

**Macro e Micro:
o difícil reencontro depois da separação**

Fernando Nogueira da Costa

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 171, nov. 2009.**

ISSN 0103-9466

Macro e Micro: o difícil reencontro depois da separação

Fernando Nogueira da Costa ¹

Resumo

O objetivo deste artigo é lembrar que a análise de qualquer fenômeno econômico deve apontar causas macroeconômicas e microeconômicas. A análise macroeconômica da crise deve salientar também seus fundamentos microeconômicos. A análise microeconômica não deveria ter se esquecido de que a possível crise sistêmica resultante da interação da pluralidade de decisões era risco não-diversificável. As teorias de decisões financeiras pressupõem a racionalidade dos agentes econômicos dentro desse contexto incerto. Elas foram questionadas pelas experiências das finanças comportamentais. Estas provaram que há influências emocionais e erros sistemáticos nas decisões. Embora reconhecendo que os comportamentos dos agentes possam ser irracionais, os racionalistas insistiram na validade da interpretação do comportamento dos mercados através dos seus modelos. No entanto, a realidade da crise sistêmica falseia todos esses modelos teóricos.

Palavras-chave: Comportamento microeconômico – Finanças comportamentais – Macroeconomia.

Abstract

Macro and Micro: difficult meeting after the separation

The objective of this article is to remember that the analysis of any economic phenomenon must point macroeconomic and microeconomic causes. The macroeconomic analysis of the crisis must also point out its microeconomic bases. The microeconomic analysis must not have forgotten that the possible resultant systemic crisis of the interaction of the plurality of decisions was not mitigated risk. The theories of financial decisions estimate the rationality of the economic agents inside of this uncertain context. They had been questioned by the experiences of the behavioral finance. These had proved that it has emotional influences and bias quality controls in the decisions. Although recognizing that the behaviors of the agents can be irracionales, the rationalists had insisted on the validity of the interpretation of the behavior of the markets through its models. However, the reality of the systemic crisis falsifies all these theoretical models.

Keywords: Microeconomic behavior – Behavioral finance – Macroeconomics.

Classificação JEL / JEL Classification: D01; D03; E00; G1.

Introdução

O professor Carlos Lessa, em aula nos anos 70, usou a metáfora da vaca para ilustrar a operação analítica de repartição da realidade econômica. “Reparem bem, nos não vamos analisar a vaca em geral, nos vamos tomar uma determinada vaca, nascida em data e lugar específico. Tomem esta vaca, por exemplo, a Madalena, e vamos

(1) Professor-adjunto/livre-docente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). E-mail: fercos@eco.unicamp.br.

analisá-la. Agora vamos colocá-la em mãos de dois analistas: o primeiro analista é um açougueiro. O que ele vai fazer com a vaca? Vai matá-la. Retira a carne de 1ª, a de 2ª e a de 3ª, retira as vísceras, o couro, a cabeça com os chifres para emoldurar, etc., ou seja, desmembra aquele todo em coleção de partes. Agora, se essa mesma vaca tivesse de ser dissecada por outro analista, professor da escola de Veterinária, o que ele faria? Ele vai utilizar a vaca para lição de anatomia. Logo, mata a vaca da mesma maneira. Mas, a partir daí, vai desmembrá-la com critérios distintos: primeiro, o sistema neurovegetativo; depois, o sistema circulatório, etc. No final, teria outra coleção de partes. Em primeiro lugar, qual é o denominador comum dos dois analistas? Ambos assassinaram o todo. Segundo dado comum às duas situações: é impossível reconstruir Madalena, a partir das duas coleções de partes. O que aconteceu? O primeiro analista, o açougueiro, e o segundo, o professor de anatomia, ao desmembrarem a vaca obtiveram, não elementos, mas partes sem as conexões com as demais e com o todo. Mas o que, realmente, diferencia um analista do outro é que o primeiro tem critérios de partição que são diferentes do critério de partição do segundo. Generalizando mais, poderíamos dizer que existem inúmeras coleções de partes obtidas a partir de um todo, Madalena”.

Toda análise econômica é operação de partição, só que de idéias. A operação analítica se dá com o objeto idealizado. A coleção de partes que o analista obtém são conceitos. Mas esse objeto colocado sob análise admite, da mesma maneira que a Madalena, inúmeros modos de partição. No entanto, existem critérios implícitos ou explícitos por trás dos conjuntos de conceitos econômicos. Dependendo dos critérios escolhidos, teremos determinada coleção de conceitos. Dependendo dos conceitos que tomamos, podemos demonstrar qualquer coisa, mas não ressuscitaremos a Madalena, ou seja, o todo.

O professor encerrou seu argumento da seguinte maneira. “Houve um grego que disse o seguinte: – Dêem-me uma alavanca e um ponto de apoio que eu desloco o mundo. Com a teoria econômica acontece o seguinte: – Dêem-me a possibilidade de manter oculto meu critério de partição que eu demonstro qualquer coisa”...

Inspirados nesse nosso mestre, nós poderemos reinterpretar a análise da crise financeira contemporânea através de outra metáfora. Vamos narrar a triste história do sonho fracassado de reencontro do Macro e da Micro depois de separação conflituosa. Aliás, se não tivessem conflito, por que se separariam?!

Além desta breve introdução, contaremos essa novela através de episódios. O primeiro será sobre a fase em que se pensa em separar-se: quais eram as motivações sociais e individuais da separação entre o Macro e a Micro. Decidir não é fácil, quais modelos de avaliação de risco ajudaram a tomada de decisões? Depois dessa decisão, há possibilidade de eventual reconciliação? Como encaminhar-se na nova realidade:

por que se cometem erros sistemáticos? O risco de repetir a própria trajetória é nova crise? O que o futuro próximo aguarda? Será possível a escolha de outro estilo de análise econômica, após a repartição da realidade efetivada entre o Macro e a Micro? Essas partes poderão se reencontrar e reconstituir a verdade, isto é, o todo?

Preparem-se caros (e escassos) leitores! Este artigo, de maneira novelesca, falará de dramas, separação de amantes, conflitos e acusações mútuas. O Macro, via banco central, acusa o Spread de ser o verdadeiro amor da Micro. Esta retruca: se não fossem os abusos da Selic, ele não teria motivos para queixa... No início, ambos reconheciam que não se consegue abraçar “tudo que há sob o sol”. No final, chegam à conclusão que “o Sol não pode viver perto da Lua”.

A escolha dessa forma metafórica é porque o propósito deste artigo é tratar, especialmente, de tema ligado à psicologia econômica. É tema extremamente doloroso: o luto da perda em vida, devido à separação conjugal. Para a leitura não ficar “pesada”, opta-se pelo bom humor.

Talvez o que seja mais interessante e inovador na produção acadêmica, no início deste novo milênio, seja a pesquisa na fronteira interdisciplinar entre psicologia e economia (“finanças comportamentais”), filosofia e economia (“economia da felicidade”), etc. O desafio de relacionar todas essas matérias com a neurociência está colocado para os novos pesquisadores.

Entretanto, é importante lembrar que a ênfase na psicologia das decisões financeiras dos investidores não pode colocar em segundo plano o papel dos fundamentos macroeconômicos. No caso atual, para explicar a crise, há necessidade do “reencontro do Macro com a Micro”, isto é, dos problemas derivados do desbalanceamento da economia mundial (“os EUA consomem e o Resto do Mundo financia”) e da auto-regulação dos mercados (“investidores sem prevenção contra o risco não diversificável”). A regulação por parte da autoridade monetária seria necessária, mas insuficiente para, isoladamente, evitar a crise.

