como uma síntese das expectativas de todos os participantes, quando são apenas uma média das previsões dos economistas. Por fim, há os investimentos de referência, cujas taxas, facilmente acessíveis, servem de base para analisar todas as taxas do mercado. São eles também que servem de refúgio nos casos de fuga para a qualidade (Brière, 2005: 138-139).

O resultado dessa padronização é que muitas vezes é difícil justificar a escolha dos dados importantes, *a posteriori*, a não ser pelo fato de que todos os participantes fizeram o mesmo. E é, por isso, segundo a autora, que o acesso e a compreensão dos mecanismos de mercado parecem particularmente tão difíceis aos não iniciados. Em seguida, vamos apresentar algumas das provas empíricas defendidas por Brière para a existência de representações no mercado.

2.3 Evidências da existência de representações coletivas

Os participantes do mercado de títulos de dívida constroem, segundo Brière, representações sobre o funcionamento da economia, investimentos de referência, o comportamento dos bancos centrais, entre outros. Foram feitos dois estudos empíricos e um histórico, todos os três baseados na análise do impacto dos anúncios, para mostrar que as variáveis econômicas têm pesos diferenciados entre si e também de acordo com o mercado e o período analisado. Para a pesquisadora, a variabilidade dos pesos em função do contexto não encontra explicação simples na abordagem fundamentalista e pode ser considerada uma prova da existência de representações coletivas. A partir dos estudos, ela busca provar que a hierarquização dos dados econômicos nos mercados tem natureza convencional (2005: 142).

A autora obtém resultados interessantes ao estudar a política de comunicação de dois bancos centrais, o Federal Reserve (Fed), dos Estados Unidos, e o Banco Central Europeu (BCE). A análise envolve anúncios de taxas básicas, discursos feitos pelos banqueiros centrais e diretores dessas instituições e divulgações de diversos dados macroeconômicos, ainda que não sejam ferramentas de comunicação dos bancos centrais propriamente ditos.

No período de estudo, os anúncios da taxa básica eram feitos pelo Fed oito vezes por ano, como no Brasil, e duas vezes por mês pelo BCE. Também como no modelo brasileiro, é possível fazer alterações fora das datas fixas caso se julgue necessário. Foram analisados 394 discursos dos membros do Fed entre janeiro de 1997 e junho de 2001, pronunciados no Congresso, organizações profissionais, associações de economistas e universidades. Eles foram classificados em oito temas, sendo que a concentração maior, cerca de um terço, foi encontrada para o tema sistema financeiro. Para o BCE, foram estudados 284 discursos, realizados entre junho de 1998 e junho de 2001. Os temas de concentração são o Euro e a política monetária. De forma geral, a autora considera as abordagens dos dois bancos muito semelhantes, mas não chega a tecer conclusões claras sobre suas relações com a taxa de juros (2005: 144).

Os resultados mais interessantes são obtidos por meio da análise do impacto dos anúncios mensais de cinco dados americanos e seis europeus, selecionados como os mais importantes para os mercados em outro estudo empírico. É também considerada a variação do grau de incerteza no mercado no momento do anúncio, por meio da observação de opções sobre o eurodólar futuro e o

euribor, a taxa de empréstimos entre bancos na zona do Euro. A pesquisa mostrou que os sinais que mais movimentam os mercados são diferentes nos Estados Unidos e na Europa.

Nos Estados Unidos, apenas três anúncios analisados movimentam o mercado de forma significativamente maior do que em dias normais. São eles os discursos do presidente do Fed na época, Alan Greenspan, no Congresso Nacional, os anúncios de taxas básicas e de dados do emprego. Os três diminuem a incerteza nos mercados. Na Europa, nenhum anúncio move de forma significativa o mercado com relação ao cotidiano, mas os de maior impacto sobre as taxas são os de dados de inflação, que aumentam a incerteza; da própria taxa básica e da produção industrial, que reduzem a incerteza.

Brière concluiu que, nos EUA, os dados econômicos que agem mais fortemente sobre as taxas, reduzindo também a incerteza, são os de emprego, seguidos pela produção industrial. Já na Europa, a inflação está em primeiro lugar. Seu anúncio afeta muito mais as taxas do que o fazem as estatísticas de emprego e atividade econômica. Para a autora, a explicação deve estar no fato de que o BCE tem uma meta explícita de inflação, ao contrário do Fed, que parece mais sensível ao emprego e ao crescimento (2005: 147-148).

Outro resultado importante dos estudos de Brière é que o interesse dos mercados financeiros pelos dados econômicos não se altera somente com o país em questão, mas também com o tempo. A autora analisa, a partir dos anos 70, quais os dados mais movimentaram os preços quando foram anunciados, principalmente nos Estados Unidos. A pesquisa é feita com base em uma revisão da literatura que inclui estudos de impacto de anúncios econômicos, feita a ressalva do inconveniente das diferenças de metodologia.

A observação desses estudos torna muito evidente, de acordo com Brière, como a influência de certos indicadores sobre os mercados mudou com o tempo. É o caso dos agregados monetários, considerados essenciais no final dos anos 70 e início dos 80. É bom lembrar que entre 1979 e 1982 o Fed adotou um objetivo de controle direto desse agregado. A política foi trocada pela de controle das taxas de juros. Segundo estudos de Balduzzi et al (1997), a influência do agregado monetário sobre os preços não é mais significativa no período 1991-1995. Também a divulgação dos dados da balança comercial tem impacto sobre as taxas durante os anos 80, quando um déficit maior do que o previsto levava os mercados a anteciparem um aumento da taxa básica. Essa influência, entretanto, dissolveu-se na década de 90.

Em contrapartida, a divulgação da taxa de inflação passa a ter influência nos mercados de títulos de dívida dos EUA depois do fim dos anos 70, especialmente após 1979, quando o Fed começa a se concentrar sobre o combate à inflação. Estudos posteriores, até anos mais recentes, sempre mencionam a importância dessa variável. A partir do começo dos anos 80, os dados de emprego também ganham mais importância. Brière cita Cook e Korn (1991), que mostram como o impacto dessas estatísticas eram baixos até a década de 70 e explicam o interesse crescente a partir da percepção progressiva de que a política monetária do Fed era largamente influenciada pela evolução do emprego (2005: 154-155).

Pode-se perceber, segundo Brière, que a lista dos dados econômicos importantes para os mercados dos EUA foi muito influenciada nos últimos 30 anos pelas preocupações dos bancos centrais. Os mercados seguiram prioritariamente o agregado monetário de 1979 a 1982, momento em que o Fed adotava uma política estrita de controle dessa variável e a balança comercial nos anos 80, quando os bancos centrais interessavam-se pelos objetivos externos. Hoje, eles seguem principalmente a inflação, o emprego e os indicadores de consumo e atividade, o que condiz com o duplo objetivo de crescimento e inflação seguido pela autoridade monetária. A maneira como os mercados percebem a política monetária, portanto, influencia largamente a forma como reagem às novidades (2005: 156).

Um terceiro estudo considera as previsões dos economistas, que, segundo Brière, exercem um papel muito importante sobre a formação das expectativas. Ela analisa as chamadas previsões de consenso, disponibilizadas pela *Bloomberg* uma semana antes das divulgações oficiais, para 21 dados econômicos americanos entre janeiro de 1997 e dezembro de 2000. Foi encontrado um viés de extremismo para certas previsões, que variavam muito mais em amplitude do que o dado que buscavam prever. A autora percebeu que os economistas adotavam um comportamento diferente, mais extremista, com relação aos dados que mais movimentavam os mercados (2005: 158-160).

A hipótese de que o mercado reage mais fortemente aos anúncios precisamente porque as previsões são extremas foi rejeitada com base em uma regressão. Uma das explicações de Brière para o fenômeno baseia-se em Reason (1987). Segundo o autor, quando um indivíduo é confrontado com a resolução de um problema, seu grau de questionamento das hipóteses e de pesquisa de soluções novas depende de seu nível de ansiedade ou atenção. A pesquisa mais aprofundada de fatores de mudança e possíveis novos cenários levaria os economistas, assim, a

fazer previsões mais extremas para dados em que o nível de atenção é mais elevado. Economistas de mercado entrevistados por Brière afirmaram que, para dados pouco seguidos pelos mercados, os analistas tendem a copiar uns aos outros, enquanto para os dados importantes estão mais inclinados a tecerem percepções pessoais (2005: 162).

Os resultados das pesquisas parecem à Brière reveladores da existência de representações coletivas e da natureza convencional da escolha de variáveis seguidas pelos mercados financeiros (2005: 163). Seus estudos mostram que não há relações universais entre variáveis e taxas de juros, mas sim contextuais. Em defesa dessa hipótese estão, entre outros, o entusiasmo tardio com certos dados econômicos, disponíveis anteriormente, a variação de interesse sem que tenha havido qualquer modificação econômica⁶, o desinteresse dos mercados atualmente por certos indicadores importantes⁷ e o foco sobre dados muito voláteis, revisados com frequência⁸.

Brière (2005: 167) conclui que não existe um modelo único da economia, ao qual os agentes se conformam a todo instante para avaliar os ativos financeiros e determinar o valor fundamental. Existem sim diferentes representações coletivas, que servem de referência em um momento dado a todos os participantes do mercado e que evoluem ao longo do tempo, influenciadas de forma notável pelas concepções de política monetária dos bancos centrais. A autora refere-se a essas representações com o termo keynesiano, aqui já visto, convenções de interpretação, que, segundo ela, são autorreforçadas em períodos estáveis, já que os preços comportam-se exatamente como os participantes do mercado haviam previsto. Essas

⁶Para esse caso chama atenção o exemplo do Canadá, relatado por Brière (2005: 166), em que a simples decisão do banco central de modificar o procedimento de divulgação da taxa básica, que passa a ser feita em datas fixas, modifica o interesse dos mercados do país pelos dados econômicos. Eles passam a reagir aos dados canadenses, como se agora tivessem papel importante, enquanto antes apenas reagiam aos resultados dos EUA, cujo interesse passou a declinar.

⁷Brière escreve antes da crise econômica que teve origem no mercado imobiliário norte-americano, mas já chama a atenção, por exemplo, para a negligência aos dados de endividamento das famílias. Os terminais de informação, como *Bloomberg*, publicavam apenas um de seus componentes: o crédito para consumo. O crédito à habitação, apesar de representar o componente principal do endividamento das famílias nos EUA, sequer estava disponível na *Bloomberg* e não era seguido pelos mercados (2005: 165).

⁸A produção industrial dos EUA, por exemplo, é revisada até quatro vezes depois de sua publicação, segundo Brière. O que surpreende é que os mercados reagem aos anúncios dos dados, cujas datas são divulgadas com antecedência e largamente difundidas. Já as revisões, que poderiam modificar a avaliação da situação econômica, não suscitam qualquer reação e muitas vezes sequer são publicadas nos terminais de informação (2005: 165). Esse parece ser mais um sinal de que os investidores seguem os índices mais pelo fato de outros seguirem do que por seu conteúdo propriamente dito.

representações somente são contestadas quando há uma crise grave, em que uma série de eventos passa a contradizê-la⁹.

Brière dedica o capítulo final de seu livro à importância dos bancos centrais e economistas na formação das representações coletivas. É o que veremos em seguida.

2.4 O papel dos bancos centrais e dos economistas

Os bancos centrais têm um papel crucial devido à capacidade de influenciar as taxas de juros e uma real experiência na análise da situação econômica, mas também graças à sua política de comunicação, segundo Brière. Para ela, é a ampla divulgação dos seus pontos de vista que torna possível a coordenação dos agentes, que, como vimos, necessitam de um ponto saliente ao qual se apegar em um contexto de incerteza (2005: 169). Todos estão cientes de que os outros também acompanham com atenção os discursos, coletivos e divulgações de dados das autoridades monetárias, o que torna mais viável a coordenação.

Brière destaca a importância que os bancos centrais têm hoje para os mercados e a influência sobre os ativos financeiros. A inflação passa a ter papel chave sobre a forma como os participantes do mercado representam seu ambiente econômico. Todos os indicadores, como taxa de crescimento, consumo das famílias e índices de confiança, são considerados a partir da sua relação potencial com a inflação. A autora considera que essa concepção da economia, quase que exclusivamente centrada em mecanismos monetários, é extremamente simplificada (2005: 171-172).

O fato de controlarem as taxas básicas e poderem fazer operações de mercado aberto, influenciando as taxas de curto prazo, é certamente, para Brière, o que confere tal importância aos bancos centrais. Os operadores do mercado também consideram que a autoridade monetária monitora intimamente uma grande quantidade de indicadores econômicos, o que eles sabem não ter capacidade nem tempo para fazer. Concentrando-se quase que exclusivamente sobre a análise

⁹A autora afirma, na introdução ao livro, que é muito difícil explicar como se operam as mudanças de representações, um trabalho que ainda precisa ser feito (2005: 19).

econômica dos bancos centrais, entretanto, a autora teme que eles negligenciem informações que poderiam ser pertinentes.

Os bancos centrais podem fixar as taxas básicas, mas não são capazes de controlar diretamente as taxas de longo prazo, que dependem largamente das expectativas. Por isso, segundo Brière, parece cada vez mais importante reforçar o efeito mecânico das decisões de política monetária, permitindo que apenas um sinal da autoridade dispense os bancos de agir efetivamente. Para isso, é necessário ter legitimidade, que também é obtida, de acordo com a autora, por meio da comunicação, habilidade que foi aprimorada recentemente com a iniciativas dos bancos centrais no sentido de adotar um discurso extremamente simplificado. O objetivo é que não permaneça qualquer ambiguidade sobre os pontos de vista do banco central, de tal forma que possam integrar as representações e serem repassados aos preços coletivamente (2005: 174).

O auge da simplificação das informações, para a autora, é a adoção de metas de inflação, que explicitam aos mercados o objetivo da autoridade. Os investidores desses países estão cientes de que o banco central deve aumentar a taxa básica como resposta a uma inflação superior à meta. O problema, para Brière, é que essa comunicação seja exageradamente simplista e introduza rigidez na política monetária. Outro debate é sobre como fixar a meta de inflação. Além disso, um simples critério de inflação não é suficiente, para a autora, no sentido da estabilidade financeira. Há episódios históricos de instabilidade precedidos por períodos de inflação baixa ou declinante, como é o caso da crise japonesa na década de 80. Brière cita Kenen (2000), para quem a escolha da meta de inflação deve-se mais ao amor pela simplicidade e transparência frente ao público do que à sua pertinência econômica (2005: 176).

Brière afirma que a meta poderia ser qualquer outra, já que seu único propósito é legitimar a ação dos bancos centrais e evitar incertezas, o que faz lembrar o argumento keynesiano. A própria necessidade de transparência não é natural, mas arbitrária, no sentido de que existem alternativas. O Fed só instaurou sua política de comunicação e passou a anunciar publicamente suas decisões de política monetária, como mostra a autora, depois de um debate de quase 20 anos. Antes de 1994, as declarações ao Congresso Nacional eram voluntariamente ambíguas e incompreensíveis para quem não tinha base em Economia. Instituições financeiras empregavam economistas para decifrar a política monetária a partir das operações de mercado aberto. As primeiras controvérsias surgiram em 1975, quando um estudante de Direito considerou que as decisões secretas violavam o direito de informação. Na época, teorias ainda hoje aceitas

foram usadas contra a transparência e o Fed argumentou que ela resultaria em perda de flexibilidade e favoreceria os especuladores. Somente na década de 90, o Fed decidiu anunciar as decisões no mesmo dia da reunião de seu comitê de política monetária (2005: 177-178).

Os economistas, por sua vez, também têm seu papel na formação de representações. Eles estruturam e traduzem a informação econômica, para que surja, a partir da massa de indicadores, um sinal claro, que permita ao mercado tomar decisões de investimento. Além disso, interpretam os movimentos de preços com base nos fundamentos econômicos, especialmente quando o ambiente muda e o mercado é incapaz de compreender o movimento. Ao justificar as evoluções por meio de raciocínios econômicos, os economistas ajudam a legitimar e, assim, reforçar a representação original.

