



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

Diego Aguiar Freitas Lucio

Incerteza, Expectativas e Convenções na Bolsa de Valores

Campinas, 2012

Diego Aguiar Freitas Lucio

Incerteza, Expectativas e Convenções na Bolsa de Valores

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. David Dequech.

Campinas, 2012

Agradecimentos

Agradeço em primeiro lugar a Deus, que iluminou o meu caminho durante esta caminhada.

Agradeço também a todos os professores que me acompanharam durante a graduação, em especial ao professor Dr. David Dequech, pela paciência e os incentivos para melhoria contínua deste trabalho, confiando sempre no meu potencial, e a professora Dra. Maryse Fahri pelo interesse em integrar a banca de análise deste trabalho e pelos comentários muito proveitosos.

Agradeço ainda o meu irmão Felipe, que sempre esteve ao meu lado me apoiando nos momentos difíceis, os meus primos e primas, tios e tias que, embora possam não ter conhecimento disto, colaboraram de alguma forma para a realização deste trabalho, e os meus amigos Aislan, Alexandre, André, Fábio, Laura, Juliana Cervelati, Juliana Zarpelon e Zeino, pelo incentivo e pelo apoio constantes.

Dedico esta conquista, bem como as demais, aos meus amados pais Terezinha e José Antônio, aos quais devo tudo que sou hoje e que com certeza seguem iluminando meus caminhos.

"Muitas pessoas devem a grandeza de suas vidas aos problemas
e obstáculos que tiveram de vencer."

(Baden Powell)

Campinas
2012

LUCIO, Diego Aguiar Freitas. **Incerteza, Expectativas e Convenções na Bolsa de Valores.** 2012. 55 folhas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

RESUMO

Esta monografia trata da abordagem de Keynes e da abordagem convencionalista sobre o comportamento dos agentes na Bolsa de Valores em meio à incerteza e à dificuldade de formação de expectativas. O intuito é analisar o papel e a importância das convenções para a ação dos investidores neste mercado instável, bem como elucidar como e por que há indivíduos que se opõem às convenções.

Palavras-Chaves: convenção, Bolsa de Valores, Keynes, Orléan.

ABSTRACT

This monograph deals with the Keynesian and the conventionalist approaches to the agent's behavior in the stock market amid uncertainty and the difficulty in forming expectations. The aim is to analyze the role and the importance of conventions for the actions of investors in this unstable market, as well as to explain how and why there are individuals who oppose the conventions.

Key words: convention, stock market, Keynes, Orléan.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO I – A ABORDAGEM KEYNESIANA	4
1.1. Incerteza	5
1.2. Expectativas	7
1.3. Convenções	9
1.3.1. Comportamento dos agentes na Bolsa de Valores: empreendedores e especuladores	9
1.3.2. Agentes convencionais	12
1.3.2.1. Convenção Projetiva	13
1.3.2.2. Teoria Prática do Futuro.....	16
1.3.2.3. Formação de preços das ações: a metáfora do concurso de beleza	17
1.3.2.4. Fragilidade das expectativas: arbitrariedade	19
1.3.2.5. Precariedade e curta duração das convenções	20
1.3.3. Agentes não convencionais	21
1.4. Conclusão.....	22
CAPÍTULO 2 – A ABORDAGEM CONVENCIONALISTA	24
2.1. Das diferentes teorias à teoria autoreferencial do mercado.....	25
2.2. Autoreferencialidade: coordenação não objetiva	29
2.2.1. Formação de preços: da saliência de Schelling à convenção	34
2.2.2. Arquitetura Financeira.....	36
2.2.2.1. A importância da liquidez	36
2.2.2.2. Liquidez e convenção de continuidade	39
2.2.2.3. Convenção de interpretação	40
2.2.2.3.1. A bolha da internet	42
2.2.2.3.2. Crise mexicana	43
2.2.2.3.3. Crise asiática	45
2.2.3. Convenção: da legitimidade à fragilidade	46
2.3. Dinâmica do mercado financeiro: autoreferencialidade como modelo geral	47
2.4. Conclusão.....	48
CONCLUSÃO GERAL	51
REFERÊNCIAS	55

INTRODUÇÃO

Esta monografia pretende examinar algumas abordagens dos mercados financeiros centradas na ideia de convenção. Ela destaca em particular duas dessas abordagens: a primeira e mais antiga delas foi desenvolvida por Keynes, em seus trabalhos econômicos mais conhecidos, no mesmo processo de produção de sua *Teoria Geral* e de alguns artigos posteriores; a segunda, bem mais recente, é a abordagem convencionalista, cujo principal expoente é André Orléan.¹ Existe alguma superposição entre elas, porque a obra de Keynes é uma fonte crucial de inspiração para Orléan, mas a abordagem convencionalista tem suas próprias contribuições originais. A monografia estudará como são construídas essas duas abordagens, considerando em particular quais são seus respectivos conceitos de convenção, como elas entendem a determinação do preço das ações, como elas incorporam ou deixam de incorporar a possível existência de operadores aparentemente guiados pelo valor esperado dos dividendos e como elas lidam com a relação entre convenção e especulação.

Restringir nossa discussão a mercados financeiros não deve ser interpretado como implicando que a noção de convenção esteja ausente do estudo de mercados de bens ou que ela seja irrelevante para esse estudo, incluindo as próprias contribuições de Keynes sobre isso. Acreditamos que o contrário seja o caso, mas mercados financeiros são importantes em si mesmos e possuem características distintivas que importam bastante no debate mais amplo sobre convenções e cuja identificação pode inclusive nos ajudar a entender as especificidades dos diferentes mercados.

Dentre os diversos mercados financeiros, concentraremos nossa atenção sobre a Bolsa de Valores. Uma razão importante para o foco na Bolsa de Valores é o fato de que é exatamente sobre este mercado que Keynes e Orléan mais detalharam suas ideias de convenção. Além disso, a bolsa é certamente um mercado importante por suas possíveis repercussões sobre os mercados de bens e sobre o emprego – mesmo que não precisamos aceitar por seu valor de face nem a ideia comumente difundida de que a bolsa serve para financiar as empresas, nem a ideia de Keynes (1936, capítulo 12) de que o movimento dos preços das ações tem considerável impacto sobre as

¹ Ao lado de François Eymard-Duvernay, Olivier Favereau, Robert Salais, Laurent Thévenot e Jean-Pierre Dupuy, Orléan é um dos fundadores da chamada economia das convenções (*l'économie de conventions*), uma escola heterodoxa e interdisciplinar de pensamento econômico surgida na França na segunda metade dos anos 1980. Orléan é o principal responsável por tratamentos convencionalistas da moeda e das finanças, mas a escola convencionalista, assim como o próprio Orléan, lida com diversas outras questões econômicas.

as expectativas de longo prazo e as decisões de investimento. Ao mesmo tempo, deve ser notado que algumas das ideias das abordagens keynesiana e convencionalista têm um escopo de aplicabilidade mais amplo que a bolsa e podem também ajudar no entendimento de outros mercados financeiros, como os de títulos e de câmbio, e mesmo de mercados de bens.

Essas duas abordagens representam concepções teóricas bastante diferentes da visão dos preços das ações como sendo tendencialmente determinados pelo valor presente esperado dos dividendos e destes como determinados pelos chamados fundamentos (como preferências, tecnologia e dotações), que seriam cognoscíveis objetivamente. Forçosamente, elas diferem também da chamada hipótese de mercados financeiros eficientes. Nessa medida e, sobretudo, por enfatizarem a precariedade de nossa base de conhecimento, a arbitrariedade de uma convenção e o comportamento mimético, a abordagem de Keynes e a convencionalista parecem ser potencialmente muito mais aptas a contribuir para um entendimento adequado da volatilidade que, de fato, se observa na Bolsa de Valores (assim como em outros mercados financeiros) e que teorias mais tradicionais não conseguem explicar.

A busca de uma alternativa e, dentro dela, um estudo das contribuições de Keynes e convencionalistas é ainda mais justificável em momentos de crises que se irradiam a partir de mercados financeiros e, sobretudo, no contexto da gravíssima crise financeira e econômica global que começou em 2007 e cujo fim ainda não se vislumbra.

Do ponto de vista da teoria e da história do pensamento econômico, esta monografia se localiza numa área temática de interseção entre desenvolvimentos recentes da nossa disciplina.

Entre as mudanças ocorridas na economia como disciplina acadêmica nas últimas décadas, certamente uma das mais importantes, senão a principal delas, é a retomada do interesse pelas instituições. Do lado da economia *mainstream*, a economia neoclássica estendeu suas hipóteses básicas (racionalidade maximizadora de utilidade e equilíbrio) ao estudo de outras instituições além do mecanismo de preços do modelo Arrow-Debreu. Seja na forma de um segmento neoclássico (admitido por alguns de seus resenhadores mais conhecidos), seja em outras formas, surgiu a nova economia institucional e partes dela conseguiram ampla penetração na disciplina, incorporando-se ao *mainstream*. O estudo das instituições recebeu quatro prêmios Nobel nos últimos vinte anos, além das premiações anteriores de Herbert Simon, Friedrich Hayek e Gunnar Myrdal, que em parte também tiveram relação com instituições. Entre as premiações recentes, há também a Medalha John Bates Clark dada a Daron Acemoglu em 2005. Do lado

não-mainstream, houve uma renovação da tradição institucionalista de Veblen, Commons, e Geoffrey Hodgson, assim como o surgimento de novas correntes que se autodenominam institucionalistas, como a economia das convenções na França, e um grande aumento do interesse nas instituições em correntes que não têm o rótulo de economia institucional, como a escola da regulação, a escola austríaca, a economia neo-schumpeteriana e outras variantes de economia evolucionária, ao lado da economia pós-keynesiana, que desde seus primórdios destacava a crucial importância das instituições e que, em décadas mais recentes, dedicou mais atenção às convenções. O estudo das instituições informais, incluindo as convenções, avançou, mas ainda há muitos autores influentes, como Williamson (2000), que pensam que as instituições informais mudam muito lentamente para serem objeto de interesse para economistas. As contribuições de Keynes (2007[1936]) e Orléan (2006[1999]) ajudam a reverter essa opinião, pois claramente as convenções financeiras são instituições informais e duram bem menos do que outras.

Um segundo desenvolvimento importante envolve questões cognitivas. A teoria dominante do comportamento econômico tem sido crescentemente desafiada nesse terreno cognitivo. Aumentam as referências feitas a tipos fortes de incerteza e às limitações nas capacidades mentais e computacionais das pessoas. O conceito de incerteza tem sido objeto de intensas discussões, com o reconhecimento cada vez maior de que é preciso ir além da noção mais estrita ainda dominante em economia. Os numerosos trabalhos de Frank Knight, John M. Keynes e Herbert Simon têm sido recuperados e servido de inspiração para novas formulações, algumas delas no âmbito da *mainstream economics*. Em parte em consequência disso, embora com menor intensidade, cresce também o interesse dos economistas em como as pessoas formam modelos mentais da realidade, impossibilitadas que são de já ter esses modelos prontos, por causa de certos tipos de incerteza.

Falta, no entanto, avançar mais no que diz respeito à interseção entre questões institucionais e cognitivas e, mais especificamente, entender melhor o caráter institucional da cognição e o papel cognitivo das instituições. O estudo das convenções de que tratam Keynes e Orléan nos ajuda a caminhar nessa direção, pois essas convenções são justamente padrões ou conjuntos de regras de pensamento, formando modelos mentais socialmente compartilhados.

CAPÍTULO I – A ABORDAGEM KEYNESIANA

Neste primeiro capítulo trataremos da abordagem keynesiana a respeito do comportamento dos agentes na Bolsa de Valores em busca de maximizar seus ganhos, tendo em conta a liquidez dos ativos que propicia a troca de posições e ganhos adicionais em relação aos dividendos e o comportamento de longo prazo.

Para tanto, é preciso entender a interpretação de Keynes sobre a incerteza, que difere da interpretação dos economistas clássicos, bem como sua descrição do processo de formação de expectativas, distinto dos modelos de expectativas racionais e adaptativas.

Para Keynes, o preço não é algo revelado ex-ante, ele se revela na opinião média pela interação dos agentes no mercado. Diante disso, há uma busca por se antecipar qual será o preço, diante da forte incerteza e da consequente dificuldade de se formular expectativas, o que leva os agentes a agirem na prática guiando-se por alguma estratégia que sempre é arbitrária, uma vez que não é a única correta por não haver base para se fazer cálculos. O surgimento das convenções é então ligado a isso.

Sobre a convenção, Keynes não definiu um conceito explícito, mas apresentou dois exemplos: a projetiva e o mimetismo. Ambas são técnicas de atuação na Bolsa de Valores que fazem parte do que ele denomina como Teoria Prática do Futuro. Independente do exemplo seguido, a convenção é sempre tratada como frágil e sujeita à ação de agentes que se comportam de maneira distinta e interferem nos preços.

Devemos dizer que, na visão de Keynes, a convenção predominante na interação do mercado estará mais próxima da opinião média, e logo dos preços. Isto se deve à ocorrência de dois processos essenciais para a explicação keynesiana: a autoreferência e a profecia autorrealizadora. Eles fazem com que a ação de um agente interfira na ação de outro, com cada agente atuando levando em conta o que possivelmente farão os outros. Diante destas antecipações, a opinião média expressará o preço da ação via autorealização das crenças.

Em suma, o objetivo deste capítulo é mostrar, a partir da interpretação de Keynes sobre a incerteza e a formação de expectativas, de que forma os agentes se comportam na Bolsa de Valores, como tentam prever os preços das ações e como esses preços são formados, sublinhando o papel das convenções neste processo, bem como suas características e fragilidades.

Para tanto, dividimos este capítulo em três partes. A primeira parte abordará o conceito da incerteza keynesiana, em contraste com a interpretação dos economistas clássicos. A

segunda parte mostrará a dificuldade apontada por Keynes para se formar expectativas em meio a forte incerteza, em oposição aos modelos de expectativas racionais e adaptativas. Por fim na terceira parte, considerando os conceitos keynesianos diferenciados de incerteza e formação de expectativas, apontaremos como se comportam os agentes na Bolsa de Valores, sob a ótica de Keynes, tendo como mecanismo principal o estudo das convenções.

1.1. Incerteza

Os economistas clássicos, como Ricardo e Marshall, acreditavam na Lei de Say, em que a oferta gera sua própria demanda. Assim, toda a produção seria consumida, podendo haver apenas um pequeno desequilíbrio que, no entanto, seria localizado e duraria pouco tempo.

Logo, eles desconsideram o tempo entre produção e consumo e a possibilidade de que possa haver excesso de oferta e frustração das expectativas dos empresários. Ou seja, eles desprezam a incerteza para o empresário em torno do quanto produzir.

Em oposição a isso, Keynes em seu artigo de 1937, Teoria Geral do Emprego, faz duras críticas aos clássicos a respeito da desconsideração do tempo na formação das expectativas dos agentes que para ele conduz a uma interpretação errada sobre a incerteza.

Mas estes autores mais recentes [Edgeworth e Pigou] da mesma forma que seus predecessores [Ricardo e Marshall], ainda lidavam com um sistema no qual era dada a quantidade dos fatores empregados, e os demais fatos relevantes eram tidos como mais ou menos certos. Isto não quer dizer que estavam lidando com um sistema do qual a mudança fora excluída, ou até com um no qual inexistia a decepção de expectativas. Mas, num determinado momento, supunha-se que os fatos e expectativas fossem dados de forma definida e calculável; e que os riscos, dos quais, embora fossem admitidos, não se tomou muita consciência, podiam ser submetidos a exatos cálculos atuariais. Supunha-se que o cálculo de probabilidade, embora se omitisse sua menção, fosse capaz de reduzir a incerteza á mesma posição calculável da certeza; exatamente como no cálculo de dores e prazeres de Bentham, ou das vantagens e desvantagens que a filosofia benthamita supunha estar influenciando os homens no seu comportamento ético geral. (KEYNES, 1984[1937], p. 170).