Primeiro mecanismo de defesa: agressividade

Em Economia, há divisão artificial de seu objeto de estudo, a própria realidade, que pode ser fonte de erro na aproximação da “verdade econômica”. Esta “verdade” estaria mais próxima através do exame do todo, ainda que, para fins didáticos, via sucessivas aproximações. Seria possível romper a rígida linha divisória entre a microeconomia e a macroeconomia?

O Dr. Wicksell (1911, p. 12) tinha avalizado a separação. Ele estava convencido de que a formulação de qualquer argumento lógico, ainda que a partir de premissas simples e esquemáticas, transmite mais conhecimento real do que alguma

discussão superficial acerca de “tudo que há sob o Sol”. Achava que, “se a Economia Política algum dia vier a ser uma ciência real e um guia para nossa ação prática, ela deve inevitavelmente progredir para certos resultados positivos e princípios de aplicação universal”.

Depois de algum tempo de convivência, Macro e Micro achavam que não era mais possível suportar viver sob o mesmo teto. Os dois perceberam que tinham personalidades profundamente diferentes, com divergências de interesses e de opiniões também na escolha das atividades e das amizades. Com o passar do tempo, eles cresceram e amadureceram de modo distinto e não paralelo, sobretudo porque o caráter e os desejos de cada um se desenvolveram em direções opostas. Enfim, não existindo mais acordo sobre a maneira de conduzir a política econômica ou de levar adiante a empresa, qualquer acontecimento, mesmo se irrelevante, virou motivo de briga.

Interações neuróticas ajudaram a acirrar as divergências e a criar a incapacidade (ou a falta de vontade) de chegar a um acordo. Até que a infidelidade determinou o fim real da relação. No relacionamento com outro diferente do próprio cônjuge, o Macro com a Econometria, a Micro com o Matemático, cada qual tentava encontrar auto-realização maior do que a alcançada no casamento. Ambos continuavam infelizes. Era difícil sentir-se satisfeito em tais relacionamentos vividos às escondidas. Como alcançar o estado de plenitude, se não havia em cada qual a capacidade de esclarecer a própria situação conjugal e constatar que um capítulo da vida estava encerrado?

Suas óticas divergiam. Os focos não eram os mesmos. A Micro, humilde, fazia apenas o exame “microscópico” da estrutura básica, “celular” ou “atomística” da economia. O Macro, por sua vez, cheio de complexo de superioridade, só queria fazer a abordagem “macroscópica” da constelação econômica, apreendendo-a através de seus agregados e aspectos globais. Quando saíam para passear juntos, ela só olhava para cada árvore, em particular, onde ele admirava a floresta.

Nada mais em comum os interessava. A Micro ocupava-se da forma pela qual as unidades individuais que compunham a economia agiam e reagiam umas sobre as outras. Enquanto isso, o Macro só queria focalizar o comportamento do sistema econômico como um todo. Ficou obtuso com o estudo das relações entre os agregados estatísticos.

Quando a consciência da situação crítica se aguçou, o casal passou a se questionar o sentido de prolongar relação conjugal fundamentada em bases tão frágeis. Tentaram ainda, em último esforço, nova divisão de tarefas. A Micro evidenciaria apenas as decisões particulares *ex-ante*. O Macro enfocaria todo o resultado sistêmico *ex-post* da pluralidade de decisões particulares. Mas logo a Micro passou a achar que a concepção do que ocorrerá durante segmento de tempo futuro era mais lucrativa do que

a análise do que foi registrado depois de decorrido o intervalo de tempo. Criticava-o, insistentemente, porque todo seu estudo geralmente revelava que a melhor época para comprar algo já tinha passado... O despeito do Macro voltou. Definitivamente, não se entendiam.

Consultaram o livro clássico do Dr. Caruso (1968). O psicanalista vienense trata desse tipo de amor em que condições sociais rígidas forçam a separação em favor da “harmonia estabelecida”. Ele foi o primeiro autor que se dispôs a estudar o que acontece com os dinamismos psíquicos e as forças defensivas quando a separação forçada e repentina dos amantes se efetua mediante “esforço de vontade” e por “razões objetivas”. Fez análise da separação tida e aceita por ambas as partes como sacrifício difícil, sob a pressão do “princípio da realidade”, cuja autoridade é conscientemente aceita por eles, de modo que seu amor lhes pareça impossível. Trata-se de amor que, inicialmente, foi satisfeito de forma real e efetiva, para depois romper-se por força de sistema determinado de convicções e convenções.

Quem vive essa separação deliberada experimenta tipo de elaboração do luto paradoxal: para se conservar a vida, utiliza-se de repressão dirigida contra o que é vivo, porque a separação é problema de morte entre os vivos. Para garantir a sobrevivência mental, provoca-se a morte da consciência de um ser vivo dentro de outro ser vivo. A separação fica com gosto da morte em vida, inclusive com o doloroso problema narcisista que é saber da própria morte na consciência do ser amado. Para garantir a sua sobrevivência, o ego passa da saudade à agressividade, chegando enfim à racionalização da separação.

O primeiro mecanismo de defesa psicológica acionado é o da agressividade. Ela trabalha para a desvalorização do(a) amado(a), que teria a(o) abandonado. Com o rompimento, sua imagem antes tão idealizada tem de ser desvalorizada, para que o ego, profundamente ferido, tenha condições de sobreviver.

Acusações mútuas eram feitas. A Micro ironizava o Macro: – “Você só saberá amanhã porque as coisas que previu ontem não aconteceram hoje!” E o Macro reagia: – “Como você criou modelo estatístico que tenta explicar os motivos que fizeram com que as mulheres passassem a criar, sozinhas, seus filhos? Dizia que as mulheres vão ao mercado de casamento e tomam a decisão de levar ou não o produto como qualquer consumidor racional. Essa decisão vai depender, claro, da quantidade e da qualidade dos produtos disponíveis, no caso, os homens. Daí chegou à conclusão de que tanto a deterioração das condições do mercado quanto a criação de programas de ajuda contribuíram para que as mulheres decidissem ficar solteiras! Coisifica os homens! Onde está a paixão ou, pelo menos, o amor? Não tem coração, você é fria e racionalista”...

Palavras são palavras, mas ferem como armas que penetram até a mais íntima essência. Provocam feridas invisíveis, que dificilmente cicatrizam. As violências verbais eram o sinal de alarme das situações a evitar. Assim, se ergueram as primeiras barreiras. O casal procurava evitar a proximidade que se tornou litigiosa, perigosa. Cada oportunidade de não ficar a só com o companheiro era recebida com alívio. Ficar ocupado em outro lugar que não a própria casa transformou-se em novo hábito. Criou-se Sociedade de Econometria, reagiu-se com Sociedade de Economia Política. Multiplicaram-se as visitas e as saídas somente com os associados da mesma linha de pensamento. A nova e inesperada confiança no “casamento aberto” era a ante-sala da real separação.

De fato, sairia choque em qualquer encontro entre os dois pólos, a Micro se colocando entre idealistas, que se apóiam basicamente na razão e suas idéias, e o Macro entre materialistas, que confiam no conhecimento sensorial do mundo. Ele virou empirista, ela tornou-se racionalista. O período de separação foi vivido com espécie de raiva misturada a tantos outros sentimentos confusos e hostis à figura do apego.

É instintivo, embora insensato, julgar o outro responsável pelos próprios sofrimentos e acusá-lo de não ser como antes. Velhos rancores e antigas incompreensões vêm à tona, acompanhados de repreensões.

O Macro criticava à Micro e seus discípulos: – “Seus leitores têm grande dificuldade de detectar o novo, pois só acompanham opiniões alheias de colonistas midiáticos, e não forjam suas próprias com base em novas evidências empíricas que iluminam o presente e o futuro. Eles aprenderiam mais sobre a realidade interpretando novas estatísticas e pesquisas do que lendo esses repetidores do senso comum”!