Chama a atenção o resultado da classificação de analistas feita pelo órgão *Institutional Investors*, a partir da opinião de gerentes de portfólio. Eles consideraram que a exatidão de previsões está em sexta posição entre os critérios para avaliar a qualidade dos analistas. O critério mais importante para os investidores é o de oferecer uma espécie de guia, roteiro, que permita a eles posicionarem-se no mercado. O trabalho foi feito para o mercado acionário, mas Brière suspeita que um estudo dos economistas no mercado de taxas teria resultados muito semelhantes (2005: 180).

Brière questiona-se se são os economistas que influenciam as representações dos participantes ou se eles são influenciados pela opinião dominante nos mercados. Ela considera que o movimento faz-se, provavelmente, nos dois sentidos, principalmente porque economistas e estrategistas trabalham a maior parte do tempo ao lado de participantes do mercado e, muitas vezes, as previsões são elaboradas conjuntamente.

Sobre a prática de montar previsões, a autora cita o trabalho de Maarek (2003), que pesquisa o comportamento de estrategistas. Ele considera que a interpretação deveria, em princípio, basear-se em teoria econômica e ser quantificada a partir de técnicas estatísticas e econométricas, mas a prática é muito mais prosaica. Segundo Maarek, os esquemas de interpretação, raramente quantificados, são inspirados em uma preferência ideológica, na situação em vigor ou em referência a episódios passados que tenham semelhança com o presente (2005: 182).

Percebe-se, portanto, que seja porque os bancos centrais e economistas têm legitimidade sobre o mercado, seja porque a informação que oferecem é largamente difundida para todos os

participantes (e todos estão cientes desse fato), seja pelos dois motivos, suas concepções e interpretações do ambiente econômico tornam-se espécies de pontos salientes, que, segundo Brière, permitem que as opiniões se concentrem e que os participantes adotem referências compartilhadas para orientar suas decisões. Como afirmava Orléan, a informação pertinente não é definida de forma objetiva, mas pela sua capacidade de prever as crenças da multidão de participantes. (2005: 184). E isso ocorre por causa da incerteza, reduzida com a definição de indicadores e opiniões a seguir, mas também pela necessidade de se preocupar com a opinião dos outros, já que o valor final é um fenômeno coletivo.

2.5 Algumas considerações

Os estudos de Brière colocam em destaque a existência de representações coletivas nos mercados, que têm papel crucial na formação das taxas de juros. Ela mostra que não há relações universais, justificadas com base em fundamentos, entre essas taxas e demais variáveis. Aceitar esse argumento envolve romper com a hipótese das expectativas racionais, que afirma existir um modelo verdadeiro, conhecido pelos participantes do mercado, que o preenchem com toda a informação disponível, chegando, assim, à taxa de equilíbrio, única e natural. A autora mostra como a observação dos mercados leva à percepção de que essa hipótese está longe de refletir a realidade.

O trabalho de Brière evidencia como a taxa resultante das interações entre participantes do mercado, economistas e banco central é convencional, no sentido sintetizado por Dequech (2011: 15), em parte com base em Keynes, que detalharemos na próxima seção: ela é arbitrária, porque uma alternativa não claramente inferior é concebível; e é seguida pelo menos em parte porque se espera que outros irão segui-la. No plano de fundo da adesão a essa convenção, está a incerteza sobre teorias, modelos e informações. A necessidade de ação e decisão nos compele a subestimar esse fato embaraçoso, como diria Keynes no QJE (1937: 214), e apelar para representações comuns ou convenções, que permitam a coordenação.

A autora considera que as representações coletivas não são heterorreferenciais, mas também não são criadas de forma autorreferencial exclusivamente nos mercados. Elas são influenciadas pelos bancos centrais e economistas. É o complexo formado por esses dois atores,

somados aos participantes dos mercados, que tem uma dinâmica autorreferencial, no sentido de que não há uma referência externa ao grupo que não possa ser afetada por ele, nesse caso, uma taxa natural. Para compreender essa dinâmica, Brière foca o mercado de títulos públicos e as influências dos outros atores sobre esse contexto.

Assim como Keynes, o que Brière trata como convencional, ou alvo de representações coletivas, é a taxa de juros de mercado, não a taxa definida pela autoridade monetária. Ela não tece considerações significativas sobre como a taxa básica se forma dentro dos bancos centrais. A autora cita rapidamente o movimento de mão dupla que pode existir entre visões de economistas e dos mercados, mas não entre a posição tomada pelo Banco Central sobre a taxa básica, que afeta todas as outras taxas, o mercado e os economistas. Apesar de Brière ressaltar que ele faz parte desse contexto e que não existe um valor natural para os juros, o banco central muitas vezes parece no trabalho da autora como um agente externo, uma caixa fechada, pouco influenciada pelo movimento dos outros. Como a decisão sobre a taxa básica insere-se nessa autorreferencialidade? Ainda que possa ter mais acesso a informações e experiência no contato com modelos e teorias, os bancos centrais também lidam com a incerteza e precisam enfrentá-la para tomar decisões. Será que eles também não buscam referências comuns, saliências, no mercado e nos economistas?

Consideramos importante destacar que os bancos centrais também não têm posse de um valor fundamental. Da mesma forma que o mercado, eles enfrentam um universo não necessariamente estacionário, uma grande variedade de teorias, modelos e informações ao tomarem decisões ou divulgarem previsões sobre o futuro. Brière confere muita importância aos economistas e ao banco central como maestros da orquestra, formada pelos participantes do mercado, muito bem explicada e destrinchada em seu livro. Ela não estuda, entretanto, o processo de formação das decisões e previsões da autoridade monetária.

No próximo capítulo, buscamos encontrar os traços convencionais da formação da taxa básica de juros brasileira. Neste trabalho não tratamos do mercado de títulos do país, que provavelmente está sujeito a uma dinâmica semelhante à apresentada pela autora, já que tem elementos e personagens muito próximos ao mercado estudado por ela. É possível que encontrássemos no país uma seleção de informações próxima à europeia, em que o Banco Central leva o mercado a priorizar os índices de inflação, deixando dados sobre crescimento e emprego, por exemplo, em segundo plano. Também aqui os artigos de economistas, editoriais e notícias

que antecedem a decisão sobre a taxa básica de juros parecem fazer o papel de previsões de consenso, vistas como a posição coletiva de uma entidade chamada mercado. Depois da decisão, assim como em Keynes, esses participantes também parecem reagir à diferença entre o dado divulgado e as previsões, seja qual for o patamar da taxa.

Vamos discutir a tese da convencionalidade para o caso da taxa básica de juros brasileira destacando o processo de formação da meta de juros dentro do Banco Central, incluindo seus membros tomadores de decisão e as influências externas a esse grupo. Esperamos que a incerteza, a falta de fundamentos claros e a busca da opinião alheia, salientados por Brière e Keynes, também ajudem a compreender a taxa brasileira.

Vamos ver que, no Brasil, o Banco Central não toma decisões apenas com base em seus cálculos e modelos, mas, de forma declarada, coleta diretamente a opinião do mercado financeiro, por meio da pesquisa *Focus*, e busca um consenso. Está aberto aí o caminho para uma via de mão dupla, que Brière considera poder existir entre visões de economistas e operadores de mercado. O estudo da existência de convenções, ou representações coletivas, no trabalho de economistas e Banco Central é especialmente importante no caso brasileiro, pelo papel que eles têm em legitimar e naturalizar a taxa básica em um patamar considerado por alguns autores como desproporcional com relação a outros países, como veremos. Ainda que o argumento da convencionalidade não seja suficiente para justificar esse nível, ele pode auxiliar nesse debate.

Buscamos mostrar, no próximo capítulo, por analogia com os trabalhos de Orléan, Brière e Keynes, que as decisões da autoridade monetária, pelo menos no caso brasileiro, também estão sujeitas a processos autorreferenciais, ao estilo do concurso de beleza keynesiano, e a representações coletivas sobre o funcionamento da economia. Consideramos que essa análise é primordial, ainda que como complemento ao trabalho de Brière, quando se considera o caso brasileiro.

III. Uma abordagem alternativa para a taxa básica de juros brasileira

Introdução

Em 12 de novembro de 2009, a tradicional revista semanal inglesa *The Economist* publicou matéria de capa com a manchete “Brazil takes off”, em tradução livre, “O Brasil decola”. De acordo com a reportagem, o país teria sido um dos últimos a entrar e o primeiro a sair da crise econômica iniciada nos EUA. A revista ressalta sua posição privilegiada com relação aos outros BRICs, grupo promissor formado por Brasil, Rússia, Índia e China. O país latino-americano estaria na vantagem por ser uma democracia, não ter conflitos religiosos ou étnicos, ter uma pauta de exportações diversificada e tratar os investidores estrangeiros com respeito, de acordo com a publicação.

Dois meses antes de merecer a reportagem de capa da revista, em setembro de 2009, o Brasil era promovido pela agência *Moody's* a “grau de investimento”. Era a terceira das principais agências de avaliação do mundo a reconhecer a capacidade do país em absorver choques e a baixa vulnerabilidade em relação aos pares, um sinal verde para os investidores interessados nos títulos da dívida do governo brasileiro. A nota à imprensa informava que “as condições econômicas parecem ser favoráveis para constantes reduções dos indicadores de dívida do governo, devido a perspectivas de crescimento no curto prazo e à probabilidade de que as condições macroeconômicas continuarão validando taxas de juros de um dígito, condição que mudaria de maneira fundamental a dinâmica da dívida”.

Efetivamente, a taxa de juros brasileira tinha alcançado pela primeira vez o patamar de um dígito em junho de 2009, quando passara a 9,25% ao ano. Desde janeiro, a taxa tinha assumido uma trajetória de queda, de tal forma que, em abril, o país abandonara a posição, nada honrosa, de sede dos maiores juros reais do mundo. A *Moody's* errou, entretanto, na previsão. A Selic parou de cair, voltou a ser a maior do mundo em janeiro de 2010, e, depois de 19 meses sem subir, teve um acréscimo de 0,75 ponto percentual em abril. Em junho de 2010, a taxa voltou a ter dois dígitos, de acordo com dados da página do Banco Central na internet.

Situações como essa, envolvendo a taxa básica de juros brasileira, levam alguns autores, como Bresser-Pereira e Nakano (2002a), a colocar em questão um dos argumentos mais utilizados para explicar o seu nível: o prêmio de risco, ou seja, a remuneração exigida pelo investidor dada a possibilidade de que um país deixe de arcar com seus compromissos financeiros.

O chamado Risco Brasil é definido como o diferencial de juros entre um título do governo norte-americano e um título do governo brasileiro, negociados no mercado internacional e com a mesma maturidade. Bresser-Pereira e Nakano (2002a: 161) consideram um conceito alternativo, de Risco Efetivo Brasil, como o adicional de juros, acima da taxa dos títulos do Tesouro Americano, necessário para levar os credores a fazer um empréstimo ao país, dado o risco envolvido. Esse diferencial teria como base as informações das agências de avaliação de risco, como a *Moody's*, e deveria refletir-se na taxa real.

Bresser-Pereira e Nakano afirmam que o Risco Brasil e o risco efetivo não coincidem, ou seja, o diferencial de juros é maior do que o explicado pelo risco. “Ora, não existe essa proporção. Países com taxas de risco maiores do que o Brasil têm taxas de juros reais menores” (2002a: 162). Segundo Bresser-Pereira e Nakano, a discrepância também não pode ser explicada pela moratória brasileira de 1987, que sinalizaria para uma possibilidade de o país voltar a não arcar com suas dívidas. Eles destacam o caso da Rússia, que tem taxa de juros real inferior, apesar de sua moratória ser muito mais recente, de 1998.

Não é o propósito deste trabalho, como vimos, discutir porque a taxa básica de juros brasileira permanece em patamar mais elevado do que em países com risco maior, como afirmam Bresser-Pereira e Nakano. A discussão que será realizada aqui, entretanto, pode ajudar a compreender essa questão, na medida em que é um caminho para contestar a naturalidade e objetividade dessa taxa, além de oferecer algumas ideias sobre a sua formação. O debate da convencionalidade no que se refere à taxa de juros é útil em outras economias, como vimos em Brière para Estados Unidos e Europa, mas se torna especialmente interessante para o caso brasileiro, em que a taxa assume níveis comparativamente altos, cuja explicação tem sido motivo de controvérsias.

Para tratar da taxa básica de juros brasileira é necessário fazer referência ao regime em que ela tem estado inserida nos últimos anos, o sistema de metas de inflação, e às especificidades do formato adotado no país. Esse é o intuito das próximas seções, em que não se pretende esgotar

o tema, mas explicar de que taxa tratamos aqui e destacar algumas características básicas que podem auxiliar no segundo objetivo deste trabalho: discutir a tese de que a taxa básica de juros no Brasil é convencional. Isso será feito especialmente com base em Keynes e no arcabouço teórico convencionalista de Orléan e Brière.

1. Uma visão geral do sistema de metas de inflação

As metas para taxas de juros surgiram como alternativa às metas para oferta de moeda. Para controlar os ciclos de negócios, a partir da década de 60, optava-se por tentar intervir diretamente no crescimento do agregado monetário. Depois de algumas experiências negativas, esse agregado passou a ser considerado pouco previsível. A saída foi mirar as taxas de juros, que passaram a ser o instrumento principal da maior parte dos bancos centrais para o controle monetário (Palley, 2006: 85).

O sistema de metas de inflação surgiu no começo da década de 90 como uma resposta à necessidade de definir uma taxa de juros apropriada. Maryse Farhi (2007: 3-4) resume sua base teórica:

“Os fundamentos teóricos do regime de metas de inflação se baseiam no paradigma novo-clássico de neutralidade da moeda, expectativas racionais, equilíbrio de mercado, preços flexíveis e oferta de trabalho determinada por salários reais. A adesão de economistas novo-keynesianos (...) a essa política monetária levou ao assim chamado ‘novo consenso’ que passa a aceitar um possível impacto da política monetária no curto prazo (curva de Phillips de curto prazo inclinada para baixo), mas mantém sua neutralidade no longo prazo (curva de Phillips de longo prazo vertical)”.

O regime de metas de inflação consistiria, assim, segundo Farhi, “na adoção de regras definidas para a condução da política monetária por um Banco Central com objetivos precisos de estabilidade de preços”. Esse comportamento seria necessário para evitar o viés inflacionário, inerente à prática governamental segundo os economistas do “novo consenso”. A ideia básica é que políticos de sociedades democráticas, guiados pelo desejo de reeleição, adotariam medidas como diminuição da taxa de juros, para reduzir o desemprego, que até poderiam ter resultados, mas apenas no curto prazo (2007: 4-5).

Arestis e Sawyer (2003: 2) listam as características básicas do sistema que surge a partir desses fundamentos teóricos: determinação pelo governo de uma meta numérica para a inflação;

uso da política monetária como instrumento chave para atingir essa meta, por meio de ajustes na taxa de juros, e operação da política monetária por um Banco Central independente, que se preocupa sobretudo com a inflação.¹ Os efeitos de longo prazo da política monetária em outros objetivos políticos, como crescimento e emprego, são ignorados ou assumidos como inexistentes.

Os autores distinguem dois tipos de sistema de metas. Em um deles, todos os objetivos são subordinados à estabilidade de preços. No outro, chamado de mandato dual, adere-se igualmente aos objetivos de flutuações de preço e produto. Os autores do artigo fazem a ressalva: “However, price stability is the overriding goal in the view of the IT (*Inflation Target*) proponents” (Arestis & Sawyer, 2003: 11). Para os objetivos deste trabalho, não se pretende entrar na polêmica sobre se o mandato dual poderia ser efetivamente caracterizado como sistema de metas de inflação. Basta considerar que, em uma página de perguntas e respostas na internet, a autoridade monetária brasileira define da seguinte forma o sistema: “é um regime monetário no qual o Banco Central se compromete a atuar de forma a garantir que a inflação observada esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente”.

A transparência no anúncio das metas é considerada uma ferramenta em prol da melhora na comunicação entre o público, os empresários e os políticos. Todos devem estar cientes do objetivo primário do governo, a estabilidade de preços. A meta explícita deve trazer credibilidade e, inclusive, depende dessa legitimidade, ou seja, do apoio e reconhecimento público, para funcionar com custos menores. Normalmente considera-se que a política deve ser operada por técnicos para evitar a inconsistência temporal, ou seja, que políticos usem os instrumentos monetários em favor de ganhos de curto prazo, como aumento do emprego, ao custo de efeitos negativos no longo prazo, como inflação (Arestis e Sawyer, 2003: 6 e 8).