Para Keynes, com base em Knight (1921), os clássicos confundiram risco com incerteza. Este autor aponta em sua obra que quando há risco pode se tomar decisões com base em cálculos ponderados, mas quando há incerteza não é possível fazer cálculos, pois sequer temos informações para tanto, conforme exemplifica Keynes no trecho abaixo:

[...] por conhecimento ‘incerto’ não pretendo apenas distinguir o que é conhecido como certo do que apenas é provável. Neste sentido, o jogo da roleta não está sujeito á incerteza; nem sequer a possibilidade de se ganhar na loteria. Ou ainda, a própria esperança de vida é apenas moderadamente incerta. Até as condições meteorológicas são apenas moderadamente incertas. O sentido em que estou usando o termo é aquele segundo o qual a perspectiva de uma guerra europeia é incerta, o mesmo ocorrendo com o preço do cobre e a taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários particulares de riqueza no sistema social de 1970. Sobre estes problemas não existe qualquer base científica para um cálculo probabilístico. Simplesmente, nada sabemos a respeito. Apesar disso, a necessidade de informações para a ação e a tomada de decisões obrigam-nos, como homens práticos, a fazer o máximo para esquecer este fato incomodo e a nos comportar exatamente como deveríamos se tivéssemos atrás de nós um bom cálculo benthamita sobre a série de vantagens e desvantagens futuras, cada uma multiplicada por sua probabilidade adequada, á espera de uma soma.(KEYNES, 1984[1937], p.171)

Neste trecho fica claro o que é incerteza para Keynes e também que diante dela os agentes precisam se comportar como se pudessem fazer projeções e atribuir probabilidades às opções de investimento, chegando a um resultado calculado.

Ou seja, na prática, eles são obrigados a considerar o que é incerto, sem possibilidade de cálculo, como algo que é arriscado, passível de cálculo, para que possam formar expectativas. Para tanto, Keynes apresenta algumas técnicas como a Teoria Prática do Futuro que será explicada mais a frente.

Embora seja esta maneira de nos comportarmos no mercado, a teoria que formulamos para o estudo de como nos comportamos no mercado [Teoria Prática do Futuro] não deveria submeter-se aos seus ídolos. Eu [Keynes] acuso a teoria econômica clássica de ser uma dessas técnicas belas e polidas, que tentam lidar com o presente abstraindo o fato que sabemos muito pouco a respeito do futuro [...] De todas atividades humanas afetadas por esta preocupação mais remota [longo prazo], uma das mais importantes é de caráter econômico e diz respeito á riqueza. O objetivo geral da acumulação de riqueza é o de provocar resultados, ou resultados potenciais numa data comparativamente, e, às vezes, indefinidamente distante. Assim, o fato de nosso conhecimento do futuro ser oscilante, vago e incerto, torna a riqueza uma questão especialmente inadequada aos métodos da teoria econômica clássica [que funcionaria apenas com consumo da produção no curto prazo, precisando de rearranjo para tratar de um futuro indefinidamente adiado]. (KEYNES, 1984[1937], p.171).

Adicionalmente, Keynes acrescenta que a interpretação errônea sobre a incerteza leva também a uma concepção distinta quanto à taxa de juros. Para Keynes, a taxa de juros é o prêmio oferecido por se abrir mão da liquidez, enquanto para os clássicos é um prêmio por se abdicar do consumo corrente para consumir mais no futuro. Ela envolve incerteza, dado que quanto maior a desconfiança sobre os cálculos do futuro, maior será a preferência pela liquidez, e maior deve ser a taxa de juros para que se abra mão dela.

[...] em parte por motivo razoáveis e em parte por razões instintivas, nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro. Embora este sentimento em relação ao dinheiro também seja convencional e instintivo, ele atua, por assim dizer, num nível mais profundo de nossa motivação. Ele se enraíza nos momentos em que se enfraquecem as mais elevadas e mais precárias convenções. A posse de dinheiro real tranquiliza nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para nos separarmos dele é a medida do grau de nossa inquietação. (KEYNES, 1984[1937], p. 173).

Em suma, a concepção da incerteza keynesiana, que difere da incerteza defendida pelos clássicos, expõe que os agentes não possuem informações suficientes para que façam cálculos confiáveis. Assim, há problemas para a formação de expectativas no mercado financeiro, e até mesmo no mercado de bens.

1.2. Expectativas

Dada à interpretação keynesiana da incerteza, a formação de expectativas aparece como algo difícil e arbitrário. Em detrimento disso, as duas outras teorias sobre as expectativas (adaptativas e racionais) partem de pressupostos distintos dos de Keynes, abstraindo de certa forma a incerteza no sentido forte.

Os defensores das expectativas adaptativas afirmam que os agentes formam expectativas com base na experiência passada e corrigem suas previsões com base nos erros passados. Assim, sempre que a inflação (nível de preços) está se alterando, ocorrerão erros de expectativa, ou seja, se a inflação acelera, os trabalhadores a subestimam; se a inflação desacelera, eles a superestimam. Este mesmo processo também pode ocorrer no mercado financeiro com o preço das ações.

Já a teoria das expectativas racionais fundamenta-se em três hipóteses: a de que os agentes têm o modelo quantitativo certo na cabeça e, exceto por perturbações estocásticas, sabem

determinar o comportamento das variáveis endógenas em função das exógenas; a de que todos os agentes econômicos têm o mesmo conjunto de informações e formam as mesmas expectativas quanto às variáveis exógenas (determinantes do modelo); e que, com essas expectativas e com este modelo, os agentes chegam às previsões sobre o comportamento das variáveis endógenas. Assim, “cada agente acredita que todos os demais formulem suas previsões com base no mesmo modelo e nas mesmas projeções das variáveis exógenas” (Simonsen, 1986, p. 251), fugindo da interdependência estratégica e da necessidade de descobrir o que os outros pensam, defendida por Keynes.

Por sua vez, a formação de expectativas em Keynes é muito mais complexa, tendo a psicologia de massas como figura fundamental. e servindo de base teórica para as mais recentes análises e instrumentos de tomada de decisões nos mercados de ativos. Tal explicação diferenciada deriva do fato de não haver uma conduta geral pré-determinada dos agentes como no modelo das expectativas racionais, em que cada agente extrapola para a coletividade as suas próprias opiniões. Assim, as expectativas são formadas ao longo do trajeto, dentro do próprio mercado, por meio de um processo intersubjetivo que também se diferencia das expectativas adaptativas.

A título de ilustração, no mercado de bens, o volume de investimento depende para Keynes da propensão a entesourar e da futura rentabilidade dos ativos de capital, que têm as expectativas como base. Adicionalmente, um fator dificilmente pode anular o outro, ou seja, em situações ruins, o primeiro fator tende a aumentar, enquanto o segundo tende a se reduzir, desencorajando o investimento. Assim, a incerteza torna as expectativas muito vulneráveis e suscetíveis a grandes mudanças, como indica a passagem abaixo:

[...] a produção agregada depende da propensão ao entesouramento, da política das autoridades monetárias em relação à quantidade de moeda, do estado de confiança referente a rentabilidade futura dos ativos de capital, da propensão a gastar e dos fatores sociais que influenciam o nível de salários nominais. Mas, entre esses vários fatores, os que determinam a taxa de investimento são os menos confiáveis [dependem de expectativas], pois são eles que são influenciados por nossas visões do futuro, sobre o qual sabemos tão pouco [o que explica o fato de emprego e renda estarem sujeitos a grandes flutuações]. (KEYNES, 1984[1937], p. 178).

Diante desta situação, a confiança nas expectativas aparece como a grande engrenagem que faz a economia girar. Assim, quando os clássicos interpretam o conhecimento

sobre o futuro de forma diferenciada, ignoram também a importância da confiança em algum modo de agir e o papel que ela exerce sobre as flutuações e a instabilidade no mercado financeiro.

O estado da expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende, portanto, exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da confiança com a qual fazemos este prognóstico – à medida que ponderamos a probabilidade de o nosso melhor prognóstico revelar-se inteiramente falso. Se esperarmos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças possam ocorrer, nosso grau de confiança será, então, fraco. (KEYNES, 2007[1936], p. 124).

Em resumo, para Keynes as expectativas são difíceis de serem formadas, porque diferentemente do que foi defendido pelos clássicos e pelos modelos de expectativas, não há informações para se que possa se fazer a previsão do futuro e nem um modelo ex-ante ao mercado que faça com que todos se comportem da mesma forma.

Por este motivo, Keynes apresente a ideia das convenções como resultado prático da busca dos agentes por referência dentro do mercado. Tal ideia se apoia em alguns processos que serão descritos a seguir.

1.3. Convenções

Nesta seção explicaremos como se comportam os agentes na Bolsa de Valores, como eles buscam prever os preços das ações e quais as dificuldades para isso. Além disso, ressaltaremos a importância das convenções neste processo, mesmo que estejam sujeitas a curta duração.

1.3.1. Comportamento dos agentes na Bolsa de Valores: empreendedores e especuladores

Segundo Keynes (2007[1936], p. 131-133) há duas formas de atuação na Bolsa de Valores, a forma especulativa e a empreendedora. Dequech (2011, p. 474) apresenta a diferença entre estes dois comportamentos através de uma expressão utilizada por Keynes (2007[1936], p. 177-179) que representa os retornos (em taxas) de uma unidade adicional de um ativo qualquer, no caso uma ação, ao longo de um determinado período.

$$\text{Retorno esperado do ativo} = q - c + l + a$$

Em que:

q = rendas explícitas (dividendos, quasi-rendas, etc.)

c = custos de carregamento (taxa de administração, etc.)

l = prêmio pela liquidez

a = apreciação (positiva ou negativa).

O empreendedor busca prever as rendas explícitas esperadas do ativo, dividendos (q), ao longo da vida. Dessa forma a variação dos preços das ações não é o principal foco neste tipo de comportamento. Apesar disso, ele influencia a formação da opinião média.

Por sua vez, o especulador toma suas decisões com base na variação esperada dos preços (a) buscando ganhos através da tentativa de prever os preços futuros. Tal processo possibilita ganhos (ou perdas) maiores em muito menos tempo, propiciando menor tempo de recuperação do dinheiro investido (pay-back) em comparação com o empreendedor, o que o torna mais atraente. Todavia, é importante dizer que o fato de ser especulador, não impede que o indivíduo também seja um empreendedor. Ou seja, um mesmo indivíduo pode atuar das duas formas no mercado, respectivamente com o objetivo de prever a psicologia do mercado e/ou se basear no fluxo de dividendos esperados do ativo.

Adicionalmente, um fator importante no mercado é o prêmio de liquidez do ativo (l), um rendimento implícito atribuído ao ativo pelos agentes em função do seu grau de liquidez e da importância dada à liquidez. O grau de liquidez é importante também para a especulação, já que ativos ilíquidos não são apropriados para a especulação.

Tendo isso em vista, é importante salientar que à medida que progride a organização dos mercados de investimento, e com isto a liquidez dos ativos, o risco de um predomínio da especulação sobre o empreendimento aumenta como ocorre, segundo Keynes, nos EUA:

Diz-se raro um americano investir, como o fazem ainda muitos ingleses, 'para obter uma renda', e que somente na expectativa de um ganho de capital está disposto a adquirir um título. Isto é apenas outra maneira de dizer que, quando um americano compra um investimento, está colocando suas esperanças não tanto em sua renda provável, mas em uma mudança favorável nas bases convencionais de avaliação, ou seja, que ele é, o sentido dado acima, um especulador. (KEYNES, 2007[1936], p. 131).

Keynes acrescenta ainda um exemplo numérico para mostrar a importância da liquidez. Segundo ele, em um mercado financeiro organizado, no qual a liquidez é garantida, não seria inteligente pagar R\$ 25,00 por uma ação hoje, cuja renda esperada aponta para R\$ 30,00, se a crença é a de que daqui a três meses o mercado, sob a influência da psicologia de massas, o avaliará por R\$ 20, 00.

Assim, a tendência do predomínio da especulação é consequência de mercados de investimentos líquidos. Ou seja, a liquidez contrapõe a instabilidade à estabilidade da Bolsa de Valores, dado que ela atua sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema devido às reavaliações diárias e compras e vendas da mesma ação em um curto período. Apesar disso, ela tem grande importância, já que “as decisões de investir em negócios privados do tipo antigo eram, em grande parte, irrevogáveis não só para comunidade em geral, como também para os indivíduos” (Keynes, 2007[1936], p. 125),

Logo, embora facilite a transferência de investimentos, a liquidez tem influência sobre o montante de investimentos corrente porque “não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor” (Keynes, 2007[1936], p. 126). Dessa forma, a lógica financeira vai dominando a produtiva. A respeito disso, Keynes faz um alerta:

Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento, mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino o trabalho tende a ser mal feito. (KEYNES, 2007[1936], p. 131).

Assim, recursos são mal alocados porque o longo prazo torna-se irrelevante e o mercado passa a sediar um jogo de alta intersubjetividade feito entre seus participantes. Dessa forma, se escapa da missão de conduzir novos investimentos pelo canal produtivo.

A partir da observação do quão perigoso pode ser o domínio da especulação, originada pela liquidez, Keynes (1936, p. 132) compara Wall Street, em Nova York, com Throgmorton Street, em Londres, para tentar apontar uma possível saída deste perigo. Ele salienta que, na bolsa de Londres, a proporção dos investidores, as altas comissões de corretagem e as pesadas taxas de transferências que se pagam ao Tesouro geram gastos ligados aos custos de carregamento do ativo (C) que reduzem a renda adicional esperada de um ativo, conforme a

fórmula de retorno do ativo mencionada acima, o que diminui a propensão a compras e vendas no curtíssimo prazo.

Com isso em vista, Keynes deixa transparecer que a aplicação de altas comissões e pesadas taxas para as transações em Wall Street poderia gerar o mesmo efeito que na bolsa de Londres, qual seja, o de diminuir o hábito de se comprar e vender ações no mesmo dia que atinge, em alguns períodos, mais da metade das transações diárias da bolsa norte-americana.² Todavia, deve-se dizer que tal ideia não produziria apenas efeitos benéficos, pois aumentar os custos de transação e os custos de carregamento (C) poderia fazer ser muito mais vantajoso entesourar ou emprestar o dinheiro do que investir na Bolsa de Valores, inviabilizando a captação das empresas por esse meio, e logo o funcionamento deste mercado. Assim sendo, a especulação por estar ligada à liquidez, que é a essência dos mercados, é difícil de ser combatida.

Sobre a especulação, Dequech (2011, p. 475) aponta que em sentido geral ela pode ser praticada de duas formas diferentes: dentro de uma convenção, sob um comportamento convencional ou especulando contra ela, que é especular no sentido estrito, através de um comportamento não convencional, no qual os empreendedores também se encaixam. Uma melhor descrição destes comportamentos será apresentada nas seções seguintes.

1.3.2. Agentes convencionais

Para Keynes, quando os agentes querem entrar na Bolsa de Valores comprando uma ação, eles devem agir de alguma forma para dirimir a forte incerteza e a dificuldade para formar expectativas.

Assim, na prática, os agentes atuam buscando a referência dos preços dentro do mercado, a qual na verdade só se revelará pela interação dos próprios agentes por meio dos processos autoreferencial e autorealizador (profecia autorealizadora), sendo expressão da opinião média dos participantes do mercado.

Esta busca dos agentes por antecipar os preços tende a produzir uma convenção Esta , segundo Dequech (p. 481, 2011) é um padrão de pensamento (e possivelmente comportamento) socialmente compartilhado. Ou seja, não é estritamente individual, nem a soma das expectativas

² Este raciocínio foi retomado por James Tobin, com seu conceito de taxa Tobin, a qual consiste em um tributo que incidiria sobre as operações financeiras com o objetivo de combater a especulação. Tal conceito está em voga atualmente principalmente devido a crise financeira vigente.

de todos os agentes do mercado, mas sim o resultado da interação da percepção de cada agente em relação ao que fizeram e ao que possivelmente farão os outros agentes.

Adicionalmente, duas outras características da convenção são a conformidade com a conformidade (esperada) dos outros e a arbitrariedade. A primeira significa que quando a convenção é seguida conscientemente, isso se deve de certa forma ao fato de que os outros a seguem ou se espera que eles a sigam (mimetismo). Já a segunda pressupõe que uma alternativa que não é claramente inferior ao padrão prevalecente é concebível, ou seja, não há apenas um modo único e correto de pensar e agir no mercado, o que contribui para fragilidade das convenções.

Podemos dizer que Keynes não define um conceito de convenção, mas dá dois exemplos: a convenção projetiva e o mimetismo, que consiste em copiar o comportamento dos outros.