Ele dizia que os “crescentistas” clamavam pela imediata expansão dos gastos governamentais, ignorando a fuga de capitais dos investidores amedrontados pela elevada relação entre a dívida pública e o PIB. Se o governo, então, gastasse mais, aí sim haveria necessidade de elevação superior da taxa de juros, para convencê-los a continuar carregando os títulos de dívida. Essa alta de juros provocaria entrada de capital que superaria a queda do saldo corrente derivado do aumento de importações, provocado pela elevação da demanda agregada. O predomínio do superávit no balanço de pagamentos levaria à apreciação da moeda nacional e à nova queda do saldo corrente. Enfim, a economia local não teria aproveitado nem do crescimento da economia mundial nem reduzido sua vulnerabilidade externa.

Pior, o debate degenerou-se para a mera crítica da (falta de) manipulação dos dois preços básicos de referência, a taxa de juros (para baixo) e a taxa de câmbio (para cima). Muitas vezes, observavam-se economistas da extrema-esquerda dizendo o mesmo que os da direita conservadora: – “Desce juros! Sobe câmbio!”. Era o encontro de interesses reduzido apenas a desgastar a imagem do governo.

A Micro afirmava que não via diferença substancial entre a crítica dos monetaristas e a dos keynesianos ao comportamento da autoridade monetária: – “Os seguidores do Friedman apontavam só o descontrole dos meios de pagamento, você e sua turma apontam somente os níveis da taxa de juros e da taxa de câmbio. Se aqueles eram chamados de ‘monetaristas’, os seus devem ser denominados de ‘juristas’... ou ‘cambistas’! Nada mais do que isso os diferencia.”

O Macro reagia lembrando que, na condução da política econômica, se exige mais “arte” do que “ciência” quanto à gradação do nível dos preços básicos. Dizia: – “É lógico que qualquer analista, ou mesmo cidadão, possa reclamar dos níveis em que estão ambas as taxas. É sempre possível outra combinação de instrumentos de política econômica, para colocar os preços fundamentais da economia no lugar certo”.

Como combinar a política monetária, a política fiscal e os regimes cambiais? O Macro explicava que existiam dezesseis situações possíveis de acordo com a combinação entre os dois regimes cambiais, os dois instrumentos de política econômica e os quatro graus de mobilidade de capital. Quanto à eficácia na busca de maior nível de emprego, com regime de câmbio fixo e a condição de haver certa mobilidade de capital, só a política fiscal atenderia a essa meta. Nesse regime cambial, a política monetária perderia toda autonomia, porque o impacto monetário da variação de reservas cambiais anularia o movimento inicial da oferta de moeda. Com regime de câmbio flexível, a margem de manobra tornar-se-ia maior. Dependendo do grau de controle de capital, determinante chave, as variações da taxa de câmbio restabeleceriam, quase automaticamente, o equilíbrio de balanço de pagamentos. Nesse regime cambial flutuante, a política monetária seria tão mais eficaz e a política fiscal tão menos eficaz quanto mais forte fosse a mobilidade de capital.

A Micro ironizava as lições de macroeconomia aberta. Clamava por total liberdade de movimentação de capital através de ampla abertura comercial e financeira. Queria adoção de taxa de câmbio fixa, embora, nesse ponto, houvesse conflito de interesses entre seus seguidores: os exportadores desejavam a moeda nacional desvalorizada, para lhes dar competitividade; aos importadores, pelo contrário, a sobrevalorização seria bem-vinda. E coroando todas essas demandas em relação à política econômica, ela reivindicava que a política monetária fixasse a taxa de juros em nível baixo.

O ex-cônjuge dizia que isso seria “trindade impossível”, o que demonstrava o grande desconhecimento das coisas que lhe interessavam por parte de sua antiga parceira. Os responsáveis pela política econômica não poderiam atender, simultaneamente, essas três reivindicações. Não havia outra alternativa: ou aceitava que a taxa de juros interna simplesmente seguisse a internacional, ou se restringia a mobilidade de capital, para que se pudesse usar políticas de esterilização do impacto

monetário do balanço de pagamentos com alguma eficácia, ou então se mantinha a livre mobilidade do capital e praticava-se política de juros independentemente do nível externo, mas permitindo a livre flutuação da taxa de câmbio.

Entretanto, eles já estavam na fase do “pensamento automático”. Tudo que um dissesse era escutado pelo outro como fosse a mesma ladainha de sempre. Controla capital! Baixa juros! Sobe câmbio! Freia inflação! Acelera economia! Façam tudo que o banco central mandar!

A ruptura definitiva de qualquer tentativa de diálogo deveu-se a conflito de interesses inconciliável. A Micro queria a depreciação da moeda nacional, para facilitar a competição no mercado internacional, e odiava seu ex-parceiro por jurar amor eterno a aquela megera, a alta Selic. O Macro jurava que a única missão dele na face da terra era combater a inflação, por isso, apenas cumpria ordem, quando sustentava a Selic. E câmbio flutuante, desculpando-se pelo pleonasma, flutua! Se a cotação do dólar estava baixa, a responsável não era nem a querida Selic nem a odiada liberdade de capital. O verdadeiro culpado era o extraordinário fluxo comercial!

Cada um deles possuía a sua lista dos fundamentos macroeconômicos necessários, embora não suficientes, para a determinação da taxa de câmbio adequada ao desenvolvimento econômico. Porém, praticamente ambos acabavam só enxergando a importância da condução dos diversos instrumentos de política econômica – política monetária, fiscal e cambial – de maneira a não gerar inconsistência dinâmica entre eles. Havia, na verdade, superestimativa do poder de controle e/ou determinação dessa política sobre a taxa de câmbio.

O que o Macro tentava sugerir, destacando os fundamentos, era o aparecimento, cedo ou tarde, de “posição de equilíbrio” ou centro de gravitação, para aquela variável econômica dinâmica como era a taxa de câmbio. Lembrava que os fundamentos determinantes da taxa de câmbio não se reduziam à paridade das taxas de juros. Havia a troca de bens e serviços e a própria paridade do poder de compra. Assim, o enfraquecimento da economia hegemônica e o crescimento da economia do resto do mundo eram muito mais relevantes, naquele momento, para a determinação da cotação da moeda padrão internacional das trocas. Ela se depreciava em todos os lugares.

A Micro cansou daquela “conversa de bêbado com delegado”, que não levaria a lugar nenhum. Jamais concordaria que os fundamentos macroeconômicos eram fatores suficientes para explicar a taxa de câmbio, em particular, no curto prazo. O Macro não levava em conta também os fatores especulativos, isto é, as “profecias auto-realizáveis”, e os políticos. Ela preferia, a partir de então, esquecer o Macro e focar apenas nas abordagens baseadas nas expectativas dos participantes do mercado de câmbio.

Não era mais possível a Síntese da Sra. Micro Neoclássica com o Sr. Macro Keynesiano. Reconheceram a incompatibilidade de gênios. Partiram, definitivamente, para a separação de bens. Fizeram, ao lado de cada, pilha do que ambos reconheciam, consensualmente, que era justo ficar com um deles. Quando começava alguma desavença, logo colocavam o tema em disputa na terceira pilha, para se discutir depois, e não atrapalhar a repartição. Assim, a Micro perguntava: – “Você concorda que eu fique com a decisão de fixar preços?”. Macro respondia: – “Sim, desde que seja meu o problema da inflação”. E assim foram adiante. Micro empilhou para si também as decisões de fixar a margem de lucro, as financeiras, de produzir, de gastar, enfim, quase todas elas. De seu lado, Macro juntou, além da inflação, o desemprego, o balanço de pagamentos, e insistiu até a Micro se dar por vencida a respeito das decisões de política econômica em economia aberta. Não foi possível a separação amigável dos temas “crise e tendência” e “desenvolvimento econômico”. As zonas conflitantes eram muitas. Exauridos, simplesmente, adiaram a resolução do impasse.