De acordo com Carvalho *et alli* (2007: 144), os defensores das metas de inflação acreditam que a política monetária não pode estimular investimento ou reduzir emprego. Eles postulam que uma política que aumenta a liquidez da economia objetivando estimular crescimento causa efeitos inflacionários permanentes, enquanto os efeitos reais, quando existem, são passageiros. A política seria inócua e ainda poderia dificultar o crescimento duradouro, já que

¹ Farhi (2007: 7) aponta um estudo de março de 2006 do Fundo Monetário Internacional (FMI) em que características como a independência institucional, em que o banco central tem plena autonomia legal e está livre de pressões fiscais e políticas que criem conflito com a meta de inflação, consideradas tradicionalmente como pré-condições para a adoção do regime de metas, são vistas em trabalhos mais recentes como desejáveis, mas não essenciais para o sistema.

geraria um ambiente de inflação. Segundo Arestis e Sawyer (2003: 12), “it is generally assumed within the IT (*Inflation Target*) framework that lower inflation is always more desirable than higher inflation, and that lower inflation can be achieved without any loss of output”.

Assim como as explicações da *mainstream economics* para o mercado acionário giram em torno de um conceito de valor fundamental, as teorias que servem de base à política monetária no sistema de metas de inflação envolvem o conceito de taxa natural de juros, que deve guiar as variações na taxa básica de juros. A taxa natural é considerada um valor objetivo, correto, de equilíbrio macroeconômico, para o qual se deve convergir no longo prazo, o que é perfeitamente possível diante da suposta racionalidade dos agentes, como vimos em Brière.

A taxa natural de juros, desde Wicksell, é a que iguala poupança e investimento, equivale à produtividade marginal do capital e é compatível com a estabilidade dos preços. Nos modelos mais modernos, seria a taxa real de equilíbrio condizente com preços estáveis e hiato do produto nulo, ou seja, produto igual ao potencial. Por essa teoria, cada economia tem sua taxa de juros correta, natural. Cabe ao Banco Central apenas persegui-la, combatendo desequilíbrios temporários, o que é puramente técnico e não envolve decisões políticas. Taxas básicas altas, portanto, corresponderiam a taxas naturais altas. A partir dessa análise, um alto nível poderia ser mantido por muito tempo, já que a taxa natural varia de forma lenta, dependendo de mudanças estruturais.

Para perseguir a taxa natural de juros e, assim, permitir que o emprego esteja em seu nível natural de equilíbrio, nessa abordagem teórica, os bancos centrais devem seguir uma função de reação. A mais conhecida é a chamada regra de Taylor, que recebeu esse nome porque o autor teria demonstrado que a equação capturava de forma satisfatória o comportamento das taxas de juros dos Estados Unidos e da política monetária do *Federal Reserve System* (Fed), o banco central do país². A equação pode ser escrita como:

$$i_t = i^* + a(\pi_t - \pi^*) - b(u_t - u_n)$$

² Segundo Brière (2005: 57), Artus e Avouy-Dovi (1990) estimaram uma função de reação para o FED nos períodos de 1979-1982 e 1982-1987. Eles descobriram que muitas outras variáveis (crescimento real, déficit público como parcela do PIB e velocidade da circulação da moeda, por exemplo) são significativas, de tal forma que o Fed usa mais do que uma simples Regra de Taylor para determinar as taxas. É mais provável que o banco central americano use um grande número de indicadores econômicos.

Na expressão, i^* é a taxa de juros de equilíbrio, π_t a inflação corrente, π^* a meta de inflação, u_t o desemprego corrente e u_n a taxa natural de desemprego. São levados em conta, portanto, o hiato do produto – diferença entre o produto efetivo e o potencial – e o desvio da taxa de inflação em relação a uma meta definida. Alguns autores sugerem aperfeiçoar a regra de Taylor acrescentando a inflação esperada, π^e .

Veremos mais à frente que vários dos pressupostos teóricos do sistema de inflação, assim como algumas características do regime, apesar de amplamente aplicados, não são consensuais. Além disso, há diferenças entre países nas aplicações práticas. Antes disso, vamos tratar do sistema de metas brasileiro, também sem o objetivo de esgotar suas características, mas destacando aspectos que podem servir ao exame do argumento da convencionalidade.

2. O sistema de metas de inflação brasileiro e a taxa Selic

O sistema de metas de inflação foi implementado no Brasil como alternativa às metas de taxa de câmbio, que resultaram em importante crise no começo de 1999. Entre 1994 e 1998, com o objetivo de reduzir a inflação galopante, o governo recorreu a altas taxas de juros domésticas para atrair capitais estrangeiros e manter a moeda brasileira valorizada. A estratégia de estabilização dependia do influxo contínuo de capital estrangeiro e ficou fragilizada depois das crises cambiais do leste asiático, em 1997, e russa, em 1998. No final de 1998, as reservas brasileiras tornaram-se escassas e o governo perdeu a capacidade de sustentar a moeda apreciada. A crise cambial resultou em uma maxidesvalorização e, novamente, em aumento substancial na taxa de juros básica, dessa vez para interromper a fuga de capitais. A moeda desvalorizada representava um risco de volta da inflação (Barbosa-Filho, 2008: 187).

Desde o começo da década de 90, diversos países desenvolvidos vinham adotando o regime de metas de inflação. Em junho de 1999, o governo brasileiro anunciou a sistemática das metas de inflação como diretriz de política monetária, no mesmo ano em que México e Colômbia aderiram. A justificativa, segundo Barbosa-Filho, era coordenar as expectativas de mercado e controlar a inflação em um contexto de câmbio flutuante (2008: 188). Exatamente três anos antes havia sido criado o Comitê de Política Monetária (Copom), que deveria estabelecer as diretrizes da política monetária e definir uma meta para a taxa de juros, além de “proporcionar maior

transparência e ritual adequado ao processo decisório”, de acordo com texto institucional publicado na página do Banco Central. A partir de 1999, a função do comitê passou a ser a de “cumprir as metas para inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)”.

O CMN é formado pelos ministros da Fazenda, do Planejamento e pelo presidente do Banco Central. Em junho de cada ano, o conselho estabelece a meta e o intervalo de tolerância para a inflação dos próximos dois anos. A referência é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que considera a variação de preço de uma cesta de consumo de famílias que recebem de um a 40 salários mínimos. O intervalo de tolerância tem variado entre 2 e 2,5 pontos percentuais para cima e para baixo.

Para alcançar a meta, o Copom reúne-se oito vezes ao ano³, por dois dias. Integram o comitê o presidente do Banco Central e os diretores de Política Monetária, Política Econômica, Estudos Especiais, Assuntos Internacionais, Normas e Organização do Sistema Financeiro, Fiscalização, Liquidações e Desestatização e Administração. Na primeira sessão, em uma terça-feira, os chefes de alguns departamentos também participam da reunião. Eles apresentam uma análise da conjuntura doméstica, incluindo avaliações das tendências de inflação, nível de atividade, balanço de pagamentos, situação das reservas internacionais, entre outros. No segundo dia de reunião, uma quarta-feira, com público mais restrito, os participantes fazem recomendações para a política monetária. De acordo com a página do Banco Central, “ao final, procede-se à votação das propostas, buscando-se, sempre que possível, o consenso”. Uma ata, com um resumo dos pontos discutidos no encontro, é divulgada oito dias depois da reunião.

A taxa de juros definida na reunião do Copom é uma meta para a taxa Selic, que vigora até a próxima reunião do comitê. O grupo pode optar por um viés, de alta ou baixa, que permite alteração antes do próximo encontro ordinário. A Selic é definida pelo Banco Central como a taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), que registra todas as transações. Segundo Carvalho *et alli* (2007), no cálculo da taxa são incluídas todas as operações de troca de reservas por um dia

³As reuniões eram mensais desde 2000 e foram reduzidas para oito por ano em 2006. O calendário com as datas das reuniões é divulgado até o fim de outubro do ano anterior.

entre instituições financeiras e entre essas e o Banco Central. As entidades participam do sistema Selic como titulares de contas de registro de títulos.

Quando o termo taxa básica de juros é utilizado neste trabalho, ele refere-se à meta para a taxa Selic, definida na reunião do Copom. A argumentação feita aqui pode, entretanto, estender-se à própria Selic, já que o Banco Central tem conseguido mantê-la muito próxima à meta estipulada. Para se ter uma ideia, de junho de 1999, quando o governo anunciou a meta de inflação como diretriz de política monetária, até novembro de 2010, o desvio máximo da Selic em relação à meta foi de 0,43 ponto percentual.

Para impedir desvios da meta, o Banco Central faz um gerenciamento diário da liquidez e busca neutralizar movimentos nas reservas bancárias principalmente por meio de operações de mercado aberto. Elas consistem na compra e venda de títulos públicos por parte da autoridade, afetando diretamente o volume de reservas bancárias. A taxa de juros sofre acréscimo quando se considera que a inflação vai ultrapassar a meta e/ou quando se espera que o produto real da economia supere o potencial. Nesse caso, o Banco Central vende títulos públicos, contraindo a base monetária e pressionando os juros para cima (Carvalho *et alli*, 2007).

Quando a meta de inflação definida pelo CMN não é alcançada, nem fica dentro do intervalo de tolerância, o presidente do Banco Central deve divulgar uma carta aberta ao Ministro da Fazenda, em que explica os motivos para o descumprimento, assim como as providências e prazo para que a taxa de inflação volte aos limites estabelecidos. O Banco Central brasileiro incorpora a meta primordial de evitar a inflação e “assumidamente não utiliza juros para facilitar taxas de crescimento do PIB ou geração de emprego”, segundo Carvalho *et alli* (2007: 146).

Em sua página na internet, o Banco Central considera que “no regime de metas para a inflação não se podem atribuir à política monetária, cuja ação se baseia no controle de apenas um instrumento, a taxa de juros de curto-prazo, metas adicionais para o câmbio ou o crescimento econômico”. A autoridade ressalva que essas e outras variáveis econômicas são consideradas na construção do cenário futuro da inflação, que serve de base para a decisão do Copom.

Para definir a taxa básica de juros a partir das condições macroeconômicas, o Banco Central usa uma Regra de Taylor, do tipo *forward-looking*, incluindo expectativas de inflação e, segundo alguns autores (e.g., Modenesi, 2008: 9), também a variação cambial.

Para atuar, portanto, o Banco Central precisa estimar as expectativas sobre inflação. Uma das fontes é o Relatório de Inflação, um documento trimestral produzido pelo próprio órgão,

considerando que a taxa de juros seja mantida como na última reunião. A outra origem de informações é um levantamento diário das previsões para a economia brasileira de cerca de 90 bancos e empresas não-financeiras. A pesquisa “Focus - relatório de mercado” é divulgada toda segunda-feira pela Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin). A gerência foi criada em 1999, como parte do arcabouço do regime monetário de metas de inflação. De acordo com a página do banco, “seu objetivo é monitorar a evolução do consenso de mercado para as principais variáveis macroeconômicas, de forma a gerar subsídios para o processo decisório de política monetária”.

A pesquisa Focus acompanha as expectativas do mercado para os índices de preços, crescimento do PIB e produção industrial, taxa de câmbio, Selic, variáveis fiscais e indicadores do setor externo. As instituições participantes compartilham suas previsões por meio da própria página da Gerin na internet, cada uma com seu login e senha. O Banco Central é capaz de acompanhar expectativas em tempo real e divulga mensalmente o “Top 5”, com a classificação das instituições consideradas com melhores previsões dentre as participantes da pesquisa de mercado. O objetivo seria “estimular a melhoria da capacidade de previsão do setor privado”.

Agora que já reunimos algumas informações sobre o sistema de metas de inflação e sua operacionalização no Brasil, podemos discutir a taxa básica de juros brasileira a partir dos conceitos apresentados na primeira parte do trabalho, em especial o de convenção.

3. A taxa básica de juros brasileira sob a perspectiva das convenções

Como vimos no capítulo anterior, a pesquisadora francesa Marie Brière considera que um elemento importante da formação das taxas de juros é a existência, nos mercados, de representações coletivas sobre o funcionamento da economia, dos mercados e da política monetária. De acordo com a autora, essas representações, em grande parte influenciadas por bancos centrais e economistas, condicionariam as reações dos participantes aos anúncios econômicos e da política monetária, afetando os preços (2006: 188). Uma das bases teóricas de Brière é Keynes, para quem não existia uma taxa natural de juros e sim uma taxa altamente convencional. Como também já vimos, segundo Keynes, qualquer nível aceito com suficiente convicção como provavelmente durável será durável.

Alguns autores já usaram o termo *convenção* para se referir a taxas de juros no Brasil, às vezes recorrendo ao nome de Keynes. Bresser-Pereira e Nakano (2002b) escreveram: “Depois da persistente manutenção da taxa de juros em nível muito elevado, é natural que surja o medo de redução e que esse nível se torne uma *convenção*, no sentido keynesiano do termo, e também uma armadilha. Não será, portanto, fácil, escaparmos do equilíbrio perverso da taxa de juros em que nos metemos há muitos anos” (também 2002a: 169 e Bresser-Pereira, 2003: 389).

Outro autor a mencionar é Modenesi, que afirma: “a evidência empírica corrobora a tese de que a formação da taxa de juros no País vem-se fundamentando em uma *convenção* (Keynes, 1937) próconservadorismo na condução da política monetária” (2008: 2). No mesmo texto, ele conclui: “mantido o quadro atual, o BCB dificilmente reduzirá a taxa de juros de forma satisfatória; e uma queda expressiva da Selic somente ocorreria em resposta a uma deflação crônica e de grandes proporções” (p. 29).

Erber (2009: 111) também se refere às taxas de juros brasileiras, mas usa uma noção mais ampla de *convenção* de desenvolvimento, conceituando *convenção* como “representação coletiva que estrutura as expectativas e o comportamento individual”. Para o autor, ela seria constituída por um conjunto de regras, uma teleologia subjacente e agendas positivas e negativas. A teleologia seria uma história que explica como o presente surgiu a partir do passado e as agendas consistem em “uma hierarquia de problemas que devem ser enfrentados, como, por exemplo, controle da inflação, distribuição de renda, soluções para esses problemas que são aceitáveis, como metas de inflação, ou não, como controles administrativos de preços, organizações encarregadas (Banco Central), assim como regras e regulamentos (Regras de Basileia)”. A *convenção*, segundo Erber, permitiria reduzir a incerteza e aumentar a coordenação.

Também Emilio Chernavsky (2007), em uma análise dos juros reais praticados no Brasil a partir de 1993, sustenta que as explicações comumente sugeridas pela abordagem teórica ortodoxa são insuficientes para justificar os patamares das taxas, que ele considera extremamente elevados. Chernavsky argumenta sobre a falta de teorias explícitas capazes de explicar esse fenômeno e procura contestar, com base em estudos empíricos, os argumentos utilizados com frequência, como os de taxa natural, situação fiscal, percepção de risco e necessidade de conter a inflação. Para explicar o patamar das taxas, Chernavsky faz referência às análises de Orléan, em parte baseadas em Keynes, e também sugere que “tais taxas no sistema de metas de inflação em geral, e no caso do Brasil em particular, não resultam de equilíbrio alcançado por uma série de

variáveis econômicas fundamentais, mas são explicadas a partir das convenções específicas adotadas pelo conjunto de agentes relevantes acerca das taxas necessárias para que suas expectativas de inflação permaneçam próximas às metas” (2008: 1). O autor, entretanto, não se aprofunda no tema da convencionalidade.

Há algumas complicações envolvidas nessas análises. A taxa de juros que Keynes descreveu na *Teoria Geral* como altamente convencional é a taxa de juros de mercado, como vimos. Além disso, era a demanda por moeda e mais particularmente seu componente especulativo o principal responsável pela existência de profecias autorrealizáveis e pela convencionalidade da taxa de juros em Keynes, supondo constante a oferta monetária. Brière também discutiu convenções no mercado de títulos. Quando se insere neste contexto um Banco Central responsável por fixar a taxa que serve de referência para todas as outras, defender que as taxas de juros têm algo de convencional não é trivial. Isso vale ainda mais para a própria taxa básica de juros. Outras questões que podem ser levantadas diante dos trabalhos que se referem a uma convenção de juros altos no Brasil dizem respeito ao conceito de convenção: qual é o conceito adotado e exatamente em que sentido(s) a taxa básica de juros no Brasil seria convencional?