1.3.2.1. Convenção Projetiva

Seria insensato, na formação de nossas expectativas, atribuir grande importância a tópicos que para nós são muito incertos. É, portanto, razoável que nos deixemos guiar, em grande parte, pelos fatos que merecem nossa confiança, mesmo se sua relevância for menos decisiva para os resultados esperados do que os outros fatos dos quais o nosso conhecimento é vago e limitado. (KEYNES, 2007[1936], p. 124).

Neste trecho, Keynes dá a primeira justificativa para o exemplo de convenção que irá tomar como referência para o comportamento dos agentes na formação de expectativas sobre a Bolsa de Valores. Aqui, fica claro que, embora, os fatos recentes sejam menos decisivos para os resultados esperados de longo prazo do que os outros, sobre os quais nosso conhecimento é vago e limitado, a confiança predomina sobre a relevância. Por isso, os fatos atuais desempenham papel desproporcional na formação de expectativas de longo prazo.

Sendo assim, habitualmente se considera a projeção do passado recente para o futuro na chamada convenção projetiva, exceto se tivermos enormes razões para esperar mudanças que seria a cláusula condicional desta convenção.

Portanto, usam-se dados do passado para se fazer projeções sobre o futuro abstraindo-se que no meio do caminho algo, como uma crise, possa ocorrer gerando mudança dos níveis de preços previstos. Todavia, mesmo “se esperarmos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças possam ocorrer, nosso grau de confiança será,

então, fraco” (Keynes, 2007[1936], p. 124). Desse modo, a situação projetada não muda, uma vez que as mudanças não estão definidas, ou seja, são ponderadas pela fraqueza e assim espera-se que as variáveis se comportem da mesma forma.

Assim, a convenção projetiva substitui, na prática, aquilo que na teoria não temos o acesso para fazermos cálculos, as informações do que vai ocorrer no futuro. Ou seja, ela guia os agentes, uma vez que o futuro é incerto.

A ideia de Keynes é que, por não sabermos o que o futuro nos reserva e uma vez que somos obrigados a agir, nós precisamos nos guiar por algumas hipóteses, abstraindo a incerteza e projetando o futuro igual ao passado recente, contrariamente ao que o passado nos revela ser adequado. No entanto, devemos salientar novamente como afirma Dequech (2011, p. 474) que a convenção projetiva é apenas um exemplo, e não um conceito de convenção apresentado por Keynes.

Na prática, concordamos, geralmente, em recorrer a um método que é, na verdade, uma convenção. A essência desta convenção – embora ela nem sempre funcione de uma forma tão simples – reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança. Isto não quer dizer que, na realidade, acreditemos na duração indefinida do estado atual dos negócios. A vasta experiência ensina que tal hipótese é muito improvável. Os resultados reais de um investimento, no decorrer dos anos, raras vezes coincidem com as previsões originais. (KEYNES, 2007[1936], p. 126).

Para Dequech (2011, p. 472) a adesão para a convenção projetiva é condicionada à ausência de razões para se esperar mudanças. Assim, apenas aqueles que acreditam que o estado dos negócios continuará o mesmo (cláusula condicional) adeririam à convenção, sendo esta cláusula um anexo, uma pré-condição para se aceitá-la. Contrariamente, se considerarmos que a convenção engloba esta cláusula como parte e não como anexo, não há mais pré-condição para se aderir à convenção e a ideia torna-se algo tautológico: o atual estado de negócios permanecerá o mesmo, exceto se forem esperadas mudanças, ou seja, qualquer um pode estar dentro desta convenção até que se espere mudanças.

Além disso, Dequech (2011, p. 473) acredita que na visão keynesiana as mudanças que derrubariam uma convenção como a projetiva se referem ao nível de preços e não à mudança de direção dos preços, tomando por base a afirmação de Keynes que a expectativa média sobre o mercado é revelada nos preços das ações. Por sua vez, Orléan (2004-2005, p. 9), que será

abordado no capítulo 2, descreve a convenção com base na continuidade dos preços em relação ao tempo.

Assim, para Dequech, a visão de Keynes para que a convenção seja mantida, refere-se a assumir que os preços continuarão os mesmos ao longo do tempo (linha reta horizontal)., mesmo que se mude a composição do grupo que seguem esta convenção, já que a cada momento agentes que acreditavam na mudança de preços podem passar a confiar na cláusula condicional e aderir a convenção, enquanto outros que seguiam a convenção podem passar a acreditar em mudanças e deixar de segui-la. Assim, enquanto houver agentes que a sigam, ela continuará a existir. Ademais, a cláusula condicional implica ainda que a convenção projetiva não seja algo adotado por todas as pessoas incondicionalmente, diferentemente do que apontavam os modelos de expectativas racionais ou adaptativas.

Enquanto isso, para Orléan, há uma condição menos restritiva, a de que a manutenção da convenção significa que os preços variarão somente de forma incremental e progressiva (função contínua). Por exemplo, quando o preço cai de 1000 para 1, passando pelos valores intermediários, sendo fundamental o papel da liquidez para garantir tal processo que tranquiliza os investidores.

Si ello se verifica, cada inversionista puede pensar que siempre le será posible limitar su pérdida vendiendo, por ejemplo, a 800, o a cualquier otro precio que juzgue conveniente. Tal representación del mercado está en la base de las estrategias de cobertura de portafolio. Si cada inversionista adhiere a una tal convención de la evaluación de los precios financieros, es siempre posible limitar las pérdidas a un monto fijado de antemano. Es comprensible que esa creencia tenga poderosos efectos tranquilizadores en los inversionistas. (ÓRLEAN, 2004-2005, p. 9).

Por fim, para Dequech (2011, p.473), que defende a interpretação de convenção mais restrita, se as mudanças se referem ao nível dos preços, e se a cláusula condicional é algo anexo à convenção projetiva ao invés de estar nela incluída, temos que a “[...]’convenção projetiva’ de Keynes é um padrão expectacional: um modo de formar expectativas específicas e precisas sobre o valor futuro de uma variável, e nesse caso, a convenção pode permanecer a mesma enquanto os valores mudam.”. Ou seja, a convenção torna-se um modelo socialmente compartilhado que contribui para certa coordenação do mercado.

1.3.2.2. Teoria Prática do Futuro

Em seu artigo de 1937, A Teoria Geral do Emprego, Keynes torna a enfatizar as consequências da incerteza sobre nossas atividades de longo prazo e apresenta a Teoria Prática do Futuro, um conjunto de três técnicas que os agentes devem seguir a fim de amenizar os problemas da formação de expectativas e da tomada de decisões.

A primeira técnica da Teoria Prática do Futuro é basicamente a convenção projetiva em que os atores individuais projetam o estado atual dos negócios para o futuro.

Supomos que o presente constitui um guia muito mais prestimoso para o futuro do que um ingênuo exame da experiência passada mostraria que foi até hoje. Em outras palavras, ignoramos em grande parte a perspectiva de mudanças futuras, acerca de cujo caráter real nada sabemos. (KEYNES, 1984[1937], p. 172).

Já a segunda técnica localiza a primeira no contexto do mercado de ativos, dado que uma vez aceitando as avaliações correntes como reflexo correto da avaliação dos prospectos futuros do mercado os investidores reprimem o fato de que estas avaliações não são suscetíveis de serem corretas.

Supomos que o vigente estado de opinião, expresso em preços e no caráter da produção existente, baseia-se num sumário correto das futuras perspectivas, de maneira que podemos aceitá-lo como tal, a menos que algo novo e importante penetre no quadro. (KEYNES, 1984[1937], p. 172).

Ou seja, os investidores ignoram o impacto de fatores sobre os quais nada se sabe e concentram-se na possibilidade de mudanças nas notícias que podem afetar preços, por meio de sua interpretação pelos agentes.

Assim, o curto prazo tende a predominar sobre o longo prazo, tendo em vista que, como já dissemos, a maior confiança nos fatos atuais faz com que eles desempenhem papel desproporcional na formação das expectativas de longo prazo.

Logo, podemos dizer que as técnicas 1 e 2 são compatíveis com considerável grau de estabilidade e continuidade, desde que possamos confiar na manutenção da convenção nos mercados:

Se existem mercados organizados de investimento e desde que possamos confiar na continuação do argumento o investidor pode, legitimamente, encorajar-se com a ideia de que não corre outro risco senão aquele de uma variação efetiva nas condições de futuro imediato, sobre cuja probabilidade pode tentar formar uma opinião pessoal e que não é

provável seja cotada em alto nível. Na suposição de que o raciocínio subsista, estas mudanças são as únicas que podem afetar o valor do seu investimento e ele não terá de perder o sono pelo simples fato de não ter nenhuma ideia do valor que o seu investimento terá dez anos mais tarde. Deste modo, o investimento torna-se razoavelmente 'seguro' para o investidor individual em períodos curtos e, por consequência, para uma sucessão de tais períodos, por mais numerosos que sejam, desde que ele possa razoavelmente confiar na validade do raciocínio e, portanto, tenha a oportunidade de rever suas decisões e modificar o investimento antes que haja tempo suficiente para que ocorram grandes alterações (KEYNES, 2007[1936], p. 127).

Por fim, a terceira técnica diz respeito ao comportamento mimético consciente de cada participante do mercado tentando lidar com o fato de que não se tem clara ideia de que o futuro trará.

Por saber que a opinião individual carece de valor, procuramos voltar-nos para a opinião do resto do mundo, que talvez esteja melhor informado. Isto é, procuramos conformar-nos ao comportamento da maioria ou da média. A psicologia de uma sociedade de indivíduos cada um dos quais procurando copiar os outros, leva ao que podemos denominar rigorosamente de opinião convencional. (KEYNES, 1984[1937], p. 172).

Nesta terceira técnica está implícito o que Keynes denominou de comportamento de manada, o qual consiste num momento em que a maioria das pessoas passa a se comportar copiando o que as outras fizeram, dando origem a um grande movimento de alteração dos preços para cima ou para baixo. Tal processo é característico das crises quando o grande aumento da incerteza em relação ao futuro faz com que as pessoas abandonem as previsões e passem a copiar o que as outras estão fazendo, levando a milhares de ordens de venda das ações em pouco tempo.

1.3.2.3. Formação de preços das ações: a metáfora do concurso de beleza

Apresentadas as técnicas de como se comportam os agentes no mercado, devemos passar agora para uma questão crucial: como se formam os preços das ações?

Tal processo relaciona-se com dois conceitos que estão presentes no mercado e já foram abordados neste capítulo, o processo autoreferencial e a profecia autorealizável. Ambos os conceitos estão implícitos na metáfora do concurso de beleza de Keynes.

[...] o investimento por parte de profissionais pode ser comparado aos concursos organizados pelos jornais, onde os participantes têm de escolher os seis rostos mais bonitos entre uma centena de fotografias, ganhando o prêmio o competidor cuja seleção corresponda, mais

aproximadamente, a média das preferências dos competidores em conjunto, assim, cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere mais bonitos, mas os que lhe parecem mais próprios a reunir as preferências dos outros concorrentes, os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista. Não se trata de escolher os rostos que, no entender de cada um, são realmente os mais lindos, nem mesmo aqueles que a opinião geral considere realmente como tais. Alcançamos o terceiro grau, no qual empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral. E há pessoas, segundo creio, que vão até o quarto e o quinto grau, ou mais longe ainda. (KEYNES, 2007[1936], p. 129).

Considerando que para Keynes os preços refletem a opinião média temos na metáfora do concurso de beleza a ideia de que a opinião média tem uma característica dual. Ela é ao mesmo tempo a causa (na forma imaginada) e a consequência (na forma verdadeira) do mimetismo das pessoas, ou seja, é o objeto e o resultado da busca, o que podemos chamar de um processo autoreferencial. Tal processo liga-se a outro, o da profecia autorealizável.

Esta profecia também está relacionada com o fato que os preços correntes das ações na Bolsa de Valores são vistos por Keynes como determinados pela opinião média. Assim, se a crença média é que outros pensarão que os preços permanecerão os mesmos, isto ocorrerá na realidade, o que indica que seguir a opinião média e a convenção projetiva pode ser a mesma coisa em certos casos. Além disso, a crença de que os outros podem estar mais bem informados reforça a imitação no argumento da profecia autorealizável.

Assim, nesta metáfora as faces consideradas mais bonitas representam as ações que devem ser compradas porque se pensa que os outros acharão isso, e não porque é a melhor escolha individual. Portanto, julgar objetivamente o rosto mais bonito, ou a melhor ação, é irrelevante. Tal situação traz séria consequência para o mercado, pois afetado pelo jogo especulativo fica-se longe de oferecer uma única e correta reflexão dos fundamentos, podendo haver distorção dos preços e má distribuição na economia produtiva.

Em suma, tal como neste concurso, na Bolsa de Valores os investidores podem escolher comprar ou vender uma ação não por opinião própria nem por dividendos, mas porque eles acham que os participantes do mercado pensam que este é um bom negócio, o que impactará na opinião média. Tais crenças são arbitrárias, e colaboram para a fragilidade das expectativas.

1.3.2.4. Fragilidade das expectativas: arbitrariedade

Efetivamente estamos supondo que a avaliação do mercado existente, seja qual for a maneira a que ela se chegou, é singularmente correta em relação ao nosso conhecimento atual dos fatos que influirão sobre a renda do investimento, e só mudará na proporção em que variar o dito conhecimento, embora no plano filosófico essa avaliação não possa ser univocamente correta, uma vez que o nosso conhecimento atual não nos fornece as bases suficiente para uma esperança matematicamente calculada. (KEYNES, 2007[1936], p. 126).

Neste trecho fica claro que embora se assuma que a avaliação de mercado existente, tal como a convenção projetiva, seja unicamente correta em relação ao conhecimento existente sobre os fatos que influenciarão a renda do investimento, e logo das finanças, isto são apenas pressupostos. Isso porque tal avaliação não pode ser unicamente correta, ela é na verdade arbitrária, dado que não há base suficiente para cálculos matemáticos.

Assim, a convenção apesar de tentar combater os “gaps” de conhecimento é na verdade fraca, e por isso as expectativas formadas a partir dela também se mostram frágeis.

O fator de maior importância é a extrema precariedade da base do conhecimento sobre o qual temos que fazer os nossos cálculos das rendas esperadas. O nosso conhecimento dos fatores que regularão a renda de um investimento alguns anos mais tarde é, em geral, muito limitado e, com frequência desprezível. Se falarmos com franqueza temos de admitir que as bases do nosso conhecimento para calcular a renda provável dentro de dez anos de uma estrada de ferro, uma mina de ouro, uma fábrica de tecidos, a aceitação de um produto farmacêutico, um navio transatlântico ou um imóvel no centro comercial de Londres pouco significam e, às vezes, a nada levam. (KEYNES, 2007[1936], p. 125).

Assim, como apontam Bibow, Lewis e Runde (2005, p. 511), na suposição de que o futuro será muito parecido com o presente, particularmente para horizontes mais longos, o peso probatório da informação em que estas crenças são baseadas é baixo, e uma vez que a confiança nas crenças varia diretamente com o peso probatório as crenças estão propensas a mudanças bruscas e repentinas em resposta a nova informação.

Esta arbitrariedade das convenções na Bolsa de Valores tende ainda a ser reforçada pelas características deste mercado, como a participação de indivíduos não preparados e/ou não muito comprometidos com o longo prazo.

Ademais, Bibow, Lewis e Runde (2005, p. 511) também salientam que se a tentativa de lucrar com a previsão de mudanças na base convencional em curto tempo a frente do público

em geral torna-se abundante, os preços das ações podem ser conduzidos como na metáfora do concurso de beleza apresentada acima, por meio de processos autoreferenciais e autorealizadores, ao efeito manada.

1.3.2.5. Precariedade e curta duração das convenções

Como mostrado acima, Keynes descreve a teoria prática do futuro que engloba a convenção projetiva como algo arbitrário e não unicamente correto, estando sujeita a mudanças instantâneas:

A prática de calma e imobilidade, de certeza e segurança rompe-se de repente. Sem aviso prévio, a conduta humana passa a ser dominada por novos temores e novas esperanças. As forças do desengano podem repentinamente impor uma nova base convencional de avaliação. Todas estas belas e polidas técnicas, criadas para uma administração bem instalada e um mercado bem regulamentado, podem entrar em colapso. Em todas as ocasiões, os vagos temores sem fundamento e as igualmente vagas e irracionais esperanças não são realmente acalmados, mas ficam pouco abaixo da superfície. (KEYNES, 1984[1937], p. 172).