Segundo mecanismo de defesa: indiferença

Se tinha algo na Micro que irritava especialmente ao Macro era sua curva de indiferença. Ela achava que havia possibilidade de construir teoria econômica baseada somente em escalas de preferências individuais. Representaria todas as combinações possíveis de vários produtos que, para o consumidor, teria a mesma escala de preferência. Choramingava ele: – “Se ela tivesse de escolher entre eu ou outro, ela não saberia qual preferir, pois para ela não haveria diferença entre as combinações oferecidas”.

Pois a Micro resolveu radicalizar esse mecanismo de defesa, nessa fase da separação: postou-se com indiferença, tipo “estou pouco me importando”. Foi perdendo a identificação de outrora com o Macro, compensando com proporcional aumento do narcisismo. Abandonou completamente o holismo. Daí em diante, seguiria sim só seu individualismo metodológico. As explicações sobre os fenômenos sociais, políticos ou econômicos somente seriam consideradas adequadas se colocadas em termos de crenças, atitudes e decisões dos indivíduos.

Do lado do holismo, o argumento do Macro era que, como as ações humanas eram delimitadas e impulsionadas por normas, estas formavam o campo de estudo da investigação social. A explanação na ciência social deveria ocorrer em termos das motivações e intenções de indivíduos, moldadas por regras e instituições. Nesse caso, o tipo de conhecimento apropriado, socialmente, somente seria obtido colocando foco sobre essas regras e instituições. Pois bem, a Micro não queria mais saber disso! Ela dizia que os indivíduos criam todas as instituições sociais e, portanto, os fenômenos coletivos são simplesmente abstrações hipotéticas, derivadas das decisões de

indivíduos reais. No limite, ela reduzia todas as concepções da sociologia, da política e da economia àquelas da psicologia.

Partiu para a reação tipo “não quero nem ver”. Ficava muda diante do antigo amado. Não conseguia nem lhe cumprimentar. Sentia dor no peito (ou frio na barriga) quando se encontrava com ele, mas preferia fingir que não o viu. Depois que ele passava, olhava “uma última vez” e suspirava...

Optou pelo sumiço. Nunca mais deu notícia. Mas sempre se lembrava dele, quando era época do Congresso ou do Encontro Nacional e nenhum convite chegava. A volta à vida social era difícil, pois encontraria velhos conhecidos e antigas amizades. O passado se manifestaria.

Entre a fuga de si mesma e fugir dos outros, partiu para o desenvolvimento criativo do próprio potencial e voltar a viver plenamente. A opção inicial seria viver sozinha, multiplicando os estilos de vida, antes de novo relacionamento definitivo.

Aproximou-se, inicialmente, da Administração Financeira. Não foi difícil. Bastou aprofundar o conhecimento de três máximas da sabedoria popular. Não se deve colocar todos os ovos no mesmo cesto. Não se consegue enganar todas as pessoas durante todo o tempo. Tempo é dinheiro. Esses três temas – diversificação do risco, eficiência do mercado e fluxo de caixa descontado – formam o cerne da maioria dos cursos de Finanças. Percebeu também que era importante saber a diferença entre executivo financeiro e professor de Finanças: custo de oportunidade! Os custos não deviam ser considerados absolutos, mas relativos à segunda melhor oportunidade de benefícios não aproveitada. Quando a decisão excluía a escolha de outra, deviam-se considerar os benefícios não aproveitados decorrentes da decisão alternativa como custos de oportunidade. Aprendeu que os professores de Finanças não enriqueciam, justamente, porque ensinavam a muita gente as mesmas teorias e informações, de modo que o conhecimento que detinham já tinha sido utilizado para os participantes do mercado estabelecer as cotações dos ativos. O mercado era eficiente...

A consulta ao Dr. Berstein (1996) abriu-lhe novos horizontes. Ele lhe apresentou o que denominava de “Idéias Capitais”. Ele afirmava: “a revolução na teoria, ocorrida de 1952 a 1973, transformou toda a prática de investimentos com tal intensidade, que o mundo jamais conseguirá retornar à situação anterior ao início das grandes metamorfoses” (Berstein; 2007: XXIII). Todas as novas noções teóricas adotam aquelas idéias básicas como ponto de partida. Esses novos conceitos pouco devem a Keynes e quase tudo a Marshall. Mas a Micro não queria mais espezinhar o Macro. As Idéias Capitais construíram novo mundo à sua imagem e semelhança, aproximando teoria e prática. Melhor ainda, tais idéias eram usadas por expoentes em Wall Street e prometiam grandes fortunas!

A Micro voltou a ser feliz por se encontrar com ganhadores de Prêmio Nobel de Economia. Antes do ensaio de Harry Markowitz (1952), sobre seleção de carteiras, não havia teoria genuína sobre a construção de portfólios. Ele transformou o risco em peça central da gestão de portfólios, concentrando-se na própria essência dos investimentos: investir é apostar em futuro desconhecido. William Sharpe (1964) construiu o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros em que o risco desempenha o papel vital. Eugene Fama (1965) definiu os princípios da Hipótese do Mercado Eficiente, para explicar porque é tão difícil superar o mercado. Fisher Black, Myron Scholes e Robert Merton (1970) se defrontaram tanto com a avaliação quanto com a natureza essencial dos títulos derivativos, construindo teoria sobre precificação de opções.

As Idéias Capitais reuniam o conjunto de considerações sobre risco nas decisões. Elas mostravam o poder da diversificação, como fazer a precificação de ativos em mercados competitivos, inclusive desenvolvendo modelo de precificação de opções, enfim, salientavam os obstáculos às tentativas de superar os mercados. Entusiasmada, a Micro acreditou que a revolução desencadeada por essas idéias criou maneira inteiramente nova de encarar a natureza dos mercados financeiros, a teoria dos investimentos e o papel do futuro incerto em todas as decisões sobre investimentos

Toda essa aproximação da realidade ocorreu em termos de média e variâncias. O risco era o cerne de todas essas idéias. A idéia-chave de Markowitz era considerar o risco no mesmo plano do retorno. Enquanto o retorno da carteira diversificada equivale à média ponderada das taxas de retorno de seus componentes individuais, sua volatilidade, isto é, o risco, é inferior à volatilidade média desses componentes.

O risco de qualquer ativo é maior que o de carteira de ativos. O risco total desta é composto tanto pelo risco diversificável quanto pelo risco não-diversificável ou sistemático. Quanto mais ativos tiver, ou seja, mais diversificada for a carteira, mais se distribui o risco. A adição de novos ativos à carteira reduzirá sua variabilidade, ou seja, apenas o risco diversificável. Quando os movimentos dos retornos dos novos ativos são diferentes dos movimentos dos ativos existentes na carteira, o risco total da carteira é reduzido. Se os investimentos adicionarem títulos com os mesmos padrões de dispersão e o mesmo movimento dos títulos já existentes na carteira, o risco total da carteira permanece o mesmo. Logo, a idéia-chave é encontrar títulos que se movimentem de modo diferente, para reduzir o risco diversificável.

A procura por títulos com movimentação diferente torna-se mais fácil com o uso da medida chamada covariância. A covariância é método estatístico para comparar o movimento de diversas variáveis, no caso, os retornos dos títulos em carteira. O coeficiente de correlação (R) é substituto para a covariância, apontando a correlação entre os retornos dos ativos, isto é, como um se movimenta em relação ao outro.