Por outro lado, vamos buscar mostrar que, apesar dessas dificuldades, é possível encontrar sinais de convencionalidade também na taxa básica de juros, pelo menos para o caso brasileiro.

Os conceitos de convenção, apesar de manterem uma base comum, são bastante variados, o que torna algumas das aplicações desse termo à determinação da taxa básica de juros no Brasil um tanto vagas, na ausência de uma maior especificação do conceito. Para argumentar de forma mais organizada e precisa sobre a possível existência de convenções na definição da taxa básica de juros brasileira, vamos recorrer a um conceito específico, proposto por Dequech, que ajuda a sintetizar algumas das ideias apresentadas nos primeiros capítulos deste trabalho. A convenção, segundo o autor, é uma instituição com pelo menos duas características:

(1) the property that I call conformity with (expected) conformity, which means that a convention, when followed consciously, is followed at least in part because others (are expected to) follow it; and (2) arbitrariness, in the sense that an alternative that is not clearly inferior to the prevailing pattern is conceivable (Dequech, 2009: 73 e 2011: 15).

Este conceito geral vale também para o caso particular de convenções financeiras. Por exemplo, segundo Dequech (2011), essas duas características também podem ser identificadas no tratamento de Keynes a convenções no mercado de ações.

Antes de buscar no sistema de metas brasileiro traços das duas características que tipificam as convenções, vamos argumentar rapidamente sobre seu caráter institucional.

3.1 Convenções como instituições e o regime de metas de inflação

Dequech (2009) conceitua instituições como padrões socialmente compartilhados de comportamento e/ou pensamento. O autor não trata instituições simplesmente como dispositivos disciplinares, que proporcionam incentivos e desincentivos, mas como padrões que podem exercer profunda influência nos pensamentos e comportamentos individuais. Elas indicam ou representam o que (não) fazer e pensar em dadas circunstâncias. Instituições, nesse sentido amplo, devem incluir modelos mentais compartilhados (na expressão de Denzau e North, 1994), que exercem um papel cognitivo fundamental ao oferecer formas de selecionar, organizar e interpretar a informação (Dequech, 2009: 70-71). As instituições são assim, mais do que, na célebre definição de North (1990), as regras do jogo em uma sociedade ou constrangimentos inventados pelas próprias pessoas para modelar a interação humana, embora ainda valha o argumento de North de que elas reduzem a incerteza, oferecendo uma estrutura para o dia a dia, um guia da ação, limitando o conjunto de escolhas dos indivíduos.

Hodgson (1998) identifica cinco fatores que, segundo ele, são comuns a todas as instituições: elas envolvem interações de agentes; têm um conjunto de características e concepções em comum, assim como rotinas; sustentam e são sustentadas por concepções e expectativas compartilhadas; reforçam sua própria legitimação, de tal forma que sua preservação é vista como moralmente justa e não são imutáveis nem imortais, mas têm qualidades duráveis, persistentes e autorreforçadas. Para o autor (Hodgson, 2006: 2), a durabilidade das instituições resulta, em parte, do fato de elas terem a capacidade de criar expectativas estáveis sobre o comportamento dos outros, permitindo pensamento, expectativa e ações ordenadas.

As instituições podem ser formais, como leis, ou informais, envolvendo, por exemplo, códigos informais de comportamento e padrões de pensamento. O sistema de metas de inflação e a fixação da taxa básica parecem enquadrar-se nesse conceito amplo de instituição, que inclui

regras formais e informais de comportamento e pensamento, no caso compartilhadas por parte significativa da sociedade brasileira há pouco mais de uma década.

A institucionalidade do sistema de metas de inflação é defendida por Maman e Rosenhek (2009), em uma análise da dinâmica política que levou à adoção do sistema de metas de inflação em Israel, na década de 90. Os autores enxergam o regime como um arranjo institucional com profundas consequências para a distribuição de poder no país. A adesão ao sistema, assim como outros processos de mudança institucional, não seria o simples resultado de um processo suave de aprendizado e aceitação de práticas mais racionais e eficientes, mas a consequência de conflitos políticos entre atores do próprio Estado ansiosos por melhorar suas posições no campo político (2009: 217).

Como uma instituição, o sistema de metas envolve um padrão de pensamento sobre as causas e consequências da inflação⁴. O regime também inclui um modelo de comportamento para os bancos centrais, que devem ser (razoavelmente) independentes e ter como principal meta a estabilidade de preços. Os próprios princípios teóricos funcionam como arma poderosa para a institucionalização, garantindo um aspecto científico e objetivo para as regras, ao menos contribuindo para a legitimidade necessária à sua aceitação social.

Segundo os autores, no caso de Israel, a introdução do sistema de metas envolveu o uso intensivo do idioma científico pelos bancos centrais, “as a source of power based on certified objective expertise” (2009: 223). Assim, o regime foi revestido de um status privilegiado, como arranjo institucional eficiente e racional, como parece ocorrer também no Brasil. Isso a despeito de discordâncias, como a do Ministério das Finanças israelense, que se preocupava com crescimento e emprego, e controvérsias até mesmo dentro do próprio banco central do país. O departamento de pesquisa do banco enfatizava as consequências negativas da política para a economia, especialmente para crescimento e emprego.

Sob o comando do presidente do órgão, Jacob Frenkel, a opção pelas metas foi politicamente vitoriosa. O departamento de pesquisa, que mantinha uma posição de liderança dentro do banco, perdeu poder e foi gradualmente excluído do processo interno de decisão. O diretor renunciou ao cargo em 1996. No mesmo ano, em um documento para a imprensa, o

⁴ Na visão de Maman e Rosenhek (2009: 219) o sistema de metas teria como base teórica o paradigma neoliberal que considera a inflação, mesmo a taxas moderadas, como uma ameaça principal à economia. Deve-se acrescentar, no entanto, que a associação entre metas de inflação e neoliberalismo não é inevitável.

departamento monetário do banco central declarava: “In the last two years a general agreement has emerged as to the notion that the interest rate policy should focus on achieving the inflation target” (2009: 234). Era a verbalização do estabelecimento de uma nova instituição, que guiava a forma de agir e pensar, transformada em consenso.

Em seguida, buscando uma argumentação mais sólida a respeito da tese de que há algo convencional na taxa básica de juros brasileira, vamos considerar separadamente os dois aspectos – a conformidade com a conformidade e a arbitrariedade – que, segundo Dequech, caracterizam uma convenção como um tipo específico de instituição.

3.2 Conformidade com a conformidade

Pretende-se discutir aqui se há padrões de pensamento ou de comportamento socialmente compartilhados que têm influência na determinação da taxa básica de juros no Brasil e que sejam adotados por alguns agentes ao menos em parte porque outros agentes também os adotam (ou porque se espera que irão adotá-los). Com esse propósito, a argumentação será dividida em três subseções, lidando respectivamente com os seguintes aspectos: coordenação e autorrealização; legitimidade; e *groupthink*. Uma referência teórica útil nessa análise será o trabalho de Dequech (2010) sobre diferentes explicações para a conformidade dos agentes com padrões institucionais existentes. Embora sua análise não se restrinja a convenções e sim considere instituições mais amplamente, várias dessas explicações envolvem o fato de que outros agentes aderem a um certo padrão ou se espera que vão aderir.

Exclusivamente para argumentar a favor dessas ideias ou para qualificá-las serão utilizadas abaixo as análises de alguns autores sobre a taxa básica de juros brasileira. Elas não são as únicas análises sobre a taxa, nem estão detalhadas aqui, tendo apenas sido escolhidas por oferecerem pistas sobre uma possível convencionalidade da taxa básica.

a) Coordenação e autorrealização

De acordo com Dequech (2010: 7), uma possível explicação para a conformidade com uma instituição existente envolve a ideia de que em vários casos é do interesse de um agente se coordenar com outros. Na literatura econômica, esse fenômeno aparece sob os rótulos de efeito coordenação, retornos crescente de adoção, etc.

Consideraremos essa questão, em primeiro lugar, a partir da perspectiva do Banco Central e, em seguida, da perspectiva de agentes privados, particularmente os que participam da pesquisa Focus.

Carvalho *et alli* (2007: 194) afirmam que o Banco Central não age “à parte das expectativas e desejos dos bancos”. De acordo com os autores, duas razões levariam a autoridade a querer conhecer os pensamentos dos agentes que integram o mercado. A primeira é que a determinação da taxa de juros não pode ser feita a expensas de questões como a solvência dos bancos. Se a liquidez dos bancos for contraída de forma excessiva, a saúde de todo o sistema financeiro pode ser posta em risco. “Em segundo lugar, o Banco Central conduz suas operações também com base na persuasão. Essa persuasão vai funcionar de modo tão mais efetivo quanto menos as ações da autoridade implicarem perdas para os participantes do mercado”, explicam.

Carvalho *et alli* sustentam ainda que, a fim de evitar ocorrências com efeitos desestabilizadores, “o Banco Central procura definir suas ações de política de modo a não frustrar em demasia as expectativas das instituições financeiras quanto à evolução da taxa básica de juros. Esse é o chamado consenso de mercado” (2007: 194).

A necessidade de incorporar os padrões de pensamento e comportamento do mercado sobre a inflação e a taxa básica de juros, portanto, parece estar na própria raiz do sistema de metas de inflação, que precisa da transparência e do consenso para se efetivar. Não se trata aqui da mera consideração, pelo Banco Central, de expectativas privadas por elas poderem afetar a taxa de inflação, mas sim de um possível esforço do Banco Central em se coordenar com agentes privados.

Passemos agora à possibilidade de uma busca de coordenação por parte dos próprios agentes privados. As expectativas de inflação dos agentes econômicos são peça chave para a condução da política monetária no arcabouço teórico e institucional do regime de metas de inflação, como constata Maria Cristina Penido de Freitas (2010: 7). A autora considera, entretanto, que, como o Banco Central não é capaz de observar diretamente as expectativas dos agentes, esse trabalho exige considerável esforço.

Freitas cita Moreno e Villar (2009), que apontam os elevados custos de pesquisas realizadas junto às famílias e às empresas não financeiras, o que resultaria em uma frequência insuficiente para subsidiar as decisões de política de curto prazo. Além disso, o universo pesquisado seria muito heterogêneo, o que levaria ao risco de a amostra pesquisada ser pouco

representativa, o que afetaria a qualidade da pesquisa. Com base em Moreno e Villar (2009), Freitas afirma que, comparativamente, as pesquisas junto aos participantes do mercado financeiro e consultorias profissionais teriam a vantagem de um universo menor e mais homogêneo. “Porém há risco de viés associado ao problema de incentivo associado ao fato de que a remuneração desses profissionais depende muito mais do reconhecimento pelos seus pares que da exatidão de suas previsões”, argumenta a autora (2010: 7). Ela completa, em nota de rodapé: “Como no concurso de fotografia de Keynes, a lógica aqui é não errar. Por isso, os profissionais do mercado financeiro e das consultorias tenderiam a apresentar previsões iguais à média do ‘mercado’” (2010: 7, nota 12).

Se este argumento é correto, pode-se falar de adesão de uns ao que consideram ser ou esperam ser a adesão de outros a certas expectativas ou a uma maneira de formar expectativas. Mesmo que as expectativas dos outros ou sua média não sejam conhecidas no momento em que alguém forma suas expectativas, este alguém ainda pode tentar se colocar no lugar dos outros e buscar se conformar ao que espera que serão as previsões do grupo. Por outro lado, deve ser notado que ainda faltam mais estudos empíricos a respeito de como são formadas as expectativas dos participantes da pesquisa Focus.

Convém também distinguir duas ideias que podem estar misturadas na argumentação de Freitas. A referência ao concurso de beleza keynesiano de fato aponta na direção da convencionalidade e, mais particularmente, da conformidade de uns com a conformidade (esperada) de outros, em busca de ganhos de coordenação. Em contraste, a referência à avaliação dos pares sugere uma preocupação com a reputação. Aqui se encaixa melhor uma outra frase conhecida de Keynes no capítulo 12 da *Teoria Geral*, que já vimos acima: “Wordly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally” (1936: 158). Enquanto a imagem do concurso de beleza keynesiano descreve uma convenção pura, a referência a sanções reputacionais revela a presença de (uma convenção que é também) uma norma social informal (Dequech, 2011: 22).

A comparação de Keynes (1936) do mercado acionário a um concurso de beleza é usada por Dequech (2010) como um exemplo famoso de uma convenção que surge em decorrência de um tipo específico de razão possível (entre outras) para que um agente queira se coordenar com outros: a ocorrência de profecias autorrealizáveis. “In situations where the average opinion is expected to be a self-fulfilling expectation, the more an opinion is expected to gain supporters,

the more it tends to really gain supporters and thus to become a representative average opinion and a convention” (2010: 8).⁵

É possível argumentar que há movimentos de autorrealização em torno da taxa básica de juros, envolvendo diretamente previsões sobre essa taxa ou indiretamente previsões sobre outras variáveis relacionadas.

Previsões de um aumento da inflação podem, por exemplo, de fato levar a uma inflação mais alta. Um agente pode estar pessoalmente convencido de que há capacidade instalada para produzir mais e, assim, atender a um aumento da demanda sem pressão sobre os preços. Diante de manifestações de opiniões alheias diferentes, entretanto, ele pode não se deixar guiar por aquilo que seria sua opinião pessoal isolada. Ao esperar que seus fornecedores, assim como os produtores dos itens que consome, vão aplicar um reajuste sobre os preços, é provável que um produtor faça o mesmo. Algo assim pode passar pela cabeça de diversos agentes. A soma dessas atitudes individuais acaba efetivamente em inflação, assim como, no exemplo citado no primeiro capítulo, a afirmação de Reagan de que o dólar já tinha se desvalorizado o suficiente resultou em alta da moeda americana, apesar de ninguém isoladamente ter sido convencido pelo conteúdo da afirmação.

Pelo mesmo raciocínio, previsões sobre a necessidade de um aumento na taxa básica de juros (ou sobre um patamar alto dessa taxa) para conter a inflação podem fazer com o Banco Central conclua pela necessidade de efetivamente aumentar a taxa básica. Cada agente isolado (inclusive cada membro do Copom) pode achar que não serão necessários juros mais altos, mas ao mesmo tempo acreditar que outros acreditem nisso (e assim sucessivamente).

Um movimento semelhante pode acontecer com as reações dos agentes a anúncios de mudanças na taxa de juros. Mesmo que agentes pensando isoladamente não esperem que isso vá ter maiores impactos sobre o nível de atividade e/ou sobre a inflação, eles podem achar que os outros agentes em conjunto têm uma expectativa diferente e aderir a essa expectativa, a despeito de seu julgamento estritamente individual.

A reação ao próprio anúncio é, inclusive, esperada dentro do sistema de metas de inflação. “Supondo que as autoridades monetárias têm um passado convincente de combate à inflação (isto

⁵ Dequech explica que a autorrealização das expectativas não tem que estar sempre presente para haver a convencionalidade de um conjunto de ideias. Ele se refere à possível legitimidade ou naturalidade das ideias, de que trataremos adiante.

é, possuem credibilidade), a partir do momento em que informam que irão adotar uma política mais dura, os agentes econômicos reduzem suas expectativas inflacionárias. Neste sentido, a credibilidade reduziria o custo de uma política anti-inflacionária”, explicam Deos e Andrade, com base no argumento dos defensores do sistema, segundo o qual o anúncio da meta contribuiria decisivamente para o seu próprio cumprimento (2009: 96).

Movimentos de autorrealização também são reconhecidos por Barbosa-Filho (2008) no que se refere ao produto potencial. As modificações da taxa de juros visam a impedir que o crescimento ultrapasse esse potencial, levando ao surgimento de pressões de demanda. A lógica do sistema de metas de inflação é que a taxa de crescimento de longo prazo é determinada por fatores externos ao sistema e tentativas de crescer mais rápido do que os limites determinados pela oferta resultam em aumento da inflação. “The main problem with such a view is that it fails to recognize that the potential output of an economy is an endogenous variable and, therefore, it can and usually is affected by macroeconomic policy itself, including monetary policy”, afirma o autor (2008: 197).