Assim, por não ser uma forma unicamente correta, deve-se dizer também que há espaço para outras formas de ação no mercado. Por isso, é difícil que os preços se mantenham por muito tempo, principalmente devido a especulação no sentido estrito.

Tal especulação pode levar à concentração de opiniões (bull/bear) fortes o suficiente para causar significantes variações de preços destruindo as convenções. Assim, segundo Dequech (2011, p. 485), a menos que haja uma intervenção no mercado, a ação dos especuladores pode dar origem a um efeito denominado onda, no qual os agentes que até então se comportavam de maneira distinta também passam a acreditar na variação dos preços ao invés de crerem em um nível constante ou estável.

Este efeito onda refere-se a um comportamento social em que as pessoas tendem a ir junto com o que as outras fazem ou pensam, tendo maiores consequências quanto mais pessoas o adotarem. Exemplo disso é votar no candidato que está ganhando nas pesquisas, ou vender todas as ações quando a Bolsa está em crise. No mercado financeiro tal efeito foi denominado por Keynes como efeito manada, o qual já fizemos referência.

Assim, podemos dizer que a arbitrariedade, uma das principais características das convenções, colabora muito para a precariedade delas, tornando os preços das ações suscetíveis a

mudanças repentinas e muitas vezes sem razão de ser. Tais mudanças podem tomar grandes proporções quando da ocorrência do efeito manada como na crise recente.

Em suma, podemos concluir então que as convenções na Bolsa de Valores tendem a ter pouca duração, e se conforme Dequech (2011, p. 485) nós entendermos as convenções como um subconjunto do conjunto das instituições, o tratamento de Keynes contrasta com a visão de Williamson (2000) das instituições informais. Este autor acredita que as instituições mudam muito lentamente, em séculos ou milênios, usando este argumento para justificar o fato que este nível de análise é visto como dado, pelos economistas institucionais, tal como as preferências de consumo e os costumes das pessoas. Todavia, as convenções financeiras na Bolsa mudam muito mais rapidamente e isto é relevante o suficiente para não ser sempre tomado como dado nas explicações sobre o mercado.

1.3.3. Agentes não convencionais

Além dos agentes mencionados acima, que se comportam seguindo convenções, há também aqueles que buscam prever os preços, mas não seguem um padrão socialmente compartilhado (convenção). Pelo contrário, eles jogam contra as convenções.

Keynes's projective convention is not unanimously adopted. Otherwise transactions would not occur, because they require a difference of opinion between buyer and seller. There is a deviation around the average expressed in current prices. In addition to the followers of the projective convention, there are agents who are willing to buy and those who are willing to sell stocks (bulls and bears, respectively, in Keynes's Treatise on Money, 1930). Each speculator stricto sensu belongs to one of the latter two groups. (DEQUECH, 2011, p. 475).

Por esta passagem, podemos dizer que a ação dos especuladores no sentido estrito colabora em grande medida para fazer o mercado girar, com compras e vendas de ativos, embora também traga a precariedade e a fragilidade às convenções como vimos anteriormente.

Adicionalmente, como esse comportamento resulta por vezes em grandes ganhos em pouco tempo, ele tem grande difusão no mercado contando inclusive com a adesão de grandes profissionais gestores de recursos em nome das grandes instituições.

O objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é 'sair disparado na frente' como se diz coloquialmente, estimular a multidão a passar adiante a moeda falsa ou em depreciação. (KEYNES, 2007[1936], p. 129).

Como vimos o especulador, no sentido geral, busca ganhos com base na variação dos preços dos ativos, guiando-se por uma convenção, diferentemente do especulador no sentido estrito. Este tenta agir no mesmo caminho com a multidão, porém um curto período de tempo antes, ou seja, ele é não convencional hoje na esperança de ser convencional amanhã ou depois. Para conseguir isto, estes investidores atuam tentando burlar a multidão, trazendo-a para suas crenças, em um jogo que como aponta Keynes (1936, p. 129) é parecido com o jogo do anel, da cabra-cega ou das cadeiras musicais, em que alguém sempre fica com o mico na mão ao fim da partida.

Assim, para Keynes, ser convencional ou não depende do tempo, pois os especuladores no sentido estrito tomam decisões no presente na esperança de que serão seguidos no futuro. Logo, deve-se dizer que eles podem ser convencionais, mas em um senso peculiar, porque eles não fazem o mesmo que a multidão agora.

Por fim, devemos dizer que Keynes também caracterizou os investidores de longo prazo (empreendedores) como não convencionais.

O investimento baseado nas previsões autênticas a longo prazo é hoje tão difícil que mal pode ser posto em prática. Os que tentarem fazê-lo poderão estar certos de passar dias de trabalho muito intenso e de correr riscos muito maiores que os que tentam adivinhar as reações do público melhor que o próprio público; e, dada igual inteligência, eles podem cometer erros muitos mais desastrosos. Não há evidência clara a demonstrar que a política de investimento socialmente mais vantajosa coincida com a mais lucrativa. É preciso mais inteligência pra derrotar as forças do tempo e da nossa ignorância sobre o futuro do que para sair na frente. [...] A sabedoria universal indica ser melhor para reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele. (KEYNES, 2007[1936], p. 130).

1.4. Conclusão

Como esperamos que tenha ficado claro, a instabilidade e a incerteza na Bolsa de Valores, assim como em todo mercado financeiro, são muito elevadas e se autoreforçam, como aponta Pratten (1993, p. 15). Isto porque existe uma relação bidirecional em que a incerteza leva à dificuldade de se estimar preços, o que leva à instabilidade do mercado gerando ainda mais incerteza.

Como vimos, diante desse quadro Keynes expõe a Teoria Prática do Futuro como uma forma dos agentes formarem suas expectativas. Tal prática leva à formação de uma

convenção que é seguida pelos agentes, tal como as recomendações de carteira das corretoras ou dos grandes bancos. No entanto, a convenção está sujeita a ser de curta duração pela arbitrariedade e precariedade de sua formação e pode ser quebrada rapidamente pela ação dos especuladores no sentido estrito, que buscam maximizar seus ganhos ao tentar impor suas crenças como algo a ser seguido pela maioria dos agentes, gerando uma nova convenção.

Logo, temos um processo circular da seguinte forma: incerteza-convenção-estabilidade, em que a incerteza volta quando a convenção é derrubada e a estabilidade dá lugar à instabilidade, não sendo possível separar estes diferentes momentos no mercado, uma vez que pode haver diferentes comportamentos e convenções.

Ademais, dentro dessa causação devemos ainda salientar a importância da confiança para sustentar ou derrubar uma convenção, reforçando a grande influência do curto prazo sobre o estado de expectativas a longo prazo, independentemente das variações na taxa de juros, conforme Keynes (2007[1936], p. 134). Assim, as informações de hoje são muito usadas pelos agentes para tomar decisões sobre os investimentos pela confiança que se tem nelas, mesmo que na realidade elas pouco interfeririam sobre as rendas futuras.

[...] decisões humanas que envolvem o futuro, sejam elas pessoais, políticas ou econômicas, não podem depender da estrita expectativa matemática, uma vez que as bases para realizar semelhantes cálculos não existem e que o nosso impulso inato para a atividade [“animal spirits” – confiança] é que faz girar as engrenagens, sendo que a nossa inteligência faz o melhor que pode haver entre as diversas alternativas, calculando sempre que se pode, mas retraindo-se, muitas vezes, diante do capricho do sentimento ou do azar. (KEYNES, 2007[1936], p. 134).

Para encerrar, devemos salientar a importância do legado de Keynes quanto às convenções uma vez que:

He also anticipated the three main explanations that contemporary economists usually provide for conformity with conventions and other institutions: (1) some form of coordination effect or increasing returns to adoption, in his case linked to self-fulfilling expectations, (2) informational differences, and (3) social sanctions, in his case reputational ones. (DEQUECH, 2011, p. 488).

Em suma, devemos dizer que para Keynes desvendar as raízes dos problemas da insuficiência periódica e da contínua instabilidade do investimento passa necessariamente por estudar o comportamento dos investidores na Bolsa de Valores, como salienta Pratten (1993, p. 10), uma vez que as avaliações dos investimentos existentes são feitas na bolsa.

CAPÍTULO 2 – A ABORDAGEM CONVENCIONALISTA

Neste capítulo, mostraremos como os convencionalistas interpretam as ideias de Keynes sobre o funcionamento do mercado financeiro e de que forma o explicam, adicionando novas ideias sob o ponto de vista da racionalidade autorreferencial. Faremos isso baseado em Orléan, o principal expoente da abordagem convencionalista sobre os mercados financeiros.

Orléan, em seu livro “O poder das finanças” (1999[2006]), descreve a dinâmica da bolsa como algo que se opõe aos argumentos dos defensores da finança ortodoxa (fundamentalistas) de que os preços no mercado são os melhores estimadores do valor fundamental das ações, definido como o valor presente do fluxo de dividendos futuros esperados calculados com base na totalidade das informações disponíveis. Além disso, se opõe também à ideia dos ortodoxos de que não haveria como ganhar especulando contra o mercado, dado que os preços sempre refletiriam os dados das empresas, sendo os dividendos a única forma de rendimento.

A partir destas teorias que Orléan julga equivocadas, ele apresenta a abordagem convencionalista ligada à observação dos acontecimentos. O cerne da teoria é a idéia de autoreferencialidade, herdada da metáfora do concurso de beleza de Keynes apresentado no capítulo anterior. Também se faz uso do conceito de saliência de Schelling e das convenções, para indicar que os preços se formam dentro do mercado, a partir da interação dos agentes através de interpretações das informações levando em consideração o que os outros poderão fazer, e não de forma externa, como mero reflexo do valor fundamental.

Buscaremos então mostrar no presente capítulo este modelo diferenciado sobre o funcionamento da bolsa. Inicialmente apresentaremos os aspectos principais das teorias que servem de contraponto para Orléan defender a teoria convencional. A seguir, mostraremos a lógica autoreferencial salientando a importância da liquidez, e descreveremos a formação das convenções, a partir do conceito de saliências de Schelling, bem como a fragilidade e arbitrariedade desta diante da ação de especuladores. Por fim, apresentaremos o esquema geral de evolução dinâmica dos mercados apresentado por Orléan, composto por três etapas: a estabilidade convencional, o questionamento estratégico e a crise autoreferencial.

2.1. Das diferentes teorias à teoria autoreferencial do mercado

Como dissemos na introdução, Orléan inicia seu livro (2006[1999]) apresentando as diferentes abordagens sobre o funcionamento da Bolsa de Valores, a fim de indicar em quais pontos, segundo a abordagem convencionalista, estas teorias se equivocam.

A abordagem ortodoxa ou fundamentalista que compõe a base da teoria dos mercados eficientes é a primeira a ser apresentada. Segundo seus seguidores, as ações possuem um valor fundamental que é intrínseco a elas, que representa o valor presente do fluxo de dividendos futuros esperados para serem distribuídos pela empresa por toda a vida, conforme a equação abaixo:

$$VF_t = \frac{D^{t+1}}{(1+r)} + \frac{D^{t+1}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D^{t+1}}{(1+r)^n}$$

Deve-se salientar que o fluxo de dividendos futuros aparenta ter caráter desconhecido, pois além de não se saber qual será o lucro da empresa, não se sabe como será a política de distribuição dos dividendos. Todavia, alguns pressupostos desta teoria mudam tal situação.

Para un inversionista el cálculo de esta medida plantea problemas temibles debido a que el flujo de dividendos futuros es, en amplia medida desconocido. El inversionista se ve así llevado a anticiparlos en función de los conocimientos e informaciones parciales de que dispone. Se trata de “romper el misterio que rodea al futuro” [...]. Ello supone un análisis detallado de la empresa en cuestión y de la macroeconomía dentro de la cual se mueve. Esta obra propone denominar ‘racionalidad fundamentalista’ a esta forma específica de racionalidad que, volcada hacia la ‘naturaleza, se fija como objetivo elucidar verdades objetivas, en el presente caso la ley de los dividendos futuros. (ORLEÁN, 2006[1999], p. 14).

Segundo Orléan (2006[1999], p.14-15) a teoria ortodoxa acredita que o futuro pode ser probabilizado considerando as variáveis (D) da equação acima como aleatórias com distribuição normal no instante t, permitindo a definição de uma forma objetiva e ótima, em que se utiliza toda informação disponível neste instante. Por isso, pode se dizer que o valor fundamental preexiste objetivamente à Bolsa de Valores, o que se chama de hipótese da objetividade ex-ante.

Assim, a antecipação do fluxo de dividendos futuros perde seu caráter subjetivo demercado, sendo que o preço das ações emerge como o melhor estimador possível do valor fundamental, alterando-se de forma instantânea a cada nova informação. Por isso, reflete a economia real, não sofrendo alterações pela interação dos agentes dentro do mercado, e demonstra ser o indicador ideal para melhor alocação dos recursos via investimento.

Todavia, apenas a hipótese de objetividade ex-ante não permitiria a estabilização do mercado, devido à possibilidade da existência de investidores irracionais que são, segundo os ortodoxos, aqueles que interpretam os fundamentos de forma errônea.

Assim, deve-se acrescentar que estes investidores são contrabalanceados pelos racionais, tendo os erros correlacionados ou não. Isso pode ocorrer mesmo involuntariamente, dado que os investidores racionais estão buscando maximizar seus ganhos seguindo da melhor forma os fundamentos.

Logo, se os erros dos investidores irracionais forem não correlacionados, a lei dos grandes números fará o valor fundamental predominar, enquanto se estes forem correlacionados à arbitragem dos investidores racionais, comprando ações subvalorizadas e vendendo aquelas supervalorizadas, ocorrerá a mesma correção. Tal processo colabora inclusive para a saída dos irracionais do mercado, uma vez que estes perderão dinheiro ao comprar ações supervalorizadas ou vender subvalorizadas.

Por sua vez, aqueles que defendem o NTA (“Noise Trader Approach”), embora também acreditem na hipótese da objetividade ex-ante, discordam da ideia de que os agentes irracionais, a quem chamam de “noise traders”, não possam influenciar os preços das ações. Para os defensores desta visão isso ocorre porque os agentes formam as antecipações de forma não racional, por utilizarem falsos sinais ou por responderem a regras estratégicas irracionais, como os modelos populares baseados na análise técnica por meio de gráficos, buscando as tendências para cima ou para baixo do mercado.

Segundo o NTA os preços podem ser influenciados devido à grande quantidade de agentes que seguem o comportamento irracional de forma correlacionada, ou seja, não há compensação da ação de uns perante a ação de outros. Adicionalmente, a arbitragem tal como apresentada pelos ortodoxos aqui é vista como limitada devido à incerteza em relação ao preço de revenda no futuro que pode ampliar o desvio dos preços em relação ao valor fundamental no curto prazo, mesmo que se conheçam os fundamentos.

Por obra de la acción de los inversionistas ignorantes, el precio puede desviarse en forma durable del valor fundamental sin que los arbitrajistas racionales sean capaces de hacer regresar por completo la cotización de la acción al nivel de su valor fundamental. Esta situación tiene un profundo impacto en la determinación de las estrategias racionales que persiguen la maximización de la riqueza bursátil. En particular, se sigue de este análisis que la racionalidad financiera no puede ya quedarse limitada a la sola racionalidad fundamentalista como era el caso anteriormente en el marco del enfoque estándar. Ya no basta determinarse en función exclusiva de los fundamentales. La opinión de los ignorantes es en adelante una variable que importa y que debe ser integrada por obligación a la toma racional de decisiones. De allí que sea posible afirmar que, con la NTA, se ve tomada en consideración la dimensión estratégica de los comportamientos bursátiles. (ORLÉAN, 2006[1999], p.22).

Portanto, nesta visão, para que o indivíduo possa maximizar seus ganhos na Bolsa de Valores é necessário que ele esteja atento não somente ao valor fundamental, que reflète todas as informações no momento, mas também à opinião do mercado sobre tais informações. Desta forma, embora um agente possa ser altista com base nos fundamentos, ele pode vender as ações se levar em conta a racionalidade estratégica e acreditar que, no curto prazo, os agentes se comportarão de tal forma no mercado que o preço da ação irá cair. Dessa forma, o comportamento racional seria comprar somente após a queda, o que se opõe a teoria ortodoxa, já que para esta qualquer desvio dos fundamentos é irracional.