A matemática do risco inclui o conhecimento da teoria da probabilidade e o entendimento de como os riscos e o retorno da carteira são tratados em conjunto por modelos para simplificar a mensuração de risco. O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*) compara ou correlaciona os retornos de cada ação individual aos retornos do mercado. O mercado é o padrão ou denominador comum para a obtenção do que é conhecido com risco não-diversificável ou risco sistemático.

Naquele momento de euforia pelo descobrimento da nova maneira de pensar, que prometia grandes ganhos financeiros, a Micro não deu muita importância para esse detalhe: “a diversificação não é garantia contra o prejuízo, apenas contra perder tudo de uma vez” (Berstein; 1997, p. 337). Isso lhe custaria caro mais adiante, por ocasião de nova crise sistêmica do mercado, ou seja, quando o risco não-diversificável passaria a ser equivalente à certeza de perda.

O CAPM relaciona os riscos não-diversificáveis previstos aos retornos esperados, partindo da premissa que existe relacionamento estreito entre os retornos dos títulos individuais e os retornos do mercado, onde se considera os ganhos de capital e os dividendos. Pressupõe a Teoria do Mercado Eficiente, devido à rápida assimilação de toda a informação disponível. Inclusive, tautologicamente, define “mercado eficiente” como aquele em que se confirmam as previsões do CAPM.

A medida da sensibilidade ou o risco de uma ação (R_a) comparada ao retorno médio do mercado (R_m) é chamada de *beta* (β). Se o β do mercado for igual a 1, todos os títulos que tiverem $\beta > 1$ serão mais arriscados que o mercado, e vice-versa. Na seleção de carteira, investidores que selecionarem ações com β menores terão, provavelmente, retornos menores que aqueles que selecionarem ações com β maiores e, portanto, mais arriscadas.

Em vez de usar a inclinação ou declividade de cada curva característica das relações entre os retornos de ações e o retorno do mercado, para calcular o β , esse valor de risco pode ser calculado da seguinte forma: $\beta = (\sigma_a / \sigma_m) P_{a,m}$. Determinados os desvios-padrão das ações (σ_a) e do mercado (σ_m) e o coeficiente de correlação ($P_{a,m}$), o β pode ser determinado dessa forma alternativa. Quanto menor for o coeficiente de correlação ($P_{a,m} < 1$), menor será o risco diversificável ou *beta* (β).

Enquanto o *beta* (β) refere-se a como compor e precificar portfólios à luz do comportamento dos mercados, o *alfa* (α) representa retornos acima ou abaixo do previsto pelo Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. Como questão prática, no mundo real dos profissionais, *alfa* (α) refere-se à realização de retornos acima de algum paradigma (*benchmark*), como o Índice Bovespa, depois do ajuste pelo risco. As inovações financeiras dos praticantes, isto é, investidores ativos, visam a busca por retornos excedentes, ou *alfa* (α), através da invenção de estratégias e novos tipos de

instrumentos financeiros. A dúvida é: elas impulsionam o mercado para a modalidade de respostas previstas na teoria?

Maravilhada mesmo ficou a Micro com a Teoria dos Mercados Eficientes de Eugene Fama. Ela afirma que os investidores são indivíduos racionais que trabalham unicamente sobre a base da informação e não da intuição. Portanto, os preços vigentes em cada momento, nos mercados financeiros, são eficientes, já que refletem toda a informação pertinente. A informação é, normalmente, assimétrica. Deixa brechas de ineficiência que podem ser aproveitadas. Sempre há operadores que são capazes de obter a informação pertinente de maneira melhor, ou antecipada, que os demais. Conseguem rendimentos relativos melhores.

A Teoria do Mercado Eficiente supõe que os preços dos ativos financeiros já levam em consideração todas as informações disponíveis, ao alcance de todos os que atuam no mercado. Como todas as informações sobre o passado que existem estão embutidas no preço vigente, o único fator que altera seu preço é a chegada de nova informação. A nova informação ser positiva ou negativa é evento aleatório, logo, os preços dos ativos seguem caminho aleatório [*random walking*].

A primeira implicação relevante deste raciocínio é que a análise fundamentalista, baseada na teoria macroeconômica, não é útil para prever a alteração no preço de qualquer ativo. (Ah, se não estivesse tão indiferente ao Macro, a Micro gostaria de lhe esnoabar...) Para isso, se requer que se antecipe qual a notícia [*inside information*] sobre ele que será divulgada no futuro. A segunda implicação é que qualquer lucro anormal exige que se detenha informações que os outros não têm, ou que se possa interpretar melhor as informações existentes. Então, essa Teoria deduz que todas as oportunidades de lucros em excesso (acima de taxa normal com dado risco) são rapidamente anuladas pela concorrência. Apenas raros investidores altamente qualificados descobrem estratégias para superar os mercados com certo grau de consistência aceitável, isto é, por vários anos, seguidamente.

Mercado eficiente, enfim, é aquele em que a informação está amplamente disponível para todos e a baixo preço. Como qualquer nova informação reflete-se imediatamente nos preços, os investidores devem esperar receber apenas o retorno normal a não ser que corram risco maior. Por questão de sorte, muitos investidores superarão o mercado em certos momentos – “o mercado”, afinal, é a média dos resultados do que todos investidores estão fazendo. Assim, o desempenho de alguns será melhor que o do mercado, ao passo que o de outros será pior. Isso não é o mesmo que superar o mercado, depois do ajuste ao risco, de maneira consistente, ano após ano.

Finalmente, a terceira idéia-chave de que “tempo é dinheiro” refere-se ao fato de que qualquer quantia de dinheiro, se recebida hoje, vale mais do que a mesma quantia recebida no futuro. Ela está na raiz do princípio de que todos os fluxos de caixa

futuros devem ser descontados, isto é, trazidos a valor presente, para se calcular o valor do negócio. Todos os modelos de avaliação de risco de mercado consideram os valores de mercado de ativos (ou passivos) como conceitualmente igual aos seus fluxos futuros de caixa descontados.

A Micro se queixava, antes, que o Macro debatia sobre a variação da taxa de juros apenas sob o aspecto do impacto macroeconômico. Ele não levava em consideração os modelos de avaliação de risco da Administração Financeira, o que o ajudaria entender porque, mesmo com manutenção ou queda da sua amada taxa básica Selic, o Spread bancário se mantinha ou mesmo se elevava. A queda na taxa de captação não provocava diminuição semelhante na taxa de empréstimo. Mas o ciúme em relação ao Spread cegava o Macro...

“Se não estiver disposto a perder, o banco não ganha”, diz máxima que circula entre os pequenos banqueiros. Entre os maiores banqueiros, circula outra que afirma: “o importante não é ganhar, mas sim não perder”... O fato é que banco utiliza recursos de terceiros para fazer empréstimos. Não pode perdê-los, seja com a economia em expansão, seja em crise. O pior para depositantes e investidores seria a quebra do banco onde possuem aplicações. Sua principal responsabilidade é devolver o que capta.

As captações, geralmente, têm características de taxas, prazo e liquidez distintas das apresentadas pelos empréstimos concedidos. Ao produzirem esse descasamento entre os fluxos de caixa dos passivos e dos ativos, os bancos expõem-se ao risco de variação de taxa de juros.

Sempre que o banco possui ativos com prazo mais longo do que o de seus passivos, expõe-se ao “risco de financiamento”. Este é o risco de que o custo de renovação ou reconstrução de recursos seja superior à taxa de retorno de investimento em ativos. Mantendo ativos com prazo mais curto do que o de seus passivos, o banco enfrenta incertezas quanto à taxa a qual poderá reaplicar fundos captados por prazo mais longo. Esse “risco de reinvestimento” ocorre também quando capta recursos por meio de depósitos a taxas fixas (prefixadas) e empresta com taxas flutuantes (pós), sujeitas a freqüentes ajustes.