Deduz-se da análise de Barbosa-Filho que, caso a taxa de juros não fosse aumentada, a própria demanda poderia estimular o avanço da produção, de tal forma que as pressões inflacionárias seriam eliminadas, ao menos no longo prazo, e ainda resultariam em crescimento. Para o autor, assim como para outros especialistas na área, o produto potencial é uma variável não observável, estimada a partir do passado e do comportamento esperado da economia. Como expectativas são fortemente influenciadas pelo passado recente (como enfatizava Keynes no que Dequech 2011 chama de “convenção projetiva”), pode-se criar, nas palavras de Barbosa-Filho, uma “self-fulfilling monetary policy” (2008: 197).

Se um banco central estima que o produto potencial cresce de forma lenta em uma economia e, baseado nessa estimativa pessimista, combate uma aceleração do crescimento por medo de que a inflação ultrapasse a meta, suas próprias ações reduzem o potencial da economia. O investimento é desestimulado e, se o produto potencial for estimado novamente, os dados vão confirmar que o banco central estava certo. Mas isso pode ter acontecido não porque ele calculou corretamente, mas porque sua política colaborou com a produção desse cenário (Barbosa-Filho, 2008: 197).

Ainda segundo Barbosa-Filho (2008: 196), “if monetary policy is too conservative in setting a low inflation target and a fast speed of convergence to it, the economy may end up

locked in a slow-growth equilibrium where the central bank ‘kills’ any growth acceleration for fears of rising inflation” (Barbosa-Filho, 2008: 196). O autor ressalta que isso não significa que o crescimento sempre vai acontecer caso se acredite nele. É evidente que existem limites objetivos, mas a endogeneidade do produto potencial sugere que pode haver mais de uma posição de equilíbrio. Isso pode corresponder a mais ou menos crescimento.

Embora a análise de Barbosa-Filho (2008) trate da ocorrência de uma profecia autorrealizável sobre o produto potencial, isso por si só ainda não indica a presença de algo convencional. Podemos, no entanto, considerar a possibilidade de adesão de outros agentes ao que seria uma previsão autorrealizável. Agentes privados podem aderir às estimativas (ou ao que imaginam ser as estimativas) do Banco Central sobre o potencial de crescimento não-inflacionário da economia. Isso poderia afetar, por exemplo, as expectativas desses agentes sobre a inflação.

Um processo semelhante de autorrealização de expectativas do Banco Central pode envolver a taxa básica de juros, especificamente em relação ao nível necessário para compensar o risco-país. Se o Banco Central acreditar que é preciso fixar a taxa básica num patamar elevado, isto contribui para aumentar a despesa do governo com juros e, por essa razão, pode aumentar a percepção de que a situação financeira do governo se deteriorou e de que é maior o risco de não pagamento da dívida pública. Em outras palavras, embora o Banco Central possa argumentar que a taxa básica de juros é alta porque o risco é alto, a partir de certo ponto o risco eleva-se pelo próprio fato de a taxa ser alta. A partir desse raciocínio, Bresser-Pereira e Nakano (2002a) percebem a existência de dois equilíbrios: um, virtuoso, com taxa de juros menor, e outro, aberrante, em que juros altos levam a taxas ainda mais elevadas. Para os autores, enquanto os dados empíricos sugerem que a maioria dos países está no primeiro equilíbrio, o Brasil encontra-se no segundo: “ironicamente, países que praticam taxas de juros baixas acabam sendo percebidos como tendo risco-país baixo, ainda que seus fundamentos sejam piores que de um outro país com taxas de juros elevadas” (2002a: 167-168).

De novo, assim como no caso do produto potencial, a possível autorrealização de uma expectativa do Banco Central sobre a taxa de juros não implica em si mesma uma convenção, mas uma convenção pode surgir quando agentes privados aderem a essa expectativa, seja exclusivamente por causa da importância que eles mesmo atribuem ao Banco Central, seja porque acreditam que outros agentes se deixarão influenciar pelo Banco Central.

b) Legitimidade

Para Dequech (2010), outra razão pela qual os agentes econômicos podem seguir um padrão institucional existente é a legitimidade dessa instituição: “the very fact that many other people have adopted a certain pattern of behavior or of thought tends to give that pattern some legitimacy. The legitimacy of an institution may make it more acceptable to an individual than a deviant alternative” (p. 12).

Podemos aplicar essa ideia à adesão ao próprio sistema de metas de inflação. O fato de diferentes países adotarem o sistema de metas de inflação pode contribuir para dar legitimidade ao sistema e ajudar a justificar antigas e novas adesões. De fato, examinando o caso de Israel, Maman e Rosenhek (2009: 234) destacam que a adoção à política de metas de inflação por um número crescente de países desenvolvidos, a partir da década de 90, serviu ao Banco Central israelense como valiosa fonte de legitimação.

Parece estar envolvido aí um tipo específico de legitimidade discutido por Dequech, que ele chama de legitimidade epistêmica: “a socially recognized appearance of well-foundedness” (2010: 13). Isso resulta da associação de um certo padrão de pensamento a valores como a compatibilidade com a evidência empírica, coerência interna, rigor, relevância, etc.

O conceito de legitimidade epistêmica pode ser usado para retomar algumas ideias de Brière (2006). Como vimos, na análise sobre a coordenação em torno da taxa de juros de mercado, a autora afirma que, no processo autorreferencial que dá origem à representação coletiva, dois tipos de agentes destacam-se: os bancos centrais e os economistas. Ela refere-se a uma percepção generalizada de que as concepções desses agentes estão acima de todas as outras, com legitimidade suficiente para que não se possa contestar (2006: 186). É como se essas concepções adquirissem certa saliência. Brière também conclui que os participantes dos mercados reagem prioritariamente aos indicadores econômicos mencionados pela autoridade como primordiais para a realização da política monetária (2006: 189). É possível perceber como o mercado brasileiro realmente valoriza as divulgações de inflação, indicador declarado como primordial para a política monetária pelo Banco Central, e da taxa básica, anunciada em tempo real diretamente da sala de imprensa do órgão pelos principais veículos de comunicação do país.

Como em Brière, face à incerteza, as concepções dos bancos centrais, largamente difundidas, servem de referência e permitem que as expectativas se coordenem (2006: 189)⁶.

Considerando ainda mais especificamente o caso brasileiro, a adesão de outros indivíduos (incluindo diretores do Banco Central, analistas de bancos e economistas acadêmicos) à crença de que é necessário fixar a taxa básica de juros do Brasil num patamar elevado ajuda a dar legitimidade epistêmica a essa crença, reproduzindo ou mesmo ampliando as adesões.

Seja com relação à legitimidade do sistema de metas de inflação em geral, seja em relação à legitimidade de seu uso no Brasil em particular, deve-se localizar essa legitimidade no interior de certas comunidades ou grupos, subconjuntos de uma população mais ampla. Como veremos com mais detalhe adiante, o sistema de metas de inflação tem sido objeto de críticas dentro e fora do Brasil. A mesma falta de unanimidade manifesta-se com ainda mais intensidade no caso das altas taxas básicas de juros praticadas no país. São frequentes as queixas ou críticas de certos setores do empresariado ou de certos grupos de economistas quanto a essa questão.

A existência dessa variedade de opiniões torna mais difícil aplicar no caso brasileiro a ideia de uma forma extrema de legitimidade: a naturalidade. Segundo Dequech (2010: 16): “the adoption of a certain pattern of behavior or of thought by many people may contribute to making it seem natural, inevitable, self-evident, and the like”. Em vez de considerar um padrão institucional mais legítimo que outra alternativa, é possível considerá-lo como a única alternativa, descartando todas as outras possibilidades. Isso é mais fácil de acontecer com a repetição desse padrão institucional ao longo do tempo e com a falta de exposição a outras alternativas. No caso brasileiro, a percepção de naturalidade do sistema de metas de inflação ou da elevada taxa básica de juros, se existir tal percepção, deve também ser circunstrita a certas comunidades. No entanto, as críticas de alguns empresários ou economistas às decisões do Copom quanto à taxa básica são frequentes e públicas o bastante para fazer com que alternativas sejam mais facilmente percebidas como ilegítimas do que como inexistentes.

⁶ A análise de Brière sobre a complexidade do ambiente em que interagem os participantes do mercado faz lembrar outro argumento de Dequech (2010: 12) para seguir uma convenção, a percepção de certos tipos de incerteza (no caso, a incerteza procedimental, resultante do contraste entre a complexidade da situação e as capacidades mentais e computacionais dos agentes): “conformity is a practical response to the problem of complexity (in relation to the agents’ capabilities)”.

c) *Groupthink*: conformidade entre os membros do Copom

Por fim, vamos retomar a dinâmica do próprio Comitê de Política Monetária para examinar se pode haver conformidade com a conformidade até mesmo dentro desse grupo. Uma teoria econômica focada em situações heterorreferenciais, em que os agentes não se preocupam com o pensamento dos outros, não ajuda aqui. Alguns autores, como Shiller, têm recorrido à Psicologia para tentar compreender esse tipo de interação, como vimos no primeiro capítulo, particularmente considerando o fenômeno chamado de *groupthink*, algo como pensamento de grupo.

Em artigo sobre o assunto, o psicólogo Irving Janis (1971: 84) cita a tentativa fracassada de invadir a Baía dos Porcos, em Cuba. “How could we have been so stupid?”, questionou Kennedy sobre sua decisão com um grupo fechado de conselheiros. A respeito desse e de outros fiascos históricos, Janis conclui que estupidez não é a explicação correta, já que muitas vezes grandes talentos intelectuais fizeram parte da empreitada. Para ele, os grupos responsáveis por essas situações, depois reconhecidas como absurdas, foram vítimas de “groupthink”.

Janis ficou surpreso ao identificar, em casos como esse, fenômenos típicos de conformidade social, regularmente encontrados em dinâmicas experimentais com cidadãos comuns. De acordo com o autor, isso está em linha com os experimentos psicológicos sociais: “powerful social pressures are brought to bear by the members of a cohesive group whenever a dissident begins to voice his objections to a group consensus” (1971: 84).

Ainda segundo Janis, uma das características chave do fenômeno é o desenvolvimento de normas de grupo, que sobrevivem muitas vezes às custas do pensamento crítico. Uma das regras mais comuns parece ser a de permanecer leal ao conjunto, aderindo às políticas com as quais já se comprometeram, mesmo quando elas estão obviamente funcionando mal ou têm consequências não intencionais, que confundem a consciência de cada membro (1971: 84).

O termo *groupthink* faz referência ao modo de pensar em que as pessoas se engajam quando a busca da conformidade torna-se tão dominante em um grupo coeso que ela tende a sobrepor a avaliação realista de cursos alternativos de ação (1971: 84).

É interessante retomar aqui o trecho do texto institucional do Banco Central já citado, a respeito da decisão do Copom: “ao final, procede-se à votação das propostas, buscando-se, sempre que possível, o consenso”. Obviamente, essa não é a prova de que, ao decidir sobre a meta para a Selic, os integrantes do Copom são vítimas de *groupthink*, mas deve-se admitir que a

busca do consenso pode resultar em um fenômeno similar, com adesão aos conceitos pré-estabelecidos e blindagem contra alternativas, muitas vezes em prejuízo do pensamento crítico.

A referência a Janis foi feita por Shiller (1998: 25) ao tratar da influência dos laços sociais sobre a forma de agir do grupo. Como vimos no capítulo I, ele também afirma que os fatores culturais têm grande influência por permitirem dar vazão aos desejos de manter relações pessoais e delegar a responsabilidade pelas decisões à organização.

Em artigo mais recente, para o jornal *The New York Times*, Shiller (2008) considera a possibilidade de ter sido ele próprio vítima de *groupthink* ao integrar o grupo de aconselhamento econômico do Federal Reserve Bank de Nova York, entre 1990 e 2004. A função do comitê era aconselhar o presidente do Fed de Nova York, que era vice *chairman* do Comitê Federal de Mercado Aberto, que define as taxas de juros. “In my position on the panel, I felt the need to use restraint. While I warned about the bubbles I believed were developing in the stock and housing markets, I did so very gently, and felt vulnerable expressing such quirky views. Deviating too far from consensus leaves one feeling potentially ostracized from the group, with the risk that one may be terminated”, descreve Shiller (2008). As bolhas a que se refere dariam origem mais tarde a uma crise internacional. O autor atribui ao *groupthink* uma possível explicação para os *experts* não terem previsto a crise que estava por vir e afirma: “We all want to associate ourselves with dignified people and dignified ideas”.

Segundo Janis, nessas situações, cada um adotaria uma linha suave de crítica em relação não só às opiniões dos demais, mas também às suas próprias ideias: “When groupthink becomes dominant, there also is considerable suppression of deviant thoughts, but it takes the form of each person’s deciding that his misgivings are not relevant and should be set aside, that the benefits of the doubt regarding any lingering uncertainties should be given to the group consensus” (1971: 85). Esse trecho lembra a ideia do julgamento convencional de Keynes: sabendo que o julgamento individual é sem valor, diante da incerteza, cada um busca basear-se no julgamento do resto do mundo, talvez mais bem informado (1937: 214).

Arestis e Sawyer (2003: 10) citam Blinder (1998: 21), segundo quem comissões tendem a ser inerciais. Para os autores, isso poderia induzir os bancos centrais a manter uma linha de política por muito tempo. Blinder afirma que a situação pode ser amainada se a comissão tiver um presidente forte e poderoso, mas mesmo assim, a necessidade de construir um consenso deve levá-lo a mover-se mais devagar do que se estivesse agindo sozinho.

Essa seria uma explicação possível para o excesso de gradualismo pelo qual alguns autores, como Modenesi, criticam o banco central brasileiro. A partir de uma estimativa da equação usada pela autoridade monetária brasileira para definir a taxa básica de juros entre os anos 2000 e 2007, o autor considerou que há excessiva suavização, com alta inércia da taxa de juros: “...um elevado grau de suavização resulta numa reduzida sensibilidade ao estado da economia: diante de uma queda (elevação) da inflação e/ou de uma desaceleração (aceleração) da economia, o BCB reage de forma muito gradual, reduzindo (aumentando) os juros de forma demasiadamente lenta e parcimoniosa” (2008: 8 e 23).

O sentimento de grupo é uma explicação viável não só para os membros do Copom sustentarem uma convenção, como também para que contem com o apoio de parte da academia, outro grupo que pode estar sujeito a *groupthink*.

Não se pode concluir, entretanto, que os agentes são irracionais. Pelo contrário, dentro de diversos contextos, seguir a convenção pode ser bastante razoável, como argumenta Dequech (2003).

Em texto mais recente (2010: 13, nota 9), Dequech afirma que o uso da ideia de *groupthink* para explicar a conformidade pode ser considerado uma combinação de argumentos baseados em sanções (o que nos remete a normas sociais) e na legitimidade epistêmica, que já analisamos aqui, ou no mimetismo informacional, que consiste em imitar quem se acredita estar ou poder estar mais bem informado. Esta afirmação é bastante compatível com a discussão de *groupthink* feita aqui.

Encerra-se assim esta seção, que buscou mostrar que há sinais de conformidade com a conformidade no processo de formação da taxa básica de juros brasileira. Na próxima seção, vamos detalhar o segundo fator que caracteriza uma convenção, segundo Dequech: a arbitrariedade.

3.3 Arbitrariedade

A segunda característica que tipifica uma convenção, de acordo com Dequech, é o fato de a instituição ser, em algum grau, arbitrária, no sentido de que uma alternativa não claramente inferior ao padrão prevalecente é concebível (2011: 15).

Desse ponto de vista, podemos considerar, em primeiro lugar, que o próprio sistema de metas de inflação é em parte arbitrário, já que não é a única opção de política nem

necessariamente a melhor. Além disso, vamos argumentar que a forma específica de aplicação do regime no Brasil também tem certa dose de arbitrariedade. Por fim, vamos qualificar a ideia de arbitrariedade, relacionando-a com a possível influência de interesses específicos sobre a definição da taxa básica de juros brasileira.