Segundo Orléan (2006[1999], p.28) esta teoria da NTA tem limites, apesar do grande avanço ao considerar a interação dos agentes no mercado como algo a ser levado em conta para decisões de investimento pelo fato de contribuir para o desvio do preço em relação ao valor fundamental. O principal erro, segundo este autor, está na consideração de que este desvio é apenas possível pela existência de investidores irracionais e da arbitragem limitada, ou seja, que é a ação destes investidores junto com a correlação dos erros que gera bolhas, volatilidade dos preços e ineficiência do mercado. Apesar disso, cabe dizer que estas ideias da NTA são base de argumentação dos seguidores das finanças comportamentais.

Partindo destes contrapontos, Orléan (2006[1999], p.31) mostra que a economia experimental chega a conclusões de que a teoria da eficiência não é válida e que é possível que surja uma bolha mesmo que todos conheçam o valor fundamental, não sendo em nenhum momento viável a justificativa da alta dos preços ligada a variação deste valor.

[...] no basta cuestionar el conocimiento común de los fundamentales por parte de todos para justificar la existencia de burbujas. La teoría propuesta debe ser más rica: debe dar cuenta del carácter por completo racional de las dinámicas de burbuja. Se trata de mostrar que hace parte de la naturaleza misma de las interacciones bursátiles producir episodios semejantes, como lo confirma hasta la saciedad de historia financiera. (ORLÉAN, 2006[1999],p. 34).

Assim, é buscando se aproximar da realidade que os convencionalistas construíram a teoria autoreferencial, opondo-se à hipótese do valor fundamental objetivo ex-ante e defendendo que os preços se revelam dentro do mercado.

A principal linha dos seguidores desta teoria está no fato de considerarem, conforme indica o trecho acima, que a volatilidade dos preços é intrínseca ao funcionamento da Bolsa de Valores. Isto ocorre mesmo considerando, diferentemente das outras teorias, que não há investidores irracionais, mas sim que todos agem racionalmente tentando maximizar seus ganhos por prever o resultado do mercado (opinião majoritária), o qual emerge, via processo autoreferencial, da própria interação dos agentes.

Se califica de autorreferencial la situación descrita con anterioridad y en el seno de la cual los inversionistas son todos por igual estrategias racionales en búsqueda de anticipar la evolución del mercado, y se denomina 'racionalidad autorreferencial' a la adaptación exitosa a esta situación por parte de quienes buscan maximizar su riqueza. (ORLÉAN, 2006[1999],p. 39).

Um dos grandes componentes da abordagem convencionalista, que se utiliza da teoria autoreferencial, é a liquidez das ações, em contraste com os ortodoxos, que a desconsideram.³ O surgimento dela, a partir de mercados organizados, propicia a possibilidade de trocar de posições, confirmando que é possível ganhar na bolsa algo a mais que os dividendos. Tal fato afeta a avaliação fundamentalista, fazendo com que, nos termos de Keynes, a especulação supere o empreendedorismo, o que é reforçado pelo menor tempo de recuperação do investimento (pay-back) do primeiro em relação ao segundo, que torna a especulação mais atraente.

Ademais, outro ponto passível de questionamento às abordagens anteriormente apresentadas diz respeito à objetividade das estimativas, pois, como já apontava Keynes, mesmo diante da mesma informação, pode haver interpretações e comportamentos distintos entre os

³ Isso é ainda mais importante nos mercados de derivativos em que só há liquidez se houver agentes com expectativas opostas.

agentes, o que pode ser comprovado pelas agências de risco, que nem sempre emitem a mesma opinião.

Na abordagem convencionalista não se supõe que haja nenhuma referência coletiva que traga para os agentes os preços das ações como derivado do valor fundamental ex-ante. Os preços emergem das interações financeiras, em que há formação de convenções, como no concurso de beleza descrito por Keynes.

The self-referential market has the property of transforming a heterogeneous set of individual beliefs into a unique representation, perceived by each agent as an expression of what the market thinks. In this way, an estimate of reference is formed, from which each individual determines their own position. The self-referential hypothesis therefore reconciles the ex ante existence of a heterogeneous set of individual fundamentalist estimates and the post emergence of a unique representation that gives the price its significance. [...] It is a cognitive function: supplying a representation of the future to facilitate investment decisions, and it is in this manner that the “dark forces of ignorance” are temporarily vanquished. (ORLÉAN, 2009, p. 16).

Assim, como mostra Orléan (2006[1999], p. 45) em concordância com Keynes, o papel do mercado financeiro não é o de mensurar os acontecimentos de modo prévio, como defendiam os ortodoxos, mas sim construir referências para dar luz às escolhas dos agentes dentre as alternativas de investimento, o que ocorre por meio das convenções.

[...] el enfoque autorreferencial no niega para nada el impacto de los fundamentales en la evaluación bursátil. Pero concibe a este impacto, no a partir del postulado de una magnitud objetiva, que los agentes podrían conocer directamente, sino sobre la base de las evaluaciones convencionales propagadas por el mercado de acuerdo con lógicas específicas. (ORLÉAN, 2006[1999], p.46).

A seguir, detalharemos mais a idéia de autoreferencialidade e apresentaremos o processo de origem das convenções com base no conceito de saliências de Schelling, bem como suas fragilidades, sob a ótica convencionalista.

2.2. Autoreferencialidade: coordenação não objetiva

Podemos extrair do que foi apresentado acima que para maximizar os ganhos na bolsa, segundo os convencionalistas, os agentes têm que estar atentos ao comportamento dos demais em relação aos acontecimentos.

Com isso gera-se um resultado que na maioria das vezes se desvia das crenças individuais, uma vez que o resultado do mercado não é a mera soma destas crenças, mas sim da interpretação dos agentes sobre as crenças dos demais. Assim, há uma dinâmica autônoma interna à lógica do mercado e baseada na autorealização das crenças da maioria dos agentes.

Si el precio de mercado posee el status de un valor de referencia, no es en virtud de su supuesta capacidad a estimar correctamente los datos económicos, sino porque expresa la opinión mayoritaria de la comunidad financiera. Tal es el fundamento del precio de bolsa. [...] precio así formado no provee una estimación pertinente, pero es en todo caso a ese precio que los títulos serán intercambiados. La opinión mayoritaria tiene fuerza de ley, cualquiera que sea su contenido. (ORLÉAN, p. 103-104, 2006[1999]).

Ou seja, diferentemente do que apontavam os ortodoxos, os preços não são bons estimadores do valor fundamental, uma vez que além dos dividendos (d), os preços também incluem o preço antecipado do período futuro (p^a) que prevalece sobre (d). Adicionalmente, como já dissemos, o valor fundamental (d) também não é definido objetivamente, pois nesta abordagem leva-se em conta a incerteza keynesiana. Assim, como indicado no capítulo 1, não há como se calcular a probabilidade de nada, tal como não é possível prever uma próxima guerra europeia, o que torna o preço, representado pela equação abaixo, algo ainda mais instável.

$$p_t = \frac{p_{t+1}^a}{(1+r)} + \frac{d_t}{(1+r)}$$

Segundo Orléan (2005, p.14), o processo autoreferencial pode ocorrer mesmo sem que os participantes estejam cientes dele, uma vez que consideram os preços, que resultam da equação acima, como confirmação de suas crenças. Logo, a própria alta modifica previsões no sentido altista, ou seja, nova alta faz parecer justa a estimativa inicial e estimula o reforço da tendência.

Bom exemplo deste processo autoreferencial é o concurso de beleza keynesiano, no qual o prêmio fica com quem conseguir prever a opinião majoritária do mercado. A grande dificuldade para ganhar está no fato de que a ação dos agentes competidores interfere no resultado final, diferentemente de um processo heteroreferencial, em que não há como os agentes interferirem no resultado, tal como se o prêmio fosse dado a quem acertasse a escolha dos juízes quanto aos rostos mais bonitos.

[...] systems in which the value of some variable is not defined by factors external to the actors making the valuation but is itself the product of the interaction of the relevant actors. In the context of the stock market, for example, the suggestion is that prices are determined on the lines of the beauty contest above, by what market participants believe the other market participants believe prices will be, by what they believe that other market participants believe that other market participants believe prices will be, and so on. (BIBOW;LEWIS;RUNDE, 2005, p. 513).

A partir da ideia do concurso de beleza keynesiano, Orléan (2006[1999], p.115-116) detalha a busca dos agentes pela opinião majoritária dentro do ambiente autoreferencial, apontando que há diferentes graus de crenças. Tal explicação colabora muito para se entender o que ocorre dentro do mercado.

A crença de grau 0 se refere à opinião pessoal ou a crença pessoal. Esta crença diz respeito a um fato natural, tal como a beleza de uma fotografia ou o valor fundamental de uma empresa, e deriva da racionalidade fundamentalista. Ela pode ser representada pela expressão $C_x(P_0)$ com significado de que o indivíduo (x) crê que a proposição P_0 é verdadeira.

A crença de grau 1 consiste no que um indivíduo acredita que seja a crença de grau 0 de outro indivíduo. Ela pode ser representada pela equação $C_y C_x(P_1)$, sendo (y) e (x) indivíduos distintos, significando o que o indivíduo (y) crê que seja a crença 0 do indivíduo (x). É importante salientar que P_1 pode ser diferente de P_0 , uma que é apenas o que (y) imagina que (x) está pensando, não sendo necessariamente real pensamento do indivíduo (x).

À partir das crenças de grau 1 sobre todos os indivíduos do grupo, o indivíduo (y) pode calcular o que acha que será a opinião majoritária do grupo, descrita por $C_y C_M(P_1)$. Ou seja, o que (y) acredita que será a crença da maioria do grupo (M).

Esta exposição dos graus de crenças serve para ilustrar que os indivíduos se colocam no lugar dos outros no mercado na busca por prever os preços. A ideia inicial é que se tente deduzir qual será a crença pessoal dos outros (P_0) para se chegar a opinião majoritária do grupo. Todavia, se todos enxergam o problema sob a mesma ótica, o resultado será determinado com base na crença de grau 1 dos indivíduos. A busca de obter tal crença derivaria então da crença de grau 2, que se refere a opinião majoritária de grau 1 dos demais por um indivíduo, no caso (x), dado pela expressão $C_x C_M C_M(P_2)$. Porém, novamente se todos se comportam da mesma forma para fazer previsões nada se resolve no nível da crença de grau 2. Assim, este processo vai aumentando de grau e ficando cada vez mais complexo.

Se trata siempre de ponerse en el lugar de los otros, y de suponer que los otros tienen las mismas capacidades de cálculo y de anticipación que uno mismo, lo que debe conducirlo a incrementar el grado de su propia creencia. Es eso lo que puede llamarse un ‘proceso especular’, pues las conciencias colocadas las unas enfrente las otras, cada una interrogándose sobre las motivaciones del otro, actúan a la manera de dos espejos puestos frente a frente, engendrando una multiplicidad de imágenes a medida que cada una integra en su cálculo el hecho de que el otro percibe creencias de grado superior. La especularidad simula los reflejos múltiples que genera la dinámica de las creencias cruzadas. (ORLÉAN, p. 117, 2006[1999]).

Portanto, a partir desta explicação de graus de crenças fica evidente que diante de uma informação nova os agentes vão se indagar sobre a maneira que os outros agentes irão interpretá-la e não no sentido da racionalidade fundamentalista, tal como a crença de grau 0, já que se está buscando prever os preços sob a mesma ótica de resolução e os preços no mercado expressarão esta intersubjetividade.

Como exemplo desta teoria, Orléan (2005, p. 27-28) apresenta uma reportagem do jornal The New York Times de 12 de novembro de 1987 a respeito do mercado de câmbio que apesar de não ser nosso foco nos ajuda a entender melhor o que estamos discutindo.

A esta época se observou uma alta do dólar após a declaração do presidente Ronald Reagan de que o dólar já havia baixado o suficiente, o que aparentemente representaria um processo fundamentalista. Todavia, a reportagem constatou por meio de pesquisa que ninguém acreditava nas palavras do presidente, mas cada um achava que os demais poderiam ser influenciados pelo discurso e por isso comprou dólares, atuando de forma contrária às suas crenças de grau 0. Fizeram isto tendo em vista que, para se ganhar dinheiro, na maioria das vezes não se deve seguir o que se pensa que seja verdadeiro, mas sim com base na interpretação que se acredita que o mercado terá. Ou seja, os agentes acabaram legitimando via processo autoreferencial algo que se opunha ao que cada um deles pensava, sendo possível afirmar que, se levássemos em conta a visão ortodoxa, o discurso de Reagan não teria o mesmo efeito que teve.

Este caso colabora para explicar porque os preços de certas ações continuam caindo mesmo que seus fundamentos, como preferências, tecnologia e dotações, apontem para outra direção. Isso porque o estado de expectativas do mercado e a reação dos seus agentes às informações são os fatores que interessam para se obter êxito na bolsa, como também pode ser visto através da apuração dos acontecimentos que culminaram no “crack” de 1987 da bolsa norte-

americana, que depois de 21 trimestres de convenção altista com a triplicação dos preços, iniciou um processo de contestação, com aumento extremo da volatilidade.

Em 13/10/1987 o índice Dow Jones teve uma forte baixa, seguida de três baixas importantes nos dias seguintes, culminando no pânico do dia 19/10/1987 quando a bolsa caiu 22,6%, na maior baixa da história, com a perda de mais de 700 milhões de dólares, superando-se inclusive a data de 28/10/1929, quando houve queda de 12,8%.

Esta grande queda do dia 19 foi acompanhada de grande aumento do número de transações, com mais de 600 milhões de dólares intercambiados nos dias 19 e 20/10, superando em três vezes a atividade normal do mês de setembro de 1987, para se ter noção da força da pressão baixista desencadeada. Além disso, o índice futuro baseado no Standard and Poor's 500, negociado na bolsa de Chicago, perdeu 28% no mesmo período.

Estes acontecimentos derrubam qualquer argumento fundamentalista, e mostram essas baixas como sendo expressão da racionalidade autoreferencial pura, em que cada um busca focar na opinião dos outros (mimetismo), já que não há referência externa.

Para se aprofundar neste acontecimento, Orleán (2006[1999], p. 148-149) faz menção aos trabalhos de Shiller, mesmo não sendo convencionalista, nos quais este busca saber se a evolução dos preços pode ser analisada como reação do mercado às alterações repentinas da economia real.

Ao investigar as razões que resultaram neste acontecimento, Shiller considera notícias importantes divulgadas pouco antes, como o anúncio do déficit comercial dos EUA, a alta da inflação, o aumento da taxa de juros dos títulos do Tesouro norte-americano e as expectativas do enfraquecimento do dólar em relação a moeda alemã. Todavia, conclui que o principal motivo foi a queda de 200 pontos que a Dow Jones sofrera nos dias anteriores ao “crack”. Ou seja, não foram acontecimentos exógenos que deram origem a avaliações baixistas na manhã de 19 de outubro de 1987, a “segunda-feira negra”, mas sim as variações observadas dos próprios preços, aliado ao fato de que o mercado tem memória e a crise de 1929 veio à tona na mente de muitos investidores.

Também colaborou para a grande baixa do dia 19, o acúmulo de ordens de vendas durante o final de semana, as quais foram executadas na manhã de segunda-feira, e as estratégias reativas de cobertura de riscos (*hedge*) de portfólios executadas por programas de informática que consistem em troca de ações por títulos ou venda das ações quando estas atingem certo valor,

cabendo dizer que tal estratégia pode ser influenciada pelos especuladores, que sabem como se comportará uma parte do mercado, uma vez que a reação é computadorizada.

[...] se estima que una baja del 1% de los precios conduce a una reducción del 2% de la exposición al riesgo. Como la cantidad de capital asegurado asciende a alrededor de 60 millardos de dólares, y como la baja del viernes 16 de octubre fue aproximadamente del 10%, son pues 12 millardos de dólares que deben ser vendidos. Eso corresponde a 300 millones de acciones y a 100.000 SPSIF. Como solo 4 millardos habían logrado venderse el miércoles 16, es claro que existía el 19 de octubre una masa considerable de órdenes de venta en suspenso. (ORLÉAN, p. 157).