Os retornos do banco são decorrentes de sua atuação como especialista na arriscada transformação de ativos, por exemplo, apostando em queda dos juros, capta pós em prazo menor e empresta com taxa prefixada em prazo maior. Assim, eleva seu spread ao pagar menos a taxa vigente no futuro e cobrar ainda pela taxa mais alta em vigor.

Somente com o casamento das durações médias [*durations*] de seus ativos e passivos, ou seja, levando em conta o momento exato de ocorrência de fluxos (entrada ou saída) de caixa, poderia o banco proteger-se contra o risco de variação de taxa de

juros. Se este casamento ocorresse, não teria risco da alteração do patrimônio líquido do banco torná-lo negativo, devido à diferença entre a alteração dos valores de mercado dos ativos e a dos passivos, nos dois lados do balanço. Mas como esse casamento raramente ocorre, na realidade, ele precifica todos os riscos, inclusive o da inadimplência, e os repassa para os devedores adimplentes. Infelizmente, “os justos pagam pelos pecadores”.

O valor de mercado de qualquer ativo (ou passivo) é conceitualmente igual aos seus fluxos futuros de caixa descontados, isto é, trazidos para seu valor atual. Portanto, o aumento da taxa de juros básica eleva a taxa de desconto aplicável a esses fluxos de caixa e reduz o valor de mercado do ativo ou passivo. Inversamente, a queda de taxa de juros aumenta os valores de mercado de ativos e passivos. Assim, há empecilhos para a redução de forma drástica e imediata da taxa de juros básica sob o ponto de vista do “efeito riqueza”. A Micro questionava o Macro: – “Qual é a legitimidade de um poder não eleito, i.é, tecnocratas supostamente detentores de informações privilegiadas e de seu conhecimento ímpar, arbitrar súbita transferência de riqueza para detentores de títulos prefixados?” Ela insistia que o processo tinha de ser sinalizador de tendência e gradual. Tratamento de choque poderia agravar a instabilidade.

As aplicações das Idéias Capitais, ainda segundo o que a Micro consultou do Dr. Bernstein (2008), se transformaram em procedimentos operacionais ortodoxos na gestão cotidiana de carteiras de investimentos e nas negociações de títulos e valores mobiliários em todos os lugares. A centralidade do *trade-off* entre risco e retorno esperado permeia todas as decisões de investimento. A noção de que “é difícil superar o mercado” é, hoje, sabedoria convencional. Os princípios das finanças empresariais se alteraram. O *beta* (β) e o *alfa* (α) se converteram em ingredientes fundamentais dos métodos mais sofisticados de gestão de carteiras e de avaliação do desempenho dos investimentos. As novas estruturas de portfólio, sobretudo na forma de fundos de hedge, e o aumento da aceitação das vendas a descoberto têm raízes profundas nas Idéias Capitais. A proliferação de produtos, de estratégias e de inovações decorrentes do Modelo de Precificação de Opções resultou no total do valor nominal dos derivativos em aberto no total de trilhões de dólares, várias vezes superiores à soma de todos os PIBs.

Os investidores cada vez mais se baseavam nas Idéias Capitais para suas decisões, mesmo que essas teorias não tenham sobrevivido aos testes empíricos submetidos pelas Finanças Comportamentais. Portanto, não era mais possível compreender o estado do mundo sem levá-las em conta. A Micro estava eufórica!

As premissas básicas desses modelos eram, sabidamente, artificiais, o que significava que sua aplicação direta para a solução de problemas de investimentos em tempo real não raro era impossível. Os teóricos sabiam que “o mundo real era diferente

de suas definições abstratas”. De acordo com o monismo metodológico, isto é, o método científico aplicável a todas as ciências, independentemente de seu campo de estudo, era necessário testar a aderência estatística do modelo teórico sobre como os mercados funcionavam, como os investidores interagiam uns com os outros e o papel dominante do risco em todo o processo de investimentos.

O pressuposto da racionalidade dos investidores era, aparentemente, irrealista. Bastava observar a alta volatilidade, as bolhas e os colapsos, o “curto-prazismo”, as inconsistências no uso de informações no mercado financeiro. Mesmo assim, as Idéias Capitais permeavam todas as decisões de investimentos.

Isto ocorreu até que o questionamento das Finanças Comportamentais, para o reexame de certas premissas básicas, deu origem a novas perspectivas para essas idéias originais. A Micro tinha de se encaminhar na nova realidade, reorganizando sua vida teórica, captando novas dimensões de vida. Senão, correria o risco de repetir a própria trajetória, em que o passado tão rejeitado com o Macro se manifestaria novamente. Partiu para a auto-subversão de suas idéias. Ah, se o Macro tivesse a sabedoria para fazer o mesmo...

Terceiro mecanismo de defesa: fuga para adiante

Como o “não me importo” não funcionou, inteiramente, acionou-se novo mecanismo de defesa psicológica para suportar a separação: a fuga para adiante. A Micro arquitetou fuga na atividade, já que era conformista e obcecada pelo dever. Outra alternativa assumiu o Macro: a fuga em busca de prazeres. Sua libido procurava novos objetos de desejo. Nesse caso, tornava-se importante o mecanismo de substituição: mata-se melhor quando já se tem substituto para o outro, embora a escolha seja feita de maneira equivocada. Do flerte com a Econometria, houve a geração quase natural de rebentos. Nasceram muitos “modelinhos”.

Micro passou a ser auto-subversiva ao se concentrar em questionar, modificar, qualificar e, de modo geral, complicar algumas de suas proposições anteriores a respeito das teorias das escolhas racionais. Considerou-as, na melhor hipótese, aproximadas e incompletas, pois a escolha é processo construtivo e contingente. Reconheceu que, quando diante de problema complexo, as pessoas usam atalhos e operações de edição. Descobriu que há repetidos padrões de irracionalidade, inconsistência e incompetência nas formas como os seres humanos chegam às decisões e escolhas diante da incerteza.

Os modelos teóricos baseados no *homo economicus* supunham quase como dogma a racionalidade humana. Diziam que, caso o comportamento dos agentes econômicos não fosse racional, seria aleatório e tornaria impossível a repetição e a regularidade que permitiam aprendizagem e teorização. Mas novas experiências

deduziram que não há razão para concluir que a freqüente ausência de racionalidade, como originalmente definida, resultaria em mundo caótico.

A pesquisa mais influente sobre como as pessoas administram o risco e a incerteza foi conduzida por dois psicólogos israelenses, Daniel Kahneman e Amos Tversky. Após servirem nas forças armadas israelenses, na década de 1950, colaboraram entre si e conquistaram adeptos entre acadêmicos e profissionais no ramo das finanças e investimentos, onde a incerteza influencia todas as decisões. Kahneman e Tversky articularam seus conceitos no que chamam de Teoria da Perspectiva ou do Prospecto, no sentido “do que é provável”.

Kahneman e Tversky discordam do pressuposto de que “somente o comportamento racional consegue sobreviver em ambiente competitivo, caso contrário, ele seria caótico e incontrolável”. As evidências indicam que as escolhas humanas são ordeiras, embora nem sempre racionais de acordo com os padrões das Idéias Capitais. Como as decisões ordeiras são previsíveis, não há base para o argumento de que o comportamento será aleatório e inconstante, meramente por não se ajustar, perfeitamente, a pressupostos teóricos rígidos.