Essa seção vai examinar algumas críticas e alternativas ao sistema vigente e à forma como ele tem sido adotado no Brasil, não com o intuito de esgotá-las, mas apenas com o objetivo de mostrar que elas existem e testemunham a favor de um certo grau de arbitrariedade do sistema de metas de inflação e da forma como ele é aplicado no país.

a) Arbitrariedade do sistema de metas de inflação

O sistema de metas de inflação é muitas vezes apresentado como a melhor ou única opção de política monetária, de tal forma que alternativas sequer são consideradas. Como vimos, é importante para a própria manutenção da convenção que ela seja naturalizada ou ao menos legitimada. Há, no entanto, opiniões discordantes.

Em resenha sobre o livro *Inflation targeting: learning from the International Experience* (1999), escrito pelo atual presidente do Fed, Ben Bernanke, e outros autores, Galbraith afirma que eles nem se preocupam em argumentar em favor das metas de inflação, apenas consideram que essa seja não a melhor, mas a única estratégia consistente com economias sadias. Galbraith destaca trecho que se refere a uma concordância da maioria dos economistas sobre o fato de a taxa de inflação ser a única variável que a política monetária pode afetar no longo prazo. Para os autores, também haveria um consenso de que mesmo taxas de inflação moderadas seriam perigosas. “In fact, no such consensus exists or has ever existed”, afirma Galbraith (1999: 153). Ele cita James Tobin, Paul Samuelson, Robert Solow e William Vickrey, todos laureados com o Nobel de Economia, entre outros, como exemplos nobres de discordância a essas máximas.

Outro prêmio Nobel, Stiglitz, em entrevista à revista brasileira *Época Negócios*, em outubro de 2009, também demonstrou uma visão crítica sobre o regime. Segundo ele, “as metas de inflação são uma dessas ideias simplistas que só são justificadas no contexto de modelos teóricos muito básicos, que agora estão sendo rejeitados” (2009: 159).

Em artigo escrito em 2008, Stiglitz afirma que os bancos centrais de todo o mundo formam um grupo fortemente unido e fechado, dado a modismos. De acordo com o economista, eles teriam caído no começo da década de 80 sob o feitiço do monetarismo. Depois que o

monetarismo foi desacreditado, a resposta teria vindo na forma de metas de inflação, segundo a qual sempre que o crescimento de preços exceder um nível alvo, as taxas de juros devem crescer. Stiglitz chama esse novo paradigma de “mantra”.

Em entrevista a um programa de rádio (ABC Local Radio, 2008), Stiglitz trata o sistema como “religião” e prevê que, em cinco anos, a meta de inflação será vista como mais uma moda, deixada de lado em busca de outra. Ele também classifica como absolutamente absurdo considerar que a Austrália poderia fazer alguma coisa para amortecer a inflação de alimentos mundial ou a inflação de energia global. Para o autor, o problema é mais sério em países em desenvolvimento, que enfrentam inflação alta decorrente do aumento dos preços internacionais de petróleo e alimentos, que teriam participação importante no orçamento das famílias nesses países. Os juros altos, como resposta à inflação importada, resultariam em desaceleração da economia e alto desemprego. “The cure would be worse than the disease”, considera no artigo já citado.

Carvalho *et alli* (2007: 146) também afirmam que “o debate e o dissenso sempre acompanharam a evolução da história do pensamento econômico: o que é um suposto consenso hoje, pode não o ser amanhã. Não é diferente no que se refere ao aparente *novo consenso* relacionado à adoção do regime de metas de inflação”. Os autores citam o economista Dani Rodrik, que afirmou ao jornal *Valor Econômico* que metas de inflação, independência do Banco Central e flutuação do câmbio são apenas consensos do momento.

As afirmações acima, apenas para citar algumas, mostram que não há unanimidade ou consenso de que o regime de metas de inflação seja a melhor opção de política monetária. Pelo contrário, ele é alvo de muitas críticas, não só teóricas.

Arestis, de Paula e Ferrari (2009: 23) concluem, a partir de dados empíricos, que os países que adotaram o sistema de metas de inflação parecem ter sido bem-sucedidos em controlar a inflação; porém, os países que não aderiram ao regime parecem ter vivenciado o mesmo. Os autores analisam a inflação e o PIB de dois grupos de países emergentes, incluindo os maiores países latino-americanos, entre 1993 e 2005: um grupo que adotou e outro que não aderiu ao sistema de metas de inflação. Para eles, os dados mostram claramente que a queda da inflação é uma tendência geral recente nos países emergentes, seja qual for a política econômica adotada. Alguns dos que não aderiram, como China, Índia e Malásia, tiveram taxa de inflação anual inferior a 4% e estão entre os países que apresentaram maiores índices de crescimento nos

últimos anos. “Esta conclusão sugere que as melhores performances não são necessariamente resultantes do regime de IT [*Inflation Targeting*]” (2009: 14). Em dois casos, na Colômbia e no México, a performance econômica piorou desde a implantação da política.

Arestis e Sawyer (2003: 21) defendem que em vários países a inflação foi domesticada antes da introdução das metas. Isso os leva a concluir que o papel do sistema pode ser apenas o de manter a estabilidade de preços, não o de criá-la. Também Carvalho *et alli* (2007: 148) afirmam que o regime de metas não pode ser apontado como responsável pela trajetória descendente da inflação porque, com exceção do Canadá, todos os países que adotaram o regime já tinham alcançado esse objetivo antes de implantar o sistema.

Arestis e Sawyer (2003) afirmam, também com base em resultados empíricos, que bancos centrais sem regimes de metas de inflação têm sido igualmente bem sucedidos em conter a inflação, e que eles não têm se dedicado intencionalmente a tornarem-se mais transparentes. Também Deos e Andrade (2009: 94) afirmam que os bancos centrais que não adotam o sistema de metas de inflação, como o banco central dos EUA, mantêm sua credibilidade e reputação e não parecem ter custos relativamente maiores para conseguirem seus objetivos de estabilizar a economia.

O argumento de uma melhoria na performance econômica, usado por exemplo pelos economistas que defendem a adoção do sistema de metas de inflação pelo banco central norte-americano⁷, é duramente combatido por Galbraith. Em referência ao já mencionado livro de Bernanke e outros autores sobre metas de inflação, ele afirma: “the authors have a curious interpretation of this phrase (*economic performance*). They do not use it to refer to rising living standards, full employment, declining inequality in pay...” (1999: 153). Galbraith não compreende que um banco central guiado pela perseguição de crescimento econômico e pleno emprego seja condenado, enquanto aqueles que atingem estabilidade de preços ao custo de desemprego alto crônico tenham feito seu dever.

Referindo-se mais especificamente à combinação de câmbio flutuante e regime de metas de inflação, Farhi (2007: 8-9) põe em dúvida se essa combinação (adotada em 1999 no Brasil)

⁷O *Federal Reserve System* explicita dois objetivos para a política monetária: conter a inflação e buscar o pleno emprego. O banco não define uma meta explícita para a taxa. Deos e Andrade (2009: 109) relatam a defesa do ex-presidente da instituição, Alan Greenspan, em que afirma que regras são, por sua natureza, simples, mas a realidade é marcada por complexidade e mudanças. Nas situações em que o ambiente econômico é caracterizado por riscos elevados e não quantificáveis, Greenspan defende que as regras não podem substituir uma abordagem de gestão de riscos na condução da política econômica.

seria a melhor opção para os países emergentes. Devido aos ciclos de liquidez internacional, com fases de elevada liquidez seguidas por períodos de absoluta escassez, o sistema resulta em volatilidade cambial mais elevada nessas economias do que em países desenvolvidos. As repercussões também seriam percebidas nos preços, na taxa de juros e no produto. Segundo Farhi, quanto maior o *pass-through*, ou seja, a transmissão das variações cambiais aos preços, “maior será o impacto do câmbio sobre a inflação e maior a propensão das autoridades monetárias a aumentarem as taxas de juros”.

Principalmente nos países que passaram por experiências não muito distantes de elevada inflação, como é o caso brasileiro, segundo Farhi (2007: 17), uma desvalorização da moeda mais acentuada é percebida como uma ameaça de retorno de alta inflação, desencadeando reações dos agentes semelhantes às de então, buscando diretamente divisas ou formas de indexação. A partir dessa análise, Farhi (2007: 20) afirma:

“quase todos os estudos convergem na constatação que os impactos de choques exógenos na inflação são muito mais intensos nas economias emergentes do que nas desenvolvidas. É por esta razão estrutural que vários economistas têm sérias restrições à adoção por essas economias da combinação câmbio flutuante/regime de metas de inflação”.

Tendo defendido que o sistema de metas de inflação não é consensual como melhor regime de política monetária, vale citar rapidamente algumas das outras opções. Há alternativas ao próprio sistema, mas vamos nos concentrar aqui naquelas que sugerem modificações maiores ou menores em algumas características do regime sem abandoná-lo por completo. O objetivo não é apresentar todas as alternativas nem aprofundar em cada uma delas. Para defender a arbitrariedade, basta mostrar que elas existem.

Como recorremos, em grande parte, ao arcabouço keynesiano neste trabalho, é interessante começar por suas indicações para a política monetária. Sawyer sugere que alguns dos principais ingredientes do sistema de metas de inflação podem ser encontrados em Keynes, apesar de a base teórica costumeiramente usada em sua defesa guardar muitas diferenças com os argumentos do economista. Para o autor, Keynes posicionava-se a favor de um Banco da Inglaterra com técnicas e objetivos públicos e expostos à crítica externa. “Some of these attributes can, of course, be easily translated in today’s parlance of ‘independence’, ‘credibility’, ‘openness’, transparency’, ‘accountability’, and ‘flexibility’ in the conduct of monetary policy” (2006: 641).

Há, entretanto, uma preocupação de Keynes com os interesses envolvidos nas decisões do Banco Central. Ele defende, segundo Sawyer, a exclusão de lucros e interesses privados e a representação dos interesses públicos. Para o autor, isso sugere o envolvimento de um conjunto variado de pessoas na determinação da política, no lugar do predomínio dos interesses financeiros ou da perseguição de uma meta única, de inflação baixa⁸. “Consequently, for Keynes, central bank independence is an efficient way of conducting monetary policy, but, ultimately, democratic control over it should be retained” (2006: 642). A interpretação de Sawyer é que o controle democrático sobre a política deveria ser indireto, já que as operações dos bancos seriam manejadas por *experts*⁹.

Keynes também sugeria uma instituição adicional: o National Investment Board (NIB), que trabalharia em parceria com o Banco da Inglaterra. Sua tarefa seria a de equilibrar o fluxo de novos investimentos e os recursos de tal forma a evitar tanto a inflação quanto a deflação. O órgão deveria garantir que o investimento estivesse a uma taxa alta suficiente para assegurar o nível ótimo de emprego e que o câmbio mantivesse o melhor patamar em prol da estabilidade de preços doméstica (Sawyer, 2006: 643).

Na visão keynesiana, portanto, o objetivo da política monetária deve ser duplo: crescimento e estabilidade de preços. Isso porque mudanças nos juros podem afetar variáveis reais e nominais, incluindo a taxa de câmbio.

Setterfield (2006: 654) também afirma que o sistema de metas de inflação, definido amplamente como o anúncio público de metas por um comitê crível e respeitável, pode ser compatível com a economia pós-keynesiana. Essa base teórica não ofereceria suporte, entretanto, para a elevação da estabilidade de preços ao status de meta primária ou para a subordinação de todas as outras metas. Os pós-keynesianos argumentam, inclusive, que uma inflação branda pode ser benéfica para a economia real, ao assegurar proteção contra deflação, lubrificar as

⁸ Vernengo (2008: 101 e 108) sugere que representantes do setor produtivo e da classe trabalhadora sejam introduzidos no Conselho Monetário Nacional. O autor é contrário, entretanto, ao Banco Central independente, que considera uma estratégia de grupos financeiros para controlar uma instituição que tem influência sobre o nível de atividade econômica e a distribuição de renda, e não uma solução técnica que permite gerenciamento mais eficiente das instituições monetárias.

⁹ Há também autores pós-keynesianos que são contrários à independência do Banco Central. É o caso de Carvalho (2005), para quem, como a ação da autoridade monetária tem impactos potencialmente divergentes sobre a taxa de inflação e sobre o produto, a decisão de fixação da taxa de juros não é puramente “técnica”, mas inevitavelmente política, porque envolve julgamento de fins. Por essa razão, para ele, o banco central não deve ser independente. A ideia aqui, entretanto, não é entrar nessa polêmica, mas mostrar que há alternativas ao sistema tradicional, muitas delas sem abrir mão de metas de inflação.

engrenagens do comércio e facilitar o fechamento de contas das empresas, que compram insumos aos preços do presente e vendem produtos aos preços futuros, ainda segundo Setterfield (2006: 654).

b) Arbitrariedade do regime de metas de inflação brasileiro

Partindo de um nível mais abstrato para um mais concreto de análise, a própria operacionalização do regime de metas no Brasil tem características arbitrárias, no sentido de que há alternativas não claramente inferiores, ao menos na visão de um conjunto não desprezível de autores.

Farhi (2007: 1) afirma, ao fazer referência à combinação de câmbio flutuante e regime de metas de inflação, que “uma elevada taxa de sacrifício em termos de produto e emprego não é uma consequência inevitável dessa combinação de políticas”. Segundo a autora, uma discrepância de resultados entre países “não decorre dos princípios do regime de metas de inflação, mas das distintas aplicações práticas”. Perceber, portanto, que o padrão utilizado é arbitrário pode ajudar a direcionar o próprio regime para melhores resultados macroeconômicos.

De acordo com Farhi (2007: 2), há diferenças entre países na forma como a autoridade monetária se relaciona com o governo eleito e com a sociedade como um todo, na forma como a meta é anunciada (ponto central ou banda de tolerância) e nos instrumentos utilizados para obter as metas, mas as distinções mais marcantes, segundo a avaliação de Farhi, estariam no índice empregado para fazer apuração oficial da inflação (índice cheio de preços ao consumidor ou núcleo) e no horizonte temporal para alcançar a meta estipulada.

O Brasil usa como principal referência um índice cheio de inflação. Em sua página na internet, o Banco Central justifica sua opção de forma bastante convencional, no sentido da conformidade discutido anteriormente: “o regime brasileiro considera um índice “cheio” como referência, em linha com a grande maioria dos países que adotam metas formais para a inflação”.

Segundo Freitas (2010: 5), as medidas de núcleo são utilizadas como referência oficial da inflação em um número bastante reduzido de países¹⁰. Os núcleos de inflação buscam captar a tendência do nível de preços, desconsiderando variações mais pontuais. Na visão de Freitas

¹⁰ Segundo Freitas (2010: 5), o método de cálculo mais empregado para o núcleo envolve excluir do índice de preços ao consumidor itens com preços voláteis, como energia e alimentos *in natura*, elevada sazonalidade, grande efeito de tributação indireta ou itens com preços administrados. Excluir alimentos e energia é a estratégia mais comum, de acordo com a autora.

(2010, 6), na prática, é muito difícil especificar uma medida de núcleo que seja mais adequada do que o índice cheio. Ela não conclui, entretanto, que essa alternativa seja claramente inferior. Além disso, alguns bancos centrais recorrem a uma opção intermediária, utilizando, segundo a autora, as medidas de núcleo como guia operacional para as decisões de política monetária, “dado que essas medidas tendem a ser um melhor preditor das variações futuras do IPC total do que o IPC observado”. É o que faz, por exemplo, o Banco Central do Canadá.

O horizonte temporal para verificar o cumprimento da meta também é arbitrário, no sentido de que existem alternativas. Alguns países avaliam os resultados mensalmente, considerando a inflação acumulada nos últimos 12 meses. Há outras opções. A Austrália não fixa o horizonte, mas anuncia que as metas devem ser alcançadas em média ao longo do tempo. O Banco Central do Brasil assume, em sua página na internet, que instituir um horizonte mais longo pode ser uma boa forma de lidar com os choques econômicos com respostas mais suaves de política, mas afirma que em economias como a brasileira, “nas quais ainda está se buscando convergência para melhores padrões internacionais de taxa de inflação, horizontes mais curtos podem ser mais adequados”.