Por todos estes motivos a capacidade do mercado de absorver os volumes foi comprometida, os preços deixaram de ter variações apenas incrementais e houve o aumento do tempo de execução das ordens, ocorrendo uma convergência à baixa.

Portanto, o processo autoreferencial aqui caracterizado, bem como autorealização das crenças da maioria, ajuda a explicar a relativa autonomia que as cotações passam a ter em relação aos dados econômicos. No entanto, é importante ressaltar como se dá a formação de referências para coordenação do mercado pelos defensores desta tese e os efeitos danosos do abalo delas.

2.2.1. Formação de preços: da saliência de Schelling à convenção

Os convencionalistas apresentam a lógica autoreferencial de funcionamento do mercado financeiro, em que as referências não são externas, mas sim frutos da própria interação dos agentes. Diante disso, se não há referência externa como seria possível à formação de uma referência para os investidores?

[...] el grupo autorreferencial, en búsqueda de puntos de referencia comunes, puede coordinarse en torno de 'saliencias' que polarizan a las creencias individuales y forman la base de un acuerdo generalizado de los jugadores. De allí es que es deducido el concepto de convención. (ORLÉAN, 2006[1999], p.40).

As saliências a que Orléan se refere, no trecho acima, fazem parte do conceito de saliências de Schelling. Este deriva de experiências de Thomas Schelling (1960) a partir de jogos de coordenação com série de equilíbrios e recompensa para os participantes que conseguirem se aproximar ou acertar a escolha dos outros. Para tanto, é necessário que haja uma referência coletiva que permita a coordenação. Para chegar a ela, os agentes buscam saliências que podem variar de acordo com o contexto, a cultura, e a história.

Segundo pesquisa de Mehta, Starmer e Sugden (1994) haveria diferentes tipos de saliências que emergiriam quando os agentes fossem colocados em situações de escolha como na bolsa: a saliência primária, a secundária e a de Schelling. A primária seria a resposta majoritária que os indivíduos dão quando confrontados com a situação, por exemplo, responder com sua data de nascimento, quando solicitado que se diga uma data qualquer. A secundária diz respeito a saliência mimética em que os agentes seguiriam a opinião majoritária dos resultados anteriores. Por fim, a saliência de Schelling apareceria quando os agentes fossem informados que precisavam dar respostas iguais às dos outros. Assim, responder com data de nascimento não seria uma boa opção, sendo melhor escolher 25 de dezembro ou outra data de acordo com a cultura e história vigentes.

Na Bolsa de Valores, uma possível saliência de Schelling pode ser também se referir ao passado quando situações semelhantes são vivenciadas. Assim, em meio ao crack de 1987, os investidores poderiam olhar para a crise de 1929, como referência para guiarem suas ações.

A principal ideia aqui é que se chegue a uma saliência legítima, definida como saliência natural, que dará origem a uma convenção. Esta formação da convenção apresentada pelos convencionalistas difere da apontada por Keynes, como mostra a passagem abaixo:

Esta estrategia de elección, que llamaremos la ‘saliencia a la Schelling’, es muy diferente de la estrategia especular propuesta por Keynes: no se busca determinar las creencias de orden superior de los individuos, se busca directamente seleccionar una manera saliente de concebir el problema que haga aparecer, a los ojos de todos y sin ambigüedad, un punto único de coordinación. (ORLÉAN, 2006[1999], p.123).

Portanto, quando os agentes chegam, através do processo descrito acima, a uma saliência em comum e atingem algo considerado como legítimo por todos se caracteriza uma convenção. Esta pode se manter mesmo que existam outras melhores, pois é o resultado da profecia autorealizadora na qual a ação dos agentes com base em suas crenças pode levar os preços em determinada direção ao invés de outra independentemente de outros fatores, porque se acredita que isto seja verdadeiro e não porque realmente é.

Antes da convenção se concretizar, todos os agentes se orientam a fim de entender a reação dos outros frente às informações, quando há a convergência eles passam a se preocupar somente com a convenção. Neste momento, chega-se a um funcionamento heteroreferencial

semelhante à teoria fundamentalista, com alto grau de continuidade e estabilidade, embora tenha sido gerado de modo intersubjetivo, como autoprodução do grupo de investidores do mercado.

Todos ven en el modelo de interpretación el verdadero modelo de la realidad, sin cuestionar su fiabilidad. La racionalidad fundamentalista y la racionalidad autorreferencial se vuelven entonces indistinguibles. Puesto que todos creen en la convención, prever la opinión de los otros se vuelve equivalente a prever los resultados del modelo (ORLÉAN, 2006[1999], p. 135).

A convenção precisa de legitimidade para ser estável, sem comportamentos desviantes, repousando sobre elementos convincentes e argumentados. Para tanto, uma relação mínima frente ao ponto de vista fundamentalista é obrigatória, embora a margem de interpretação seja muito ampla, como indica Orléan (2006[1999], p. 135), à partir de seu conceito de convenção de interpretação que será apresentado nesta próxima seção.

2.2.2 Arquitetura Financeira

O fato de a referência dos preços se revelar dentro do mercado, com certa autonomia dos fundamentos, se deve à liquidez, à convenção de continuidade (ou normalidade) e à convenção de interpretação, que formam, segundo Orléan (2006[1999], p.175), uma arquitetura financeira.

A liquidez ocupa o primeiro nível nesta hierarquia, sendo produzida pela comunidade na expressão do mercado organizado. A convenção de continuidade ocupa o segundo nível nesta hierarquia, representando a legitimidade dos preços em vigor no mercado, garantindo variações apenas incrementais. Por fim, a convenção de interpretação ocupa o terceiro nível e diz respeito à análise e compreensão da economia, em que os agentes se apoiam em algumas variáveis econômicas, deixando outras de lado para tomar suas decisões, e por este foco que definem ficam míopes em relação às outras variáveis.

2.2.2.1 A importância da liquidez

A liquidez pode ser definida como a possibilidade de se transacionar ativos no menor tempo possível e com o mínimo de custos⁴. Tal propriedade é o cerne dos mercados financeiros,

⁴ Esses custos vão além dos custos de transação, implicam também que a mudança de preços seja “suave”, isto é, que todos os intervalos sejam negociados, sem mudanças abruptas de nível.

como a Bolsa de Valores, colaborando para minorar os riscos dos investimentos ao combater a imobilização dos títulos, porém dá origem a possibilidade da especulação.

[...] la liquidez impone que sea producida una evaluación de referencia que diga a todos los financieros el precio al cual el título puede ser intercambiado. La estructura social que permite la obtención de un tal resultado es el mercado: el mercado financiero organiza la confrontación entre las opiniones personales de los inversionistas de manera que se produzca un juicio colectivo que tenga el status de evaluación de referencia. El precio que por esta vía emerge tiene la naturaleza de un consenso que cristaliza el acuerdo de la comunidad financiera. Anunciado públicamente, tiene valor de norma: es ese el precio al cual el mercado acepta vender y comprar el título en consideración, en el momento en cuestión. Es así que el título se convierte en líquido. El mercado financiero en razón a que instituye la opinión colectiva como norma de referencia, produce una evaluación del título reconocida con unanimidad por la comunidad financiera. (ORLÉAN, 2006[1999], p. 77).

É importante salientar que a liquidez não é uma propriedade intrínseca às ações, mas sim produto de uma invenção institucional dos mercados financeiros⁵, dado que é somente pela existência deles é que se podem intercambiar as ações, tornando-as líquidas, sendo as cotações consideradas acordos transitórios dentro destes mercados que se cristalizam em um determinado momento.

Taking part in this type game might seem to be a particularity reasonable thing to do when the players have a strong belief in market liquidity, that is to say when they believe that they will be able to resell the speculative shareholding at any moment in time. As soon as the majority of people believe that an increase in share price will occur, they will jump into the market. This leads to share prices rising, followed by a crash when the game approaches its close. In other words, what is witnessed is the model's self realization. (ORLÉAN, 2005, p. 14)

Para o investidor, o preço em que pode efetivamente efetuar a troca e os custos em tempo e dinheiro são o que importa. Diz-se que tal preço está mais próximo do que foi executado na última transação na medida em que o mercado é mais líquido. Tal profundidade pode ser expressa pelo conceito de elasticidade-volume, o qual mede a variação dos preços em razão da variação dos volumes, ou seja, se com grande variação do volume a cotação pouco se altera, a liquidez é alta e o valor da última transação é um bom guia para as próximas, uma vez considerados os custos de transação como comissões, taxas de corretagem e impostos.

⁵ Os mercados financeiros organizados têm como diferencial a transparência dos preços das ações, todavia os mercados de balcão apesar de serem menos importantes para as ações do que para os derivativos e títulos portadores de juros, também são líquidos.

[...] la liquidez de un mercado mide la facilidad con la cual los títulos pueden ser objeto de transacciones sin rezago y a precios razonables. En un mercado muy poco líquido, el precio de cotización expresa únicamente el precio al cual la última transacción expresa únicamente el precio al cual la última transacción tuvo lugar, sin que sea posible deducir de ahí cosa alguna respecto de la siguiente transacción. No es muy grande la utilidad que, para os inversionistas, tiene un precio así. La crisis bursátil de octubre de 1987 nos proveerá ilustración de una situación tal de iliquidez que dio lugar a importantes discontinuidades en las cotizaciones. Es eso lo que se designa como un crack bursátil. (ORLÉAN, 2006[1999], p. 83).

Há transformações contínuas para tornar o mercado cada vez mais líquido, como abertura dos mercados e informações mais transparentes e confiáveis.⁶ Todavia, embora isto possa ser benéfico por incentivar os investimentos, traz consigo um custo social chamado especulação que não existiria sem a liquidez, porque não haveria como se aproveitar da mudança dos preços, uma vez que não se teria a possibilidade de trocar as posições assumidas.

A duração média de posse das ações norte-americanas é um exemplo da força deste custo social. Em 1960 a posse das ações era de 7 anos, em 1999 era de 9 meses, reduzindo-se a apenas 7 meses, se levarmos em conta apenas os fundos de pensão. Atualmente, esta média deve ter caído muito mais, principalmente por inovações como o HFT.

“[...] la importancia relativa de los fundamentalistas y de los especuladores es función del grado de liquidez de los mercados: entre menos líquido sea el mercado, mayor será el acento de la anticipaciones de largo plazo, estos es, de los dividendos futuros y del valor fundamental del capital; entre más líquido sea el mercado, más rentables se vuelven las compras y ventas rápidas, y dominan al mercado.” (ORLÉAN, 2006[1999], p. 90).

Tendo em vista que a liquidez possibilita a oportunidade de ganhos além dos dividendos, o predomínio da especulação sobre o empreendedorismo deriva do comportamento racional e não irracional dos agentes, dado que mesmo que o agente pense numa avaliação fundamental altista, ele pode, no curto prazo, assumir posição baixista. Tal agente seria irracional somente se ignorasse as flutuações momentâneas e a possibilidade de maior rentabilidade. Assim,

⁶ A mais recente inovação consiste no uso de computadores com modernos softwares que funcionam a base de algoritmos. Tal processo é chamado de HFT (High-frequency Trading) e tem como objetivo negociar ativos da forma mais rápida possível, buscando-se ganhar dinheiro na quantidade das ordens com pequena variação de preços e não nas grandes variações de preços.

as cotações cada vez mais frequentes, que aumentam a liquidez, têm poderosos efeitos sobre o comportamento dos agentes.

La actitud especulativa aparece allí como la actitud racional por excelencia, puesto que integra a su estrategia la existencia de cotizaciones frecuentes, al sacar partido de las cotizaciones para proponer estrategias financieras que tienen una rentabilidad mayor[...] En efecto, además de ofrecer nuevas oportunidades de ganancia, la estrategia especulativa se impone también porque es menos arriesgada que la fundamentalista: a igual rentabilidad, tiene menos riesgo. (ORLÉAN, 2006[1999], p. 99).

Por fim, devemos ainda salientar outra importante característica da liquidez conhecida como paradoxo de liquidez. A ideia é que embora a liquidez seja essencial para as trocas de posições entre os agentes, há uma limitação pelo fato de que só é possível fazer a troca se houver outro agente que toma posição diferente.⁷ Assim, a preferência pela liquidez aparece como um desejo contraditório que se destrói quando perseguido por todos, o que está no cerne do surgimento das crises, uma vez que se assume o funcionamento autoreferencial do mercado.

2.2.2.2. Liquidez e convenção de continuidade

Conforme defendido por Keynes a convenção é um acordo tácito dos agentes, que não dispõem de meio objetivo para chegar aos preços das ações. Tal método tem a importância de trazer continuidade aos preços e estabilidade aos negócios, o que garante a liquidez dos investimentos. Segundo Orléan (2006[1999], p. 175), é neste conceito que Keynes estava pensando quando tratava de convenção financeira.

Esta possibilidade do mercado de prover liquidez, a partir da convenção, permite aos agentes a troca de posições antes que a queda dos preços se acentue e faz com que o investidor possa ficar mais tranquilo pelo fato de que as variações dos preços serão menores, quanto menores forem os intervalos de tempo. Assim, estratégias como a de cobertura de portfólio, via troca de posições, tornam-se viáveis.

O fato de possuir liquidez faz com que uma ação adquira um valor de circulação que pode se desconectar de seu valor intrínseco, devido ao processo endógeno autorealizador vigente na lógica autoreferencial dos mercados. Orléan ([2006[1999], p.184) ilustra tal processo com uma metáfora de bilhetes falsos. No curto prazo, se cada agente pensar que os outros irão aceitá-los,

⁷ Essa limitação é menos importante para as ações e os mercados a vista em geral. Alguém pode vender o ativo porque precisa do dinheiro porque tem outra aplicação em vista mais rentável e não necessariamente porque acha que o preço vá cair.

também aceitará, mesmo que sejam falsos, diferentemente do que ocorreria no longo prazo, em que os ingressos poderiam ser apreendidos. Tal situação é a que ocorre nas finanças, propiciando a autonomização dos preços das ações, que se tornam legítimos uma vez que representam a expressão da maioria, a partir do processo autorealizador endógeno.

Devemos dizer, no entanto, que a autoregulação endógena dos mercados funciona imperfeitamente, tendo em vista que a liquidez, fator-chave do processo, não pode ser estendida a todo o mercado⁸ e, quando todos a buscam, ela se desfaz pelo paradoxo da liquidez, afetando a continuidade dos preços e a estabilidade dos negócios. Neste caso, a ação de uma instituição exógena a lógica de funcionamento autoreferencial do mercado, como o banco central é essencial na figura de emprestador de última instância capaz de fazer frente à demanda. Embora possa se dizer que o fato de ações serem muitas vezes usadas como poupança possa amenizar, ao menos um pouco, a situação, por diminuir a pressão baixista.

2.2.2.3. Convenção de interpretação

Além da convenção de continuidade, que traz liquidez aos investimentos fixos, os convencionalistas apresentam um conceito de convenção à luz dos fatos econômicos que para eles, é mais correto e colabora para a explicação de altas e baixas excessivas nas cotações.

Eles trazem uma nova acepção da convenção financeira que acresce às ideias de Keynes, a convenção de interpretação. Esta convenção emerge de uma hierarquização que privilegia determinadas variáveis econômicas, em detrimento de outras. Ou seja, há uma ponderação distinta entre os diferentes dados econômicos que faz com que, diante da multiplicidade de fatores que podem determinar os preços, se foque em alguns e se fique míope em relação aos outros pela confiança neste foco.

Como já dissemos, os modelos de avaliação, que em dado momento determinam o valor das ações, são o resultado de interações miméticas autoreferenciais, com base em convenções estruturantes, que seguem uma dinâmica de autorealização.