Existe nítido contraste entre as generalizações baseadas nas teorias racionalistas e aquelas baseadas em experiências nos laboratórios de psicologia. Os pesquisadores absorveram a crítica que estas ocorreram em situações hipotéticas, onde as penalidades pelos erros foram mínimas. Mas houve notável persistência manifestada na ampla variedade de experiências que testaram a hipótese da escolha racional. Estudos do comportamento dos investidores nos próprios mercados de capitais revelaram que grande parte das hipóteses que Kahneman e Tversky formularam no laboratório foi confirmada.

As Finanças Comportamentais, novo campo de interesse da Micro, vem se dedicando, especificamente, ao exame do comportamento dos mercados, com base na Psicologia Econômica dos investidores. O estudo desse comportamento na tomada de decisão revela que, como mostra Dra. Mello (2008: 179), dificilmente haverá regras gerais para todos os investidores, porque os mercados financeiros são complexos e de apreensão muitas vezes difícil pelo intelecto comum. A evolução do mercado é fruto de inúmeras variáveis, muitas das quais imponderáveis. Indivíduos e coletividades apresentam diferenças de pontos de vista, hábitos e expectativas. Quase é impossível formular formas ideais de investir ou administrar o dinheiro em geral.

Se todos os investidores fazem o mesmo, procurando agir na mesma direção, quando se trata de investir, por exemplo, comprando determinada ação, ela se valorizará demasiadamente até que, na reversão, não haverá chances para todos aqueles que a compraram realizar o ganho. Há certa assimetria nos mercados, que assegura ganhos para alguns e perdas para outros, que estão em posições distintas. É impossível

a prescrição de receitas gerais e infalíveis sobre como se relacionar com o dinheiro: não há apenas uma única racionalidade.

Dadas as infinitas complexidades nas mentes humanas, há grande possibilidade de haver discrepâncias entre elas. Os perfis dos investidores são, portanto, distintos, inclusive por diferentes ciclos de vida, posses e capacidades de lidar com risco. É comum o auto-enquadramento em um dos três típicos perfis – Especulador, Moderado ou Conservador – ir se alterando a cada etapa da vida, pessoal e profissional.

Há cinco categorias de erros recorrentes por parte de investidores. O primeiro é o excesso de confiança. Em geral, as pessoas tendem a confiar demasiadamente na própria capacidade de tomar decisões. Há crença otimista de que são capazes de escolher aplicações que terão melhores resultados que a média do mercado. A tendência a freqüentes negociações por parte do investidor, exacerbadas no caso do negociante intra-dia [*daytrader*], principalmente daqueles iniciantes que operam via PC e internet [*home broker*], impõe muitas despesas com custos de transações. As alternativas a essa prática são aplicações em fundo indexado ou carteira diversificada de ações, desde que ambas sejam mantidas em prazo suficientemente longo para colher bom resultado de maneira sustentada.

O segundo erro diz respeito às ilusões otimistas. A comparação das crenças anteriores com os resultados precisos dos investimentos revela, geralmente, discrepâncias importantes entre o que se supunha (*ex-ante*) e o que, de fato, ocorreu (*ex-post*). Mas raramente os investidores fazem isso: comparar os resultados esperados de suas decisões com o desempenho efetivo do mercado, devido à necessidade psicológica de estar em contato apenas com boas notícias. A preferência é manter o otimismo, assumindo o auto-engano. Neste ponto a Micro retomou sua fúria contra os macro-economistas “midiáticos”. Estes “profetas do óbvio sem data marcada” mantêm essas ilusões só apresentando evidências assistemáticas, para omitir a constatação de conselhos equivocados dados no passado.

O terceiro equívoco é a negação da existência do evento aleatório. A tendência a acreditar que o acaso é justo, e não apenas fenômeno aleatório, leva a tentar identificar, nele, padrões (ou compensações divinas) que não existem na realidade. Os investidores, assim como os jornalistas econômicos, costumam fazer correlação espúria ou transformar correlação em causalidade. Essa tendência pode se expressar nas previsões sobre ganhos futuros baseadas no desempenho passado. O argumento de que haverá regressão à média – “resultados muito acima (ou muito abaixo) da média tendem a retornar a ela” – exige a resposta à perguntinha simples: quando? O mercado pode se comportar “irracionalmente” em tempo tal que nem mesmo o mais paciente entre os investidores “longo-prazistas” agüenta esperar esse retorno...

O quarto problema comum refere-se à ancoragem e ao adiamento. Em oposição aos investidores ansiosos [*daytraders*], que negociam, freneticamente, em busca de melhores retornos, há os com viés do *status quo*. Investidores lentos preferem guiar-se por aquilo que lhes foi oferecido, em determinado momento, e com o qual se comprometeram, sem rever essa estratégia, mais tarde, e verificar o acerto (ou não) em vista dos resultados auferidos. Há também a resistência por parte de alguns agentes econômicos a realizar qualquer tipo de investimento, preferindo-se manter, por muito tempo, o dinheiro inativo na conta-corrente, arcando com custo de oportunidade.

A Teoria da Perspectiva relacionou o quinto comportamento irracional recorrente entre investidores à psicologia humana. A tendência à manutenção de ações quando seu preço fica abaixo daquele pelo qual foram adquiridas, como estratégia (equivocada) para evitar sentir-se perdedor. Também ocorre, na tentativa de se “assegurar” de que são vencedores, a venda de ações logo que têm preço acima do valor pelo qual foram compradas, independentemente da perspectiva de alta e da desvantagem tributária. Em vez do comum erro de se apegar a fundos mútuos que estão perdendo e vender fundos que estão ganhando, a estratégia correta seria aplicar ou resgatar com base no desempenho que o investidor espera que ele tenha no futuro. Nesse caso, o valor da cota do investimento inicial no fundo deixa de ter pertinência para as decisões subseqüentes. Trata-se de âncora arbitrária e irrelevante.

Paradoxalmente, a Micro se deparou com a maior de todas as anomalias: mesmo conhecendo os comportamentos irracionais dos investidores, o mercado age como a racionalidade predominasse. Embora as Finanças Comportamentais alegassem que a grande maioria dos investidores incorria em irracionalidades sistêmicas, os gestores de investimentos não concluíram daí que o mercado como um todo era irracional. Lembraram da definição de hospício: “lugar onde os que estão não são – e vice-versa”. Afinal, nenhum “louco” se reconhece como tal. E nem louco rasga dinheiro!

Para surpresa da Micro, ela teve que “dar o braço a torcer”, a irracionalidade microeconômica não implicava em mercado ininteligível! Ah, se o Macro soubesse que ele não é tão irracional como ela pensava... Mas será que isso o torna previsível, ou seja, inteligível *ex-ante*? Ele só pode ser apreendido pelo intelecto e não pelos sentidos?

A Micro voltou a consultar o Dr. Berstein (1997). Ele lhe sugeriu aplicar teste para determinar se o mercado, onde realmente importa, age como se a racionalidade predominasse. Caso houvesse a predominância do comportamento irracional, este deveria fornecer incessantes oportunidades de “gritar truço”, “passarem adiante o mico preto” ou “pegarem cadeira antes dos outros”. Esse seria o efeito da diligência das Finanças Comportamentais, exercendo sua missão de “Polícia da Teoria Racionalista”

ao capturar investidores no ato de violar os preceitos do comportamento racional. Samuelson, conhecido macro-economista, ironicamente, definiu as Finanças Comportamentais como “estudo de pessoas que não fazem as coisas mais racionais, conforme o julgamento de professores assistentes de Finanças” (Berstein; 2007, p. 43).

Se essas oportunidades não se apresentarem, ou se forem breves demais para propiciar vantagem, pode-se supor que o mercado é racional, embora se reconheça a atuação de muitas forças irracionais nele. Na realidade, existem pouquíssimas oportunidades de lucrar apostando contra investidores irracionais, embora sejam tantos os indícios de sua presença no mercado. Dessa maneira, onde importa, o comportamento do mercado conforma-se ao modelo racional. Fica caracterizado o sofisma da composição: decisões microeconômicas irracionais não implicam no mercado (resultado macroeconômico) não ser racional e/ou inteligível.