Para Freitas (2010: 4), a pouca flexibilidade do regime e o horizonte temporal curto, como considera ser o caso brasileiro, podem tornar “deletérias” dificuldades de interpretação da variação da inflação. O horizonte curto facilitaria, por exemplo, a influência da existência de preços administrados no índice de inflação utilizado. “Os preços administrados ou regulados são aqueles submetidos à influência da política governamental de preços e são relativamente rígidos ao longo do ciclo econômico e, portanto, largamente insensíveis aos efeitos da política monetária de curto prazo”. Segundo a autora, a participação de preços administrados, como os de energia, combustível, água e saneamento, no Índice de Preços ao Consumidor (IPC) é bastante significativa em vários países em desenvolvimento e chega a quase 30% no Brasil.

Regimes de metas de inflação podem variar no que diz a outros aspectos importantes, além do índice de inflação escolhido e do horizonte temporal para a meta. Freitas (2010: 8) destaca uma outra diferença entre países, com relação às pesquisas para apuração das expectativas de inflação. Ela apresenta um levantamento de Moreno e Villar (2009) junto aos dirigentes de bancos centrais de economias emergentes, que mostram várias alternativas, não claramente inferiores, ao padrão brasileiro:

“Na Hungria e Filipinas, os Banco Centrais realizam pesquisas junto às famílias e às empresas não-financeiras, enquanto na República Checa e na África do Sul, o Banco Central coleta informações junto às famílias, às empresas não-financeiras e aos analistas do mercado financeiro. Na Coreia e Polônia, os Bancos Centrais realizam pesquisa junto às famílias e as empresas não-financeiras; na Colômbia, apenas junto a empresários não-financeiros; e na Indonésia, apenas nas famílias. Na Turquia, as pesquisas cobrem tanto os empresários como os analistas do mercado financeiro; em Israel, apenas empresários e profissionais de previsão são consultados. No México, o Banco Central coleta informação sobre expectativa de inflação junto a 37 grupos econômicos privados; no Brasil e no Chile, a pesquisa cobre as consultorias profissionais e representantes de instituições financeiras.

Há igualmente uma grande variedade em termos da periodicidade da pesquisa, do horizonte das expectativas, das medidas e da divulgação. (...) Na maioria dos países, as pesquisas são realizadas mensalmente (em geral, no caso de consultorias profissionais e representantes das instituições financeiras) ou trimestralmente (em geral, pesquisas junto às famílias e empresas não-financeiras. O Brasil se destaca por ser o único país da amostra que realiza pesquisa semanal de expectativa de inflação, divulgada no Relatório Focus” (Freitas, 2010: 8).

Oreiro e Passos (2005: 157) fazem uma avaliação crítica da estrutura de governança da política monetária no Brasil. Eles argumentam que o arcabouço institucional no qual a política monetária é realizada é inadequado para a operação do regime de metas de inflação. Entre os motivos está o de que as expectativas inflacionárias utilizadas no processo de determinação da taxa básica de juros não refletiriam as expectativas dos agentes que têm poder efetivo de formação de preços na economia. Os autores sugerem que o Banco Central leve em conta as expectativas de um conjunto mais amplo de agentes:

“Concretamente, deve apurar as expectativas de inflação de vários segmentos da indústria e do comércio. Para aumentar a confiabilidade das expectativas assim apuradas, o Banco Central pode ainda consultar os departamentos de pesquisa econômica de renomadas instituições de ensino superior a respeito de suas previsões sobre a inflação futura. Essas informações serviriam de base para o Banco Central montar as suas próprias expectativas inflacionárias, as quais são fundamentais para informar a decisão de fixação da taxa de juros pelos membros do Copom” (Oreiro e Passos, 2005: 165).

A partir da análise da governança do sistema, Oreiro e Passos (2005: 165-166) sugerem medidas adicionais, como: a ampliação do número de membros do Conselho Monetário Nacional, de forma a aumentar a sua representatividade; a implementação do núcleo de inflação, com remoção da fórmula de cálculo do índice de preços dos componentes sujeitos a choques de oferta; e a concessão de plena autonomia operacional ao Banco Central brasileiro, que não deve ser confundida, para os autores, com autonomia na formulação das metas da política.

Mesmo dentro das regras atuais do regime de metas de inflação no Brasil, o patamar escolhido pelo Banco Central para a taxa básica de juros não é sempre visto por todos como inevitável. Mesmo economistas que participaram da gestão do regime na presidência de Armínio Fraga e que defendem o regime chegaram a criticar o que enxergaram como o excesso de conservadorismo do Copom em momentos posteriores. Além disso, o patamar talvez pudesse baixar caso fossem tomadas medidas de política fiscal e creditícia que aumentassem a competitividade das exportações brasileiras sem desvalorizar o câmbio e permitissem um maior ingresso de divisas estrangeiras pela via do saldo comercial.

É importante que o sistema vigente não seja visto, portanto, como uma fórmula única, acima de críticas e possibilidades de revisões, o que cega os agentes para alternativas. A aceitação do sistema de metas de inflação como algo institucional e não natural ou inevitável deve resultar na possibilidade de debates, críticas e melhorias, o que pode ser feito mesmo dentro do próprio regime.

c) A arbitrariedade e a influência de interesses específicos

Um sistema em parte arbitrário, com propriedades também parcialmente arbitrárias, como se pretendeu mostrar acima, daria assim origem a uma taxa básica de juros que é apenas uma opção, não necessariamente a melhor, entre várias possíveis. Dizer que uma convenção é arbitrária, entretanto, não significa que não há diferença entre as alternativas. Embora possa existir uma alternativa que não é inferior do ponto de vista macroeconômico ou do interesse coletivo, as diferentes alternativas podem atender de forma diferente aos interesses de grupos específicos.

Em nota técnica do IPEA, Lima e Brisne (2003) afirmam: “[h]á razões para se acreditar que as previsões de inflação, coletadas pelo Bacen junto a participantes do mercado financeiro, não espelhem as expectativas de mercado em relação à taxa de inflação futura. Se determinado agente econômico percebe que pode afetar a Selic, manipulando o que declara como sendo a sua inflação esperada, então há forte incentivo para que ele não revele o verdadeiro valor esperado para a taxa de inflação” (2003: 75). Para testar a fidelidade das informações dos agentes, os autores buscam verificar se as previsões de inflação dos agentes privados consultados, incluindo as instituições Top 5, ou seja, consideradas pelo Banco Central como as melhores previsoras dentre os participantes da Focus, têm, em média, maior grau de acerto do que modelos

econométricos relativamente simples. A resposta dos autores é não. Lima e Brisne (2003: 83) concluem: “Os resultados sugerem que as previsões de mercado, em horizontes mais longos do que três meses, não espelham as verdadeiras expectativas do mercado e que, portanto, não deveriam ter qualquer influência na formulação da política monetária do país”.

Para Oreiro e Passos (2005), o fato de a decisão de fixação da taxa de juros no Brasil ser influenciada por expectativas de inflação que refletem as opiniões vigentes entre os analistas do mercado financeiro cria um processo perverso. Nele, o sistema financeiro brasileiro, por intermédio do mecanismo das expectativas inflacionárias, “pode exercer uma forte pressão no sentido de impedir uma queda da taxa de juros real abaixo de um patamar considerado ‘razoável’ para os integrantes desse setor”. O mecanismo tornaria-se, assim, “um importante instrumento pelo qual o sistema financeiro brasileiro faz com que a política monetária seja conduzida com base nos seus interesses específicos” (2005: 164).

Erber também defende essa tese. Ele critica o argumento frequente de que a estabilidade de preços tem a natureza de um bem público, no sentido de que ninguém pode ser excluído de seus benefícios. Para o autor, a política brasileira mantém taxas elevadas que resultam em perdedores e ganhadores. Estariam entre os perdedores o Estado e o setor privado que necessita de crédito¹¹. Do lado dos ganhadores, Erber encontra o sistema financeiro. “Existe, pois, uma ampla e poderosa constelação de interesses, estruturada ao longo do tempo em torno à combinação altos juros/câmbio valorizado, que estabeleceu uma convenção que estes elementos são essenciais para o desenvolvimento do país” (2009).

Também Francisco Lopreato (2008) considera que a estabilização monetária pós-1994 não veio acompanhada de mudanças institucionais adequadas e criou dificuldades à redução da taxa de juros e ao desenvolvimento de um mercado de títulos da dívida pública capaz de servir de *benchmark* aos títulos privados. “A preservação desse *modus operandi* atendeu aos interesses tanto das autoridades econômicas como dos carregadores da dívida pública, felizes parceiros de um jogo *win-win*”, expressão usada, segundo Lopreato, por um analista de mercado americano em conversa com técnico de instituição financeira local sobre as condições do mercado brasileiro (2008: 2).

¹¹ Erber (2009: 120) destaca que o Estado pagou, em média, cerca de 7% do PIB ao ano à conta de juros no período 2003-2008, aproximadamente dez vezes o gasto no programa Bolsa Família.

Assim, há o risco de que a decisão sobre o nível da taxa básica de juros seja influenciada por interesses específicos. Esse risco é ainda maior pelo fato de ser negligenciado, já que os pressupostos teóricos do sistema não permitem considerar essa possibilidade. Como o futuro é tido como objetivo e os agentes processam a informação racionalmente, as previsões, seja dos diretores do Banco Central, dos agentes consultados na Pesquisa Focus, seja dos economistas e operadores de mercado, devem convergir para o mesmo valor: o correto.

Conclusão

Os conceitos de taxa natural de juros e valor fundamental das ações não explicam de forma satisfatória e realista o funcionamento dos mercados financeiros. Keynes já alertava para este fato e o mesmo é feito por autores como Shiller e Orléan, para o mercado acionário, e Brière, para o mercado de títulos. Esses autores buscam mostrar que o valor objetivo não existe, não é buscado ou não pode ser encontrado pelos agentes reais. Para compreender a formação dos valores no mercado financeiro eles sugerem que se olhe para a própria interação entre os agentes.

A partir da interação, em um processo chamado de autorreferencial, os autores defendem que surge uma convenção. Os dois primeiros capítulos deste trabalho dedicaram-se a mostrar como se forma e se estabelece essa convenção nos mercados de ações e títulos e como a noção de convenção ajuda a compreender o funcionamento dos mercados financeiros.

Keynes já tratava de convenções ao se questionar como os agentes se comportariam diante da incerteza. Em artigo no QJE, ele afirma que a necessidade de ação nos leva a desenvolver uma variedade de técnicas, entre elas a do julgamento convencional, em que cada um procura conformar-se com o comportamento da maioria. Na *Teoria Geral*, ele explica como se formaria a base convencional de avaliação com a metáfora do concurso de beleza, em que os agentes buscam antecipar o que a opinião média espera que seja a opinião média e mostra que esse comportamento é lógico e racional.

Os trabalhos de Keynes, entretanto, não detalham essa teoria e apresentam um conceito de convenção amplo e intuitivo, como afirma Orléan. O autor busca analisar as finanças a partir de uma sistematização das ideias keynesianas. Ele apresenta um contraponto ao enfoque ortodoxo, em que os agentes processam as informações racionalmente e isso garante a coordenação em torno de um valor, que é o objetivo. Ao considerar que esse valor não existe, Orléan passa a buscar outra explicação para a coordenação. Ele conclui que uma referência comum surge da própria interação.

No trabalho de Orléan, para conseguir a coordenação, os agentes buscam uma saliência, ou seja, uma regra de escolha que leve a um resultado desprovido de ambiguidade. Essa regra pode ser, e muitas vezes é, diferente das posições pessoais isoladas. Ao tomar posições com base nessa referência, os investidores a validam, levando à autorrealização. À medida que a interação é

repetida, chega-se a uma opinião comum que se estabiliza, chamada por Orléan de convenção. Apesar de ter sido produzida pelo grupo, ela passa a ser vista como algo externo.

Em grande parte com base na análise teórica de Orléan, outra economista francesa, Marie Brière, estuda os mercados de títulos de dívida. Keynes, na *Teoria Geral*, também chegou a tratar de convenções no que se refere aos juros. No capítulo 15, ele afirma que a taxa de juros é um fenômeno altamente psicológico e, em seguida, argumenta que talvez fosse mais correto dizer que ela é um fenômeno altamente convencional. Segundo Keynes, qualquer nível de juros aceito com suficiente convicção como durável o será.

Brière estuda o mercado de títulos de uma perspectiva atual, considerando o papel da autoridade monetária, dos economistas, dos analistas de mercado e dos próprios investidores. Assim como Keynes, ela defende que não há um valor natural para a taxa de juros. Diante dessa ideia, a autora busca explicar a coordenação em torno de um valor único e, como Orléan, defende a existência de um processo autorreferencial. Dele surgiria uma representação coletiva, referência percebida como comum pelo mercado, que inclui a expectativa sobre variáveis, a relação entre elas e hipóteses sobre o comportamento dos outros agentes, inclusive do Banco Central. Brière afirma que esse conceito é semelhante ao de convenção financeira de Keynes.

A necessidade de coordenação em um ambiente complexo levaria ao surgimento, nos mercados, de listas reduzidas e simplificadas de variáveis a considerar. Brière mostra que essa hierarquização das informações é muito influenciada pelas preocupações dos bancos centrais. Segundo a autora, eles teriam um papel crucial devido à sua capacidade de influenciar os juros, mas também porque a ampla divulgação dos seus pontos de vista criaria uma saliência em torno da qual o mercado poderia se coordenar.

A partir dessas referências teóricas, em que o termo convenção é aplicado de forma bem fundamentada, o último capítulo desse trabalho discutiu a tese de que a taxa básica de juros no Brasil é convencional. Para isso, em primeiro lugar, colocou em questão a argumentação de autores brasileiros que têm defendido que a taxa brasileira é convencional, alguns com base em Keynes. É o caso de Bresser-Pereira e Nakano, Modenesi, Chernavsky e Erber. Procuramos mostrar aqui que defender essa tese não é trivial. A taxa de juros que Keynes trata como altamente convencional não é a taxa básica, mas sim a taxa de mercado. Quando se passa a considerar um sistema de metas de inflação e um Banco Central responsável por fixar a taxa que serve de referência para todas as outras é preciso verificar se a tese da convencionalidade ainda é

válida, o que não é feito pelos autores citados. Além disso, uma defesa rigorosa do argumento da convencionalidade depende da adoção de um conceito suficientemente preciso, a partir do qual se possa mostrar exatamente em que sentido(s) existiria a convencionalidade.

A partir de semelhanças e diferenças com relação às situações estudadas por Keynes, Orléan e Brière, buscou-se aqui formatar uma argumentação mais bem fundamentada sobre a tese de que há algo de convencional na taxa básica brasileira. O trabalho de Brière, ao analisar o mercado de títulos, fornece pistas importantes sobre o tema, mas não é suficiente para analisar o caso brasileiro. Em pelo menos alguns aspectos relevantes, o mercado de títulos brasileiro parece ser de fato similar ao tratado pela autora e, por isso, deve se comportar de maneira semelhante. A taxa de juros que Brière afirma resultar de uma representação coletiva, entretanto, assim como em Keynes, é a de mercado. Apesar de enfatizar o papel do Banco Central na criação dessa referência, a autora não trata do processo de formação da taxa básica.

Buscou-se, assim, compreender se a formação da taxa básica de juros brasileira também tem algo de convencional. Para estruturar a análise foi utilizado o conceito de convenção de Dequech, que levou a examinar, mais especificamente, se a formação da taxa básica de juros brasileira tem traços de institucionalidade, arbitrariedade e conformidade com a conformidade. Um conceito bem definido facilitou a aplicação para o caso brasileiro das ideias apresentadas nos primeiros capítulos.

Os trabalhos de Dequech sobre instituições e de Maman e Rosenhek sobre a implantação do sistema de metas de inflação em Israel ajudaram a argumentar sobre a institucionalidade do regime.

Quanto à conformidade com a conformidade, buscou-se mostrar que há padrões de pensamento ou de comportamento socialmente compartilhados que têm influência na determinação da taxa básica de juros no Brasil e que são adotados por alguns agentes ao menos em parte porque outros agentes também os adotam (ou porque se espera que irão adotá-los). A esse respeito, destacamos três conjuntos de questões, envolvendo diferentes explicações para a conformidade e relacionadas respectivamente a: coordenação e autorrealização; legitimidade; e *groupthink*.