El ejemplo más importante de tales procesos está dado por lo que llamaré las ‘convenciones alcista’, a saber, aquellos episodios en los que el alza de los precios y las plusvalías que ella engendra modifican las anticipaciones de los inversionistas en un sentido alcista, lo que provoca nuevas alzas y nuevas ganancias, que tienen el efecto e convencer al

⁸ Sobretudo, a liquidez não pode ser considerada como atributo permanente. Há momentos em que ela desaparece, vide o “crack de 1987” ou os recentes fatos de “flash crash”, em que há grandes ordens de vendas produzindo grandes baixas, como o episódio de 06 de maio de 2010 sob grande influência da HFT.

mercado acerca de la justeza de sus perspectivas, las mismas que habían conducido a un proceso de auto-realización de las creencias, lo que también ha sido llamado a 'profecías auto-realizadoras'. (ORLÉAN, 2006[1999], p.195)

A história financeira é repleta de exemplos como o do trecho acima. O que ocorre se deve ao fato de o olhar não se dirigir de modo uniforme para todas as direções, havendo uma miopia para algumas variáveis enquanto se concentra em outras, desprezando-se alguns fatos negativos que podem ter grande impacto no futuro.

Si la convención puede perdurar, es gracias a que la dinámica financiera produce mecanismos poderosos de auto-reforzamiento que conducen a enmascarar las restricciones económicas y a confortar las anticipaciones convencionales. [...] la esfera financiera posee un alto grado de autonomía. (ORLÉAN, 2006[1999], p. 224).

Tal insensibilidade a falhas assemelha-se à ideia de paradigma segundo Thomas Kuhn, para quem há soluções para anomalias locais, sendo somente a existência persistente e acumulada de anomalias que leva o paradigma a ser questionado. Ou seja, a convenção pode continuar a valer mesmo que especuladores joguem contra ela, desde que essa contrariedade não se generalize, e via processo autorealizador, a derrube enquanto convenção.

Portanto, a crise só aparece quando se acumulam anomalias pela ação de agentes questionando o modelo convencional de interpretação, o que gera desconfiança sobre ele. Na medida em que há generalização deste comportamento ocorre a crise autoreferencial, uma vez que os “bears” (baixistas) superaram os “bulls” (altistas), no vocabulário keynesiano.

Quando isso acontece a situação torna-se muito ruim, pois os investidores têm a perda generalizada de suas referências, associada à incerteza extrema do que vai ocorrer. Tal situação resulta na busca pela liquidez via ativos de qualidade (seguros), dando origem a um pânico baixista, por não se ter ideia de qual será o novo ponto de equilíbrio (saliência). Isto vai contra a teoria fundamentalista, que aponta o aparecimento de compradores com preços baixos, seguindo a lei da oferta e da demanda.

Assim, o processo autorealizador da alta ocorre na baixa, uma vez que a desconexão com dados fundamentais da alta também se revela na baixa. Assim, a subestimação dos riscos na fase altista precede a corrida desenfreada pela liquidez na fase baixista, com a superestimação dos riscos.

Para Orléan (2006[1999], p.219) interferem ainda neste processo as agências classificadoras de risco, que tem como função principal a avaliação da situação das empresas, de diversos ativos negociados em mercados financeiros e das economias, com informações muito superiores às da maioria dos investidores. Por isso, as suas interpretações deveriam as melhores possíveis, embora também sejam interpretações subjetivas da realidade, o que fica comprovado quando agências como Moody's e S&P, com as mesmas informações, emitem opiniões distintas. Todavia o que se observa é que tais agências erram redondamente, seguindo otimismo do mercado ao invés de verificar se há razões para tanto.

A partir das opiniões que estas agências divulgam pode haver o abalo de convenções e o agravamento de situações já muito ruins, como mostra a passagem abaixo:

[...] las calificadoras aparecen como un eslabón constitutivo de las dinámicas miméticas: ellas participan de la dinámica colectiva que produce y difunde la inestabilidad financiera, dado que reaccionan, con la mayor frecuencia, en forma tardía y propagan entonces masivamente la desconfianza. Estas son saliencias institucionales, en torno de las cuales se ubican los mercados. (ORLÉAN, 2006[1999], p. 219).

A título de ilustração, Orléan (2006[1999], p.196) apresenta três exemplos que derivam do processo autoreferencial via convenção de interpretação, nos quais as agências qualificadoras exercem certa influência: a bolha da internet, a crise mexicana e a crise asiática. Todavia podemos verificar que a ação destas agências é reativa e não pró-ativa, sempre agindo após a situação se mostrar ruim.

2.2.2.3.1 A bolha da internet

Em 1996, quando o índice Nasdaq ainda estava em 600, Alan Greenspan, presidente do FED, já alertava sobre o crescimento excessivo das cotações do mercado, a que chamou de exuberância irracional, que atingiu mais de 700% chegando aos 5.000 pontos em meados de 2000. Tal fato foi alcançado em grande medida pelo crescimento vertiginoso dos preços das ações relacionadas à internet. As ações da Amazon, por exemplo, cresceram 966% em 1998 apesar desta empresa nunca ter produzido nada desde sua criação em 1993. Tal valorização fez com que a Amazon superasse a Texaco, enquanto a AOL passou a GM e o Yahoo, a Boeing.

Tal crescimento de preços das ações relacionadas à internet e a confiança que isto se manteria deu origem a criação de inúmeras empresas denominadas “.com”. Elas buscavam

apenas a valorização na bolsa com a percepção que, apenas o fato de serem deste grupo, faria os preços de suas ações subirem, independentemente dos possíveis lucros que pudessem gerar.

Cabe dizer que para conseguirem se lançar na Bolsa, muitas empresas que nem tinham receitas suficientes recorreram ao endividamento para custear as despesas dos IPO's, aproveitando-se das baixas taxas de juros, propiciando a ligação do mercado financeiro com o mercado bancário, que ganhou muito dinheiro com a abertura de capital das empresas,, potencializando os efeitos da reversão altista.

Para justificar os altos preços com base nos fundamentos seria necessário que as empresas ligadas à internet, que estava em expansão na época, tivessem crescimento exponencial de seus lucros por todo o tempo, o que não se mostrou verdadeiro. Até 1997, a rentabilidade das empresas norte-americanas foi mesmo crescente, e os níveis alcançados pelos preços pela convenção altista encontraram justificativa. Todavia, a partir deste ano, isso mudou, sem que a trajetória dos preços fosse modificada.

O que ocorria na verdade é que estava se produzindo uma valorização, via processo autoreferencial, com a subestimação dos riscos. Tal processo ia sendo reproduzido à medida que a alta das cotações indicava que os agentes estavam certos ao confiarem na valorização dos ativos. Todavia, isso seguia um caminho autônomo dos fundamentos, com miopia em relação às demais variáveis da economia.

Tudo isso deu origem a chamada bolha da internet que estourou em meados de 2000 fazendo com que muitas empresas do ramo fechassem as portas, sem ao menos auferirem lucros. Tal situação mostra que a volatilidade das cotações, as bolhas e a grande mudança de preços não podem ser descritas como situações anormais como apontavam os fundamentalistas, mas devem ser interpretadas como componentes do mercado financeiro, no qual a liquidez das ações é mais importante que o reflexo dos fundamentos nos preços.

2.2.2.3.2. Crise mexicana

Os mercados emergentes tinham grande potencial de crescimento na interpretação de muitos analistas no fim da década de 80 e início dos anos 90. Isto, aliado as necessidades de investimento e aos rendimentos mais elevados que as economias maduras, possibilitava maiores retornos do investimento sem aumentar o risco. Tal crença pode ser descrita como a convenção dos mercados emergentes.

Os investidores aderiram a esta convenção na medida em que os mercados se revelavam com rendimentos mais vantajosos, principalmente após as mudanças de regulação aos moldes do Consenso de Washington que trouxeram inúmeras regras para a liberalização dos países em desenvolvimento.

A possibilidade de maiores retornos, em um cenário liberal com menores custos de transação tornou os investidores insensíveis às mudanças ocorridas no ambiente macroeconômico destes países, dado que a miopia é como dissemos uma característica intrínseca à convenção que privilegia certas variáveis em detrimento de outras, longe de ser um comportamento irracional, como indicavam os ortodoxos.

Tal miopia pode ser medida por muitos fatos negativos que ocorriam ao mesmo tempo em que o México atraía grande volume de capitais, tais como: o aumento do spread entre os bônus do Tesouro dos EUA e do México, a apreciação do câmbio com perda de competitividade, o déficit crescente na balança de transações correntes e o comportamento dos investidores mexicanos que foram os primeiros a retirar seus capitais do mercado financeiro local, em comparação com os estrangeiros. Ademais, não se pode negar que a subestimação dos riscos também estava ligada ao poder que opiniões negativas teriam não apenas sobre o México, mas também sobre outras economias emergentes que naquele momento eram grandes fontes de rendimentos dos investidores, em grande medida pelo próprio processo autorealizador.

Entre 1989 e 1993 os preços das ações no mercado mexicano foram multiplicados por 13, tendo em vista a grande entrada de capitais que quintuplicou neste período, com a grande maioria dos recursos sendo usados para compra de ações.

Todavia, como dissemos o mesmo efeito autônomo para cima pode se reverter levando a grandes quedas, foi o que ocorreu. Neste caso mexicano a miopia produzida pela convenção fez com que as dificuldades macro, como o déficit em transações correntes fosse financiado com capitais de curto prazo, alimentando uma situação econômica artificialmente positiva, que se desmanchou quando a convenção foi abalada, levando a um quadro muito pior que o inicial.

Além disso, a situação se agravou ainda mais, pela ação das agências classificadoras, com o rebaixamento da qualificação do México no começo de 1995, ou seja, somente depois da revelação de que o otimismo não tinha base real é que estas agências reviram seus conceitos, antes participaram da euforia e da miopia. Tal rebaixamento reduziu a capacidade do país de

captar capitais internacionais, minou o acesso mexicano ao mercado de capitais externo e agravou a crise de liquidez.

2.2.2.3.3. Crise asiática

O sudeste asiático, com destaque para Coréia, Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia vivia grande fase na atividade econômica em meados dos anos 90. Junto disto, havia grande confiança no mercado de câmbio dos países asiáticos por ter sobrevivido à desconfiança em relação aos emergentes desencadeada pela crise mexicana mencionada acima.

Assim, esta região aparecia com grande potencial e passou a receber grande fluxo de capitais, no que pode ser chamado de convenção do milagre asiático, graças também à abundância mundial de liquidez e às baixas taxas de juros dos países desenvolvidos.

Tal entrada de capitais alimentou uma disparada autorealizadora dos preços no setor imobiliário e na bolsa, nos anos 90. Isto estimulou a expansão de crédito, pois os agentes passaram a aceitar taxas de juros mais altas por antecipar uma apreciação rápida dos preços dos ativos que desejavam adquirir. Em contrapartida os bancos aceitavam emprestar, pois os bens imobiliários e as ações oferecidas como colateral pareciam garantias sólidas. Tal processo levou a um crescimento da tomada de risco, uma vez que como em outras situações a miopia a outras variáveis foi também compartilhada pelos bancos.

Todavia, como no México a substancial entrada de capitais foi seguida por uma virada também excessiva levando o Sudeste asiático para uma crise profunda, com influência das agências classificadoras de risco que rebaixaram os títulos da Tailândia e da Coréia. Ou seja, novamente estas instituições agiram de forma reativa e não pró-ativa.

A questão da Tailândia inclusive é muito elucidativa de quão subjetiva é a interpretação dos fatos, em detrimento do que defendiam os fundamentalistas, pois o rebaixamento dos títulos tailandeses da nota A foi feito pela agência Moody's, com a discordância de muitos especialistas para os quais não havia razão alguma para se fazer isso, dada a política governamental para o combate às dificuldades e a capacidade de adaptação às modificações, como na crise mexicana. Além disso, diante desta situação a outra agência qualificadora, a S&P divulgou novo boletim confirmando a manutenção dos títulos da Tailândia como nota A.

Tal fato, assim como a bolha da internet e a crise mexicana, nos mostra que o excesso altista tende a ser corrigido por um excesso baixista, o que configura a grande volatilidade da Bolsa de Valores.

2.2.3. Convenção: da legitimidade à fragilidade

Segundo Orléan (2006[1999], p. 137) duas correntes podem colaborar para a volatilidade das cotações e colocá-las em cheque explorando sua fragilidade e arbitrariedade: os fundamentalistas céticos e os “contrarians”.

Os fundamentalistas céticos atuam dentro da convenção vigente, mas jogam na margem sobre as prováveis flutuações das interpretações e dos preços da convenção, sob o princípio de que só as surpresas fazem o mercado se mover. Eles interveem quando acham que o consenso está equivocado, se interessando mais pela diferença entre sua análise e a do mercado do que pelo valor intrínseco da informação. Tal comportamento produz uma volatilidade de preços que se junta à volatilidade normal dos preços permitida pela convenção.

Já os “contrarians” são mais perigosos para as convenções, pois têm uma estratégia que consiste em ir contra a opinião convencional, acreditando que os mercados se equivocam com frequência e sendo assim é possível ganhar muito dinheiro apostando contra eles. Este comportamento contra a convenção se revela mais rentável na medida em que se manter nesta produz tão poucos ganhos que os riscos que se corre ao apostar contra o mercado são pequenos diante dos altos ganhos potenciais.

O êxito desta estratégia depende da capacidade dos investidores de convencer o mercado para que os siga de forma que apareça para todos como uma nova saliência, tal como fez George Soros no ataque especulativo à libra em 1992, em caso contrário o fracasso poderá vir.

[...] los contrarians son los ‘parásitos’ de los mercados. Aprovechan las lagunas de los métodos de evaluación (existentes), pero una vez socavada la confianza de los mercados en su propia racionalidad, no tienen verdaderos métodos de evaluación para proponer [...] Los mercados poblados por contrarians se vuelven muy inestables y se desconectan en forma completa de los fundamentales económicos. (DAVANNE, 1996, p. 380).

À medida que aumenta o efeito de investidores céticos ou “contrarians”, a eficácia da convenção para prever as cotações futuras do mercado cai, afetando inclusive o comportamento daqueles que atuavam em conformidade com a convenção existente, podendo levar à

generalização da desconfiança e a um período de grande instabilidade de preços. Tal processo leva ao funcionamento puramente autoreferencial do mercado, em que cada um se pergunta como vão reagir os outros, ao mesmo tempo em que estes se encontram diante do mesmo problema, já que as referências que estabilizavam as antecipações deixam de existir. Este desencadeamento ficará mais claro na seção seguinte sobre as etapas da dinâmica do mercado financeiro.

2.3. Dinâmica do mercado financeiro: autoreferencialidade como modelo geral

Como forma de resumir o que foi exposto, Orleán (2006[1999], p. 142-143) descreve as três etapas da dinâmica do mercado financeiro da convenção até a crise, tentando provar que o modelo autoreferencial engloba de certa forma a lógica fundamentalista e a lógica comportamental.

Tais etapas são: a estabilidade convencional, o questionamento estratégico e a crise autoreferencial. Em todas elas há uma racionalidade predominante, tal como apresentada no início do capítulo.

A estabilidade convencional está relacionada com a interpretação do mundo à luz da convenção vigente, reconhecida como legítima. Nesta etapa o mercado funciona de forma semelhante à descrita pelos fundamentalistas, numa lógica heteroreferencial, com base na racionalidade fundamentalista, em que há um valor enxergado como correto que expressa o preço das ações, subestimando-se os riscos globais. Todavia, aqui este valor deriva da interação dos agentes dentro do próprio mercado, e enquanto tal ele é variável, não sendo algo que vem de fora, como trata a objetividade ex-ante dos fundamentalistas.

Já na etapa do questionamento estratégico há maior variabilidade dos preços, devido à ação de investidores como os fundamentalistas céticos ou os “contrarians”. Aqui a base é a racionalidade estratégica, tal forma é semelhante à descrita pelos defensores do NTA e das finanças comportamentais, que acreditam ser possível ganhar contra o mercado.

A contestação da convenção pode ser considerada normal na medida em que é localizada, mas quando ocorre a generalização deste questionamento estratégico, outra etapa passa a vigorar, a da crise autoreferencial.

Na crise autoreferencial observa-se grandes baixas que, assim como as grandes altas, estão relacionadas à autonomia do mercado financeiro, baseada na liquidez, na autoreferencia do seu funcionamento e na autorealização das crenças. Nesta etapa há superestimação do risco, em

contraste com a subestimação dos riscos na fase de estabilidade convencional, com a fuga para ativos seguros como os títulos da dívida norte-americana.

Neste momento, diante da incerteza extrema e da falta de saliência para ordenar as interpretações, os agentes passam a imitar as tendências do passado para antecipar movimentos futuros do mercado. Quando isto se generaliza, segundo Orléan (2006[1999],p. 143) a evolução dos preços perde toda relação com os fundamentos econômicos, dando origem a uma convergência na baixa dos preços.