Se todos os investidores passassem pelo mesmo processo de pensamento racional, os retornos esperados e os ajustes para levar em conta os riscos pareceriam ser os mesmos para todos em posse das mesmas informações no mesmo momento. Na eventualidade improvável de que uns poucos investidores sucumbissem ao comportamento irracional, eles acabariam comprando caro e vendendo barato, enquanto os investidores melhor informados estariam, na “ponta oposta”, impelindo os preços de volta à avaliação racional. Sendo assim, os preços mudariam apenas quando novas informações chegassem de modo aleatório.

No hipotético funcionamento do mercado de maneira plenamente racional, ninguém conseguiria superar, continuamente, o desempenho do mercado como um todo; todas as oportunidades seriam exploradas; em qualquer nível de risco, todos os investidores aufeririam a mesma taxa de retorno. Acontece que, no mundo real, os investidores parecem ter grandes dificuldades em superar uns aos outros de algum modo sistemático, confirmando essa hipótese.

As Finanças Comportamentais exploram certas idiosincrasias (características comportamentais peculiares) humanas como a falha da invariância, o enquadramento e a ilusão de validade, adotando-as como o principal argumento no confronto com as premissas do modelo racional que sustenta a estrutura das Idéias Capitais. A pergunta-chave que a Micro teria de responder era: será que o conhecimento das Finanças Comportamentais cria condições para que esses investidores sabidos superem os mercados? O critério definitivo para o julgamento delas é se os investidores ganham dinheiro com ela.

A argumentação em favor da ineficiência dos mercados aponta como evidência a precificação irracional no mercado como um todo nos ciclos de crescimento e recessão. Pode ocorrer subavaliação maciça do mercado de ações, indiferentemente à melhoria dos fundamentos. A chamada “bolha racional” infla nas condições em que

investidores racionais, capazes de identificar falhas de precificação produzidas pelos “mercadores de boatos” [*noise traders*], seguem a multidão. Partem na presunção de que tal exuberância irracional é a oportunidade para ganhar dinheiro e de que agirão com inteligência suficiente para sair a tempo. Seguir a tendência, “surfar a onda”, “comportar-se como a manada”, “fazer tudo que seu mestre mandar”, enfim, explorar a bolha de preços, durante algum tempo, em contexto de irracionalidade, pode ser a melhor estratégia inclusive para investidores “racionais”. Só não podem entrar em euforia e esquecer que as anomalias são ocorrências aleatórias. Quanto mais duradouras as anomalias, mais frágeis se tornam.

Portanto, as evidências não sugeriam à Micro que ela devia abandonar a tese da eficiência do mercado. Mas a questão dela não era saber se os mercados atuavam exatamente da maneira prescrita pelas Idéias Capitais. Ao contrário, a surpresa foi reconhecer que essas idéias racionalistas sobreviveram aos ataques da ala dos comportamentalistas.

Como o Dr. Berstein (2007) explicou à Micro, isto ocorreu não porque algumas das anomalias se compensam mutuamente, mas porque todos os ensinamentos da Moderna Teoria das Carteiras se resumem, simplesmente, em dizer que a gestão financeira trata de negócio arriscado. E a contribuição das Finanças Comportamentais permitiu aprofundar a compreensão desse negócio.

Embora os modelos comportamentais contribuam muito para o desenho institucional, eles não contribuem tanto para explicar os preços dos ativos. Nesse campo, as Finanças Comportamentais não substituirão as Finanças Clássicas até que se revogue a lei da oferta e da demanda. Mas todas as falhas de precificação, isto é, todos os preços em que os retornos esperados e os níveis de risco não se alinham sistematicamente, decorrem da heurística adotada por cada investidor na complicada tarefa de avaliar ativos financeiros.

Dessas anomalias comportamentais nasce o *alfa* (α). Os gestores racionais querem que investidores continuem fazendo “o que não dá certo”, pois assim têm condições de captar mais *alfa* (α). O novo foco, na fronteira desse debate teórico, está em descobrir como os conceitos podem ajudar gestores ativos a superar o mercado e atingir o *alfa* (α). Combina-se a melhor compreensão das Idéias Capitais com as contribuições das Finanças Comportamentais, para criar aplicações engenhosas na área de gestão de investimentos. Como as coletas de informações são dispendiosas, deve haver ruído no sistema de preços para que os operadores possam obter retorno com elas.

O Paradoxo das Finanças Comportamentais, conforme ensinado pelo Dr. Berstein (2007), está que, de um lado, elas se tornaram ferramenta básica dos gestores ativos que buscam aumentar o *alfa* (α). De outro, em consequência da procura de

falhas de precificação nos mercados, elas passaram a atuar como força motriz da evolução rumo à Hipótese do Mercado Eficiente, que ela tanto critica.

Se os gestores ativos ignorem as Finanças Comportamentais por estarem convencidos de que o mercado é dominado por operadores eficientes, eles se resignarão em simplesmente acompanhar *benchmarks*. Se todos se transformarem em investidores passivos, os livros sobre essas pesquisas comportamentais “mofarão”, pois ninguém mais se interessará em identificar falhas de precificação. A dedução final do Dr. Bernstein (2007) é que os autores de Finanças Comportamentais, ao apontarem essas falhas, foram os que mais se empenharam para transformar em realidade a Hipótese do Mercado Eficiente.

Epílogo: resignação e racionalização

Ocorrem, enfim, a resignação e a racionalização, tipo “foi melhor assim”...

Esses mecanismos de defesa psicológica, para suportar a separação, não aparecem, necessariamente, nessa ordem, nem são estanques. Entrelaçam-se e são, mais ou menos, conscientes. Muitas vezes, há “vai e volta”. Não se resiste a qualquer encontro casual. Se o ex ou a ex estiver desacompanhado(a), parte-se logo para o ataque. No dia seguinte, volta tudo ao normal. Depois de muito tempo, apesar das turbulências, podem se fingir de “grandes amigos” (ou virar de fato). Conversam sobre tudo. Só não rolam papos íntimos sobre o atual amor. O mais difícil nesse tipo de resolução pela separação é aceitar a morte do outro em si mesmo e, sobretudo, sua própria morte, que acontece na consciência do ser amado.

Levada a cabo a separação entre o Macro e a Micro, após solução aparentemente definitiva, surge às vezes súbita necessidade de reconciliar-se. Diante do fato consumado, voltam à mente todas as razões do vínculo de apego antes vivido e ainda não totalmente rompido. De repente, com a explosão da crise sistêmica, eles se lembram que não concluíram, na separação de bens, quem ficaria responsável por ela!

As causas da crise, como em todo o fenômeno de dimensão social, ambos acabam reconhecendo, são múltiplas. Para ordenar as explicações, consensualmente, resolvem englobá-las em três dimensões. Os determinantes das cotações de ativos, isto é, dos preços das distintas formas de manutenção de riqueza, são agrupados em “fundamentos”, “regulação” e “auto-regulação” das forças de mercado.

Macro e Micro têm então o difícil reencontro depois da separação. Tiveram de reconhecer que os fundamentos macroeconômicos da economia hegemônica no mundo não eram adequados. O déficit fiscal extraordinário teve impacto sobre a dívida pública. O Tesouro, que sempre conseguia vender títulos da dívida pública no mercado, inclusive a instituições estrangeiras, teve problema quando muitos países

diminuíram sua exposição a esses *treasuries*, mesmo sendo considerados os papéis mais seguros no