O Banco Central tem motivos para querer se coordenar e buscar um consenso com os agentes privados, inclusive para aumentar as chances de cumprir a meta. Também os próprios agentes privados podem ter interesse em se coordenar entre si. Um fator específico por trás de um

efeito coordenação ou de retornos crescentes de adoção é a possível ocorrência de autorrealização de expectativas. Isto pode acontecer com relação, por exemplo, a previsões sobre a inflação, o produto potencial e a própria taxa básica de juros.

A adesão múltipla ajuda crucialmente a dar legitimidade a um padrão socialmente compartilhado. Para os nossos propósitos, parece especialmente relevante a legitimidade epistêmica. Aplicamos essa ideia à adesão ao próprio sistema de metas de inflação por diferentes países. Em seguida, considerando mais especificamente o caso brasileiro, argumentamos que a crença de que é necessário fixar a taxa básica de juros do Brasil num nível alto também ganha legitimidade epistêmica aos olhos de diferentes pessoas em virtude da adesão de outros indivíduos, o que reproduz ou amplia as adesões a tal crença, ajudando a dar-lhe um caráter convencional.

Para ajudar a compreender a manutenção da convenção, recorremos ainda à noção de *groupthink*, estudada pela Psicologia e já utilizada em análises econômicas por Shiller e outros autores. Sugerimos, com base nessa teoria, que os membros do Copom, assumidamente buscando o consenso, podem desenvolver algo como normas de grupos, que passam a sobreviver em detrimento do pensamento crítico, de tal forma que ideias diferentes são reprimidas ou nem chegam a ser expostas.

Por fim, no que concerne à arbitrariedade, buscou-se mostrar, primeiro, que o próprio sistema de metas de inflação é arbitrário, no sentido de que uma alternativa não claramente inferior a ele é concebível. Além disso, a forma específica em que ele é aplicado no Brasil, incluindo taxas básicas tão elevadas, também é arbitrária. Na sistemática do regime, há alternativas não claramente inferiores, como o uso do núcleo de inflação em vez de um índice cheio, o alargamento do horizonte temporal para o cumprimento da meta e a inclusão de outros tipos de agentes nas pesquisas de expectativas de inflação. Relacionamos ainda a arbitrariedade da taxa básica à possível influência de interesses específicos em sua formação. De um lado, a arbitrariedade não implica que as diferentes alternativas gerem efeitos equivalentes e a escolha entre alternativas pode refletir isso. Ao mesmo tempo, a possibilidade de influência de interesses particulares indica que outras alternativas são possíveis e sugere que elas não são necessariamente inferiores do ponto de vista de um *policy maker* preocupado com o interesse coletivo. Ademais, o risco de que a determinação da taxa básica de juros seja influenciada por interesses específicos é maior quando essa possibilidade não é sequer considerada.

Com base nas análises de Keynes, Orléan e Brière, portanto, este trabalho pretendeu reunir argumentos sobre a existência de convenções nos mercados financeiros. A partir dessa análise mais profunda, buscamos mostrar que não é tão trivial argumentar, entretanto, que o mesmo conceito aplica-se à taxa básica de juros no Brasil, como fazem alguns autores. Por outro lado, com argumentos referentes à institucionalidade, conformidade com a conformidade e arbitrariedade, identificados para o caso brasileiro, pretendeu-se mostrar que há sim traços de convencionalidade na taxa básica do país. A validade destes argumentos poderá ser mais bem avaliada na medida em que forem feitos mais estudos empíricos sobre a formação de expectativas e a tomada de decisão sobre diferentes questões relacionadas com a determinação da taxa básica no Brasil, inclusive recorrendo a entrevistas e ao acompanhamento desses processos.

Concluir que a taxa básica de juros brasileira tem algo de convencional não é suficiente para compreender por que motivo, como afirmam vários dos autores aqui citados, ela é excessivamente alta no país. Nem era esse nosso objetivo. Entender, entretanto, que a taxa não é natural, mas institucional e em parte arbitrária, é um ponto de partida importante para discutir as especificidades da taxa básica de juros brasileira. Esperamos que este trabalho possa servir como subsídio para outros estudos sobre o tema, assim como para fundamentar teoricamente aqueles que recorrem ao argumento da convencionalidade.

Referências Bibliográficas

- ABC LOCAL RADIO (2008). *Inflation targeting a 'fad': economist*. Australia, 21 de maio. Disponível em: <<http://www.abc.net.au/am/content/2008/s2250953.htm>>
- ARESTIS, P.; DE PAULA, L.F. e FERRARI-FILHO, F. (2009). A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*. Campinas, v.18, n.1(35), p. 1-30.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. C. (2003). Inflation targeting:a critical appraisal. *Levy Economics Institute Working Paper*, n.388, setembro.
- ARTUS, P.; AVOUYI-DOVI, S. (1990). Inflation anticipée, politique monetary et taux d'intérêt aux États-Units, *Revue Economique*, 41(3), p. 581-598.
- ASCH, S. (1952). *Social psychology*.Prentice Hall.
- BALDUZZI P.; ELTON, P.J.; GREEN C. (1997). Economic News and the Yeld Curve:evidence from the US Treasury Market. *New York University Salomon Center Working Paper*, outubro.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Copom.*Série Perguntas mais Frequentes* (PMF 03). Diretoria de Política Econômica. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?fageconomia>>. Acesso em abril de 2010.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Copom: definição e histórico*. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?copomhist>>. Acesso em setembro de 2010.
- BARBOSA-FILHO, N. H. (2008). Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. *International Review of Applied Economics*, v.22, n.2, março, p. 187-200.
- BECKERT, J. (1996). What is sociological about economic sociology? Uncertainty and the embeddedness of economic action.*Theory and Society*, v.25, n.6, dezembro, p. 803-840.
- BIBOW, J.; LEWIS, P.; RUNDE, J. (2003).On convention:Keynes, Lewis and the French School. *In:RUNDE, J.; MIZUHARA, S. (eds.) The philosophy of Keynes`s Economics: probability, uncertainty and convention*. London: Routledge.
- BIBOW, J., LEWIS, P. & RUNDE, J. (2005).Uncertainty, conventional behavior and economic sociology.*American Journal of Economics and Sociology*, 64(2), p. 507-532.
- BLINDER, A. S. (1998).*Central Banking in theory and practice*.Cambridge, Mass.: MIT Press.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. (2003). *Desenvolvimento e crise no Brasil*. São Paulo: editora 34.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. (2002a). Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*, v.22(3), n.87, julho-setembro, p. 146-180.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. (2002b). A armadilha dos juros. *Folha de S. Paulo*. 10 de fevereiro.
- BRIÈRE, M. (2005).*Formation des Taux d'Intérêt: anomalies et croyances collectives*. Economica.Collection Recherche en Gestion. Paris.

- BRIÈRE, M. (2006). Représentations conventionnelles sur les marchés de taux. In: EYMARD-DUVERNAY, F. (Ed.) *L'économie des conventions: méthodes et résultats*, v.2, La Découverte. Paris, p. 177-192.
- CARVALHO, F. J. C. (2005). Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, v.25, n.4(100), outubro-dezembro, p. 323-336.
- CARVALHO, F. J. C. [et alli]. (2007) *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2.ed.
- CHERNAVSKY, E. (2007). *Sobre a construção da política econômica: uma discussão dos determinantes da taxa real de juros no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Teoria Econômica). São Paulo: Universidade de São Paulo.
- CHERNAVSKY, E. (2008). *Taxa natural e convenções: uma discussão dos determinantes da taxa real de juros no Brasil*. In: XIII Encontro Nacional de Economia Política, 2008, João Pessoa.
- CHWE M. S. Y (2001). *Rational Ritual*. Princeton University Press.
- COOK, T.; KORN S. (1991). The reaction of interest rates to the employment report: the role of policy anticipations. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, 77(5), p. 3-12.
- DENZAU, A.; NORTH, D. (1994). Shared mental models: ideologies and institutions, *Kykos*, 47, p. 3-31.
- DEOS, S. S.; ANDRADE, R. (2009). Metas de inflação: lições da era Greenspan. *Revista de Economia Política*, v.29, n.3(115), julho-setembro, p. 94-113.
- DEQUECH, D. (2003). Conventional and unconventional behavior under uncertainty. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1), p. 145-168.
- DEQUECH, David (2007-2008). Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(2), p. 279-302.
- DEQUECH, D. (2009). Institutions, social norms, and decision-theoretic norms. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 72, p. 70-78.
- DEQUECH, D. (2011). Financial conventions in Keynes's theory: the stock exchange. *Journal of Post Keynesian Economics*, no prelo.
- DEQUECH, D. (2010). *Explanations for conformity with institutions*, mimeo.
- DEUTCH, Y. (1991). A delay of three months in getting the guarantees in not critical. *Ma'ariv*, seção C, p. 1.
- ÉPOCA NEGÓCIOS (2009). *Ninguém acredita em mercados eficientes*. Ano 3, n.32, outubro.
- ERBER, F. S. (2009). Convenções do desenvolvimento. *Insight Inteligência*, n.44, ano XI - 1º trimestre, março, p. 108-130.
- FARHI, M. (2007). Análise comparativa do regime de metas de inflação: *pass-through*, formatos e gestão nas economias emergentes. *Texto para Discussão*. IE/Unicamp, n.127, julho.
- FRAGA, A. (2009). *Dez anos de metas para a inflação*. In: XI Seminário Anual de Metas para a Inflação. Rio de Janeiro, 14 e 15 de maio.

- FREITAS, M. C. P. (2010). Política monetária e medidas de inflação: a experiência internacional e o Brasil. *Nota técnica*. Grupo de Conjuntura Fundap. Disponível em <<http://debates.fundap.sp.gov.br>>.
- GALBRAITH, J. K. (1999). The inflation obsession: flying in the face of the facts. *Foreign Affairs*, n.78, janeiro-fevereiro, p. 152-156.
- GHOSH, A.; PHILLIPS, S. (1998). Warning: inflation may be harmful to your growth. *IMF Staff Papers* 45(4), p. 672-710.
- HODGSON, G. (1998). The approach of institutional economics. *Journal of Economic Literature*, v.36, n.1, p. 166-192.
- HODGSON, G. (2006). What are institutions? *Journal of Economic Issues*, v.40(1), p. 1-25.
- JANIS, I. (1971). Groupthink. *Psychology Today Magazine*, 5:6: 43-46.
- KATONA, G. (1975). *Psychological Economics*. Elsevier.
- KENEN, P. (2000). Comparative analysis of the Central Banks of the World. In: *Indépendance et responsabilité, evolution du métier de banquier central*, Colloque du bicentenaire de la Banque de France.
- KEYNES, J. M. (1936). *The general theory of employment interest and money*. The collected writings of John Maynard Keynes.
- KEYNES, J. M. (1937). The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 51, n. 2, p. 209-223.
- LIMA, E. C. R.; BRISNE J. V. C. (2003). O Desempenho do Mercado (Focus) e do BACEN na Previsão da Inflação: comparações com Modelos Lineares Univariados. Nota técnica. *Boletim de Conjuntura*, n.60.
- LONGSTAFF F. A. (2001). *The flight to liquidity premium in US Treasury Bond Prices*, manuscrito, maio.
- LOPES, C. F. L. R. (2009). *A high interest rate trap: the making of the Brazilian Crisis*. Rio de Janeiro: BNDES. 159p.
- LOPREATO, F. L. C. (2008). Problemas de gestão da dívida pública brasileira. *Texto para discussão*. IE/Unicamp, n.39, janeiro.
- MAAREK G. (2003). *Macroéconomie et gestion d'actifs*, Economica.
- MAMAN, D.; ROSENHEK, Z. (2009). The contested institutionalization of policy paradigm shifts: the adoption of inflation targeting in Israel. *Socio-Economic Review*, 7(2), p. 217-243.
- MEHTA, J., STARMER, C. E SUGDEN, R (1994). The nature of salience: an experimental investigation of pure coordination games. *American Economic Review*, 84, n. 2, p. 658-673.
- MODENESI, A. M. (2008) Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007). Ipea, Rio de Janeiro. *Texto para discussão*, n.1351.
- MORENO, R.; VILLAR, A. (2009). Inflation expectations, persistence and monetary policy, *BIS Paper*, n.49, Basle: Bank for International Settlement, dezembro, p. 13-51.

- MUINHOS, M. K.; NAKANE, M. I (2006). Comparing equilibrium real interest rates: different approaches to measure brazilian rates. *Working Paper Series*, 101, Banco Central do Brasil.
- NORTH, D. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press.
- O'DONNELL, R. M (1989). *Keynes: philosophy, economics and politics*. The philosophical foundations of Keynes's thought and their influence on his economics and politics. Macmillan.
- O'BARR, W. M.; CONLEY, J. M.(1992). *Fortune and Folly: the wealth and power of institutional investing*. Homewood, IL: Irwin.
- OREIRO, J. L.; PASSOS, M. (2005). A governança da política monetária brasileira: análise e proposta de mudança. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v.33, n.1, junho, p. 157-168.
- ORLÉAN, A. (1999). *El poder de las finanzas*. Traducción Fernando Arbeláez. Universidad Externado de Colômbia.
- ORLÉAN, A (2005).The self-referential hypothesis in finance.*In: TOUFFUT, J.B (org.), The stability of finance in Europe*, Paris, Albin Michel.
- ORLÉAN, A. (2006a). The cognitive turning point in economics: social beliefs and conventions. *In: ARENA, R.; FESTRÉ, A. (orgs.). Knowledge, Beliefs and Economics*. Cheltenham, Elgar.
- ORLÉAN, A. (2006b). *Knowledge in finance: objective value versus convention*, mimeo.
- PALLEY, T. (2006). A Post Keynesian framework for monetary policy: why interest rate operating procedures are not enough. *In: GNOS, C.; RONCHON, L. P. (eds). Post-Keynesian Principles of Economic Policy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- RABAÇA, C. A; BARBOSA, G (2001). *Dicionário de Comunicação*. Rio de Janeiro: Campus, 2. ed.
- REASON (1987). A framework for classifying errors. *In: RASMSUSSEN et al. New Technology and Human Error*, John Wiley & Sons.
- ROSS, L. (1987). The problem of construal in social inference and social psychology. *In: GRUNBERG, N.; NISBETT, R.; SINGER, J. (Eds.) A distinctive approach to psychological research: the influence of Stanley Schachter*. Hillsdale, NJ: Erlbaum.
- SAWYER, M. (2006). Inflation targeting and the central bank independence: we are all Keynesians now! Or are we? *Journal of Post Keynesian Economics*, v.28(4), p. 639-652.
- SETTERFIELD, M. (2006).Is inflation targeting compatible with Post Keynesian economics?*Journal of Post Keynesian Economics*, v.28(4), p. 653-671.
- SHILLER, R. (1984). Stock Prices and Social Dynamics.*Brooking Papers on Economic Activity*, 2, p. 457-510.
- SHILLER, R. (1990). Speculative prices and popular models.*Journal of Economic Perspectives*, v.4, n.2, p. 55-65.
- SHILLER, R. (1995). Rhetoric and economic behavior: conversation, information, and herd behavior. *The American Economic Review*, 85(2), maio, ABI/INFORM Global, p. 181.
- SHILLER, R. (1998). Human behavior and the efficiency of the financial system.*NBER Working Papers* 6375, National Bureau of Economic Research.

- SHILLER, R. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton University Press. Princeton, New Jersey.
- SHILLER, R. (2008). Challenging the crowd in whispers, not shouts. *The New York Times*, novembro. Disponível em <http://www.nytimes.com/2008/11/02/business/02view.html?_r=2>. Acesso em outubro de 2010.
- STIGLITZ, J. E. (2008). The failure of inflation targeting. maio. *Project Syndicate*. Disponível em <www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz99/English>. Acesso em setembro de 2010.
- TERZI, A. (1999). Financial market behavior: rational, irrational, or conventionally consistent? In: DAVIDSON, P.; KREGEL, J. (orgs.) *Full Employment and price stability in a global economy*. 1.ed. Cheltenham: Edward Elgar, 1999.
- THE ECONOMIST (2009). *Brazil takes off*. 14 a 20 de novembro.
- VERNENGO, M. (2008). The political economy of monetary institutions in Brazil: the limits of the inflation-targeting strategy, 1999-2005. *Review of Political Economy*, v.20(1), p. 95-110.