[...] a falta de una referencia que se imponga a todos los agentes y que les indique sin posibilidad de duda la presencia de un precio piso, reconocido con unanimidad, se pueden ver amplios movimientos vendedores, productores de bajas de precio importantes sin que ninguna corriente compradora se manifieste y venga a contrarrestar el movimiento. Los precios entran entonces en caída libre. Estas situaciones de pánico son frecuentes. Constituyen una buena ilustración de nuestras tesis. Allí se ve, a plena luz, la naturaleza autorreferencial del mercado y la indeterminación fundamental que la misma supone. (ORLÉAN, 2006[1999], p. 143).

Portanto, situações como esta, como já dissemos, mostram a incapacidade da Bolsa de Valores de se autoregular, assim a intervenção externa por meio de instituições como a SEC (Securities and Exchange Commission) nos EUA, que supervisiona e regula o mercado, são primordiais.⁹ Porém, é importante que tal intervenção seja considerada legítima pelos agentes para que se consiga trazer o retorno da estabilidade.

2.4. Conclusão

O modo de interpretação dos convencionalistas, apresentado por Orléan, mostra que eles herdaram parte considerável das ideias apresentadas por Keynes, com o uso dos conceitos de liquidez, convenção, profecias autorrealizáveis e mesmo o processo autorreferencial, a partir da metáfora do concurso de beleza. Todavia, tais conceitos são usados de modo mais explícito e com encadeamentos mais claros, em contraste com a exposição de Keynes, que deixa implícita parte da explicação. Além disso, os seguidores desta abordagem reforçam a ideia da convenção de continuidade e apresentam uma nova, a da convenção de interpretação baseada na teoria autorreferencial.

⁹ Embora os Bancos Centrais não tenham costume reagir diante de mudanças de preços dos ativos, eles podem interferir indiretamente quando socorrem uma grande instituição, dita grande demais para quebrar, em situação de fragilidade, com ameaça sistêmica.

Orléan apresenta argumentos que mostram como os preços das ações adquirem certa autonomia em relação aos fundamentos por meio de processos autoreferenciais e autorealizadores e julgamentos subjetivos, em oposição à visão que os preços são bons estimadores do valor fundamental, que pode ser definido objetivamente através do fluxo esperado de dividendos futuros.

Com isso, Orléan consegue trazer uma explicação do comportamento do mercado de ações que parece compatível com os acontecimentos, apontando que “booms” e crises são inerentes ao seu funcionamento, sendo provocados pela busca dos agentes por maximizar seus ganhos antecipando-se à variação de preços.

Esta crença de que “booms” e crises são intrínsecos ao mercado deriva da consideração de que não apenas é possível ganhar dinheiro com a variação de preços e contra o mercado, mas também que o comportamento especulativo prevalece sobre o empreendedor, uma vez que, como já dissemos, o período de pay-back pode ser muito menor e a rentabilidade maior. No entanto, para que se possa fazer isso, trocando de posições quando se achar que é o melhor momento, a liquidez, a continuidade dos preços e a profundidade dos mercados de valores são essenciais.

Aliás, para Orléan estes mercados de valores são invenções institucionais para tornar líquido um ativo imobilizado, o capital produtivo. Esta liquidez facilita o investimento e minora riscos, mas dá origem à especulação. Ou seja, a organização dos mercados e a liquidez faz com que se busque escolher as ações não da empresa que produzirá e lucrará mais, mas daquela que se espera que, na manhã seguinte, terá maior valorização nas cotações.

Outro ponto, mostrado através das etapas da dinâmica da bolsa, é que pelo fato de processos autoreferenciais darem origem a convenções, as quais são formas compartilhadas de interpretar os desenvolvimentos econômicos futuros, elas funcionam como se fossem os próprios fundamentos. Assim, o descolamento dos preços pode nem ser percebido pelos agentes do mercado.

Adicionalmente, Orléan e os convencionalistas, como identificadores da lógica autoreferencial dos mercados, deduzem a incapacidade das finanças de se autoregularem produzindo uma avaliação coletiva estável e pertinente. Tal lógica, que domina a bolsa, conduz a convenções transitórias que não permitem uma estabilidade do mercado financeiro a longo prazo, como mostram as crises ao longo das décadas.

A instabilidade junto com a reversão do ciclo de capitais pode desestabilizar qualquer economia, como mostramos nos casos do México e dos países do sudeste asiático. Isto, segundo Orleán (2006[1999], p.315) está ligado à transformação das sociedades contemporâneas através do conceito de individualismo patrimonial, devido à a globalização financeira, com o grande poder das empresas e dos fundos institucionais, o que não ocorria algum tempo atrás.

Por exemplo, segundo Orleán (2006[1999], p.53), na França, de 1962 a 1978, a Bolsa de Paris experimentou 16 anos de marasmo, sem que isso tenha afetado o PIB, que se multiplicou por dois, enquanto o índice da bolsa caía 75% em francos constantes. Atualmente, uma queda desta magnitude teria efeitos em cascata consideráveis sobre a economia, afetando desde o consumo das famílias devido à importância adquirida pelos valores imobiliários na poupança (efeito riqueza) até o investimento e a gestão empresarial, submetidos ao valor de mercado, incluindo também a saúde do sistema bancário, que concentra parte crescente de suas atividades no mercado financeiro.

Diante disso desta mudança, a ação da autoridade financeira deve impor-se a todos sem que haja debate, mas com o crescimento do poder das finanças se assiste à crítica à ação do Estado. Os defensores do mercado reivindicam uma autonomia cada vez maior afirmando que as instituições públicas são organizações desajeitadas, quando não mal intencionadas. Assim, Orleán (2006[1999], p.245-246) alerta que pode se chegar ao momento em que esta ação do Estado, benéfica para a coletividade financeira, pode não ser bem sucedida pela falta de sua legitimidade diante dos agentes.

CONCLUSÃO GERAL

Abordamos neste trabalho uma visão diferenciada da dinâmica da Bolsa de Valores, em relação às teorias mais famosas, como a dos mercados eficientes. O intuito aqui era o de apresentar algo mais próximo da realidade, considerando a grande volatilidade dos preços, principalmente em momentos de crise, em oposição a ideia de pensar os preços como reflexo do valor fundamental obtido objetivamente a partir do fluxo de dividendos esperados. Isto porque não há como conceber que os fundamentos e as expectativas de lucros das empresas mudem tanto a cada momento como mudam os preços.

Assim, apresentamos a ideia de que o mercado funciona à partir de um padrão socialmente compartilhado, a convenção, reforçada pela autorealização das crenças e pelo processo autoreferencial em que são os próprios investidores ao buscar alguma forma de coordenação, diante da incerteza e da dificuldade de formação de expectativas, que geram os preços pela interação dentro do mercado.

Como apresentado no capítulo 1, Keynes foi o primeiro a explorar a ideia da convenção na Bolsa de Valores, em contraponto à teoria clássica, que desconsiderava a incerteza e a dificuldade de formação de expectativas. Embora ele não tenha definido um conceito de convenção, o que gerou e gera debate de muitos autores na tentativa de desvendar o que ele quis dizer, caracterizou-a como um acordo tácito em que se forma um padrão de expectativas dos agentes, focando no exemplo da convenção projetiva.

Para Keynes, olhar para o passado projetando o futuro era algo passível de ser feito, embora as experiências passadas não confirmassem que este era o melhor método de previsão, o que exemplifica a arbitrariedade e a fragilidade das convenções, ou seja, a possibilidade que haja um caminho melhor a ser seguido. Keynes implicitamente admitia ainda que nem todos seguem este padrão socialmente compartilhado, podendo inclusive jogar contra ele, na busca de maiores ganhos, como é o caso de alguns especuladores.

Por sua vez, conforme o capítulo 2, podemos dizer que Orléan, o principal expoente da abordagem convencionalista, apresenta um tratamento mais detalhado das convenções financeiras. Ele define um conceito de convenção salientando que os agentes na busca de pontos de referência comuns acabam se coordenando por meio de saliências, o que leva a convergência das crenças individuais e a formação da base de um acordo generalizado. Deve-se dizer que estas

saliências podem mudar de acordo como o contexto, a história e a cultura vigentes, incluindo a ideia de recorrer ao passado quando se experimenta situações já ocorridas, como as crises.

Dentro desta lógica da convenção é que Keynes e Orléan entendem que os preços são determinados. Para eles os preços não seriam dados externos ao mercado financeiro, como mero reflexo das informações disponíveis referentes aos fundamentos econômicos, mas sim o resultado da interpretação dos agentes destas e outras informações, tentando prever como se comportarão os demais agentes colocados sob essa mesma situação, como bem representa a metáfora do concurso de beleza de Keynes.

O que surge em Keynes, na terceira técnica da Teoria Prática do Futuro e no concurso de beleza, e ganha força com Orléan é a defesa da existência de um processo autoreferencial em que o resultado não é determinado ex-ante ao mercado, mas sim provém do mercado pela ação dos agentes. Portanto, tal processo transforma crenças heterogêneas em algo único, a convenção, que legitimada ganha força como se fosse algo externo, assemelhando-se ao que defendem os fundamentalistas.

Quando abordamos este processo autoreferencial não podemos deixar de mencionar a liquidez, que ocupa papel chave na explanação apresentada neste trabalho a partir de Keynes e dos convencionalistas.

A liquidez está baseada na crença compartilhada de que se pode trocar de posições a qualquer momento sem que os preços se alterem de forma muito brusca, a que Orléan chamou de convenção de continuidade ou normalidade. Tal convenção também pode ser abalada à medida que todos busquem a liquidez ao mesmo tempo, como em situações de crise, revelando a ideia do paradoxo da liquidez, na qual a liquidez só se confirma no âmbito individual e se desfaz quando todos a desejam.

Embora a liquidez seja importante para incentivar as aplicações financeiras, ela traz consigo a especulação, que é justamente o que não é enxergado pelos ortodoxos quando defendem os preços como reflexo dos fundamentos.

Keynes define o agente que pratica a especulação como aquele que toma suas decisões buscando ganhos por meio da previsão dos preços futuros, em contraste com o empreendedor, que busca prever os dividendos futuros. Ele salienta que, à medida que os mercados se tornam mais organizados e assim mais líquidos e profundos, o primeiro comportamento tende a predominar sobre o segundo, o que pode se tornar danoso.

Em Keynes, embora a especulação na sua acepção geral possa incluir a adesão à convenção projetiva sobre os preços das ações, há também uma forma de especulação num sentido mais estrito na qual os agentes buscam ganhos com a variação de preços, contrariando a convenção. Já Orléan ao lidar com sua ideia de convenção de interpretação, compatível com uma diversidade de expectativas específicas, aponta a existência de dois grupos capazes de abalar a convenção, os fundamentalistas céticos e os “contrarians”, sendo estes últimos os mais danosos para a convenção vigente, pois podem sozinhos a derrubar, como fez George Soros com a libra esterlina em 1992, em um grande ataque especulativo.

Por estas abordagens podemos entender os “booms” e as crises como algo intrínseco ao funcionamento da Bolsa de Valores, uma vez que os preços são formados com base na interpretação dos investidores em relação ao outros, algo subjetivo e sujeito a mudanças a cada momento. Isto faz com haja certa autonomia em relação aos chamados fundamentos, podendo se tornar um processo autoreferencial puro, em que os fundamentos perdem totalmente sua representatividade, tal como acontece em situações de crise. Nestes momentos, só a intervenção de instituições como o banco central pode resolver a situação, o que revela a incapacidade da Bolsa de Valores de se autoregular.

Neste trabalho, esperamos ainda ter deixado claro que a realidade se opõe a ideias como a do mercado eficiente, dos preços como melhores estimativas do valor fundamental e da lógica do funcionamento da bolsa como reflexo de informações externas.

Adicionalmente, esperamos que a percepção que muitos têm de que o preço das ações se ajustará a um valor justo depende muito de que isto seja crível para todos, isto é, que seja socialmente compartilhado. As grandes instituições, como corretoras e bancos, por meio de seus analistas, colaboram muito com isso, uma vez que influenciam milhões de investidores para seguirem certa direção, e tal processo no mercado acaba gerando um padrão socialmente compartilhado, por meio da autoreferência e da autorealização das crenças.

Em termos de fatos atuais, ao olharmos para a crise recente originada no setor subprime dos EUA podemos apontar que houve miopia em relação a algumas variáveis, como o risco dos títulos, em detrimento de suas rentabilidades, e a conseqüente disseminação desta miopia por meio das grandes instituições, inclusive com a chancela de agências de risco. Tais fatos geraram um padrão socialmente compartilhado que culminando na alta dos preços destes

ativos, por via autorealizadora e autoreferencial sem fundamentos para tanto, conforme a convenção de interpretação apresentada pelos convencionalistas.

Outro ponto atual que deve ser levantado refere-se ao novo lançamento de ações de empresas eletrônicas (IPO), como Facebook, na bolsa de Nova York (Nasdaq).¹⁰ Na ocasião os preços destas ações despencaram indicando que a miopia já vinha de antes do mercado.¹¹

Em suma, tudo o que foi aqui exposto mostra que o mercado financeiro, do qual a Bolsa de Valores faz parte, é algo que está longe de ser mero reflexo da economia produtiva. Pelo contrário, ele traz consequências para o nível de investimentos, renda e geração de empregos, como vimos na crise de 29 e vemos agora neste capitalismo conduzido pelas finanças.

¹⁰ No IPO as ações do Facebook custavam US\$ 38,00. Por este preço era como se as receitas do último ano fosse mais de 100 vezes maior, fazendo do seu IPO um dos maiores em comparação com as outras empresas do S&P 500 quando da abertura do capital.

¹¹ Uma das possíveis causas da queda foi a desconfiança a respeito da possibilidade da empresa de transformar em receita o número crescente de usuários que acessam a rede social por meio de dispositivos móveis, como celulares, uma vez que estes visualizam menos anúncios que as outras pessoas. Tal questionamento partiu inicialmente da SEC.

REFERÊNCIAS

- BIBOW, J.; LEWIS, P.; RUNDE, J. Uncertainty, conventional behavior, and economic sociology. **American Journal of Economics and Sociology**, [S.I.], v. 64, n. 2, p. 507–532, 2005.
- DAVANNE, O. Comment stabiliser les marches financiers? **Commentaire**, [S.I.], n. 74, 1996.
- DEQUECH, D. Financial conventions in Keynes's theory: the stock exchange. **Journal of Post Keynesian Economics**, [S.I.], v. 33, n. 3469, p. 469-489, 2011.
- KEYNES, J. M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. Tradução: Da Cruz, M. R. São Paulo: Editora Atlas, 2007[1936].
- KEYNES, J. M. A teoria geral do emprego. Tradução: Leite, M. M.. in: Szmrecsányi, T. (org.) **John Maynard Keynes: Economia**. São Paulo: Editora Ática, p. 167-179, 1984[1937].
- KNIGHT, F. **Risk, uncertainty and profit**. Cambridge: The River Side Press, 1921.
- MEHTA, J.; STARMER, C.; SUDGEN, R. The nature of salience: an experimental investigation of pure coordination games. **American Economic Review**, [S.I.], v. 84, n. 2, 1994.
- ORLÉAN, A. **El poder de las finanzas**. Tradução: Arbeláez, F., Bogotá, Colombia, Centro de Investigaciones y Proyectos Especiales (CIPE), Universidad Externado da Colombia, 2006 [1999].
- ORLÉAN, A. El carácter convencional de la evaluación financiera. **Odeon**, Bogotá, Colombia, n. 2, p. 06-20, 2004-2005.
- ORLÉAN, A. The self-referential hypothesis in economics. In: TOUFFUT, J. -P. (org.), **The stability of finance in Europe**. Paris: Albin Michel, 2005.
- PRATTEN, C. **The stock market**. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- SHELLING, T. **The strategy of conflict**. Oxford: Oxford University Press, 1960.
- SIMONSEN, M. H. Keynes versus expectativas racionais. **Pesquisa e Planejamento Econômico/FGV**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 2, p. 251-262, 1986.
- WILLIAMSON, O. The New Institutional economics: taking stock, looking ahead. **Journal of Economic Literature**, v. 38, n. 3, p. 595-613, 2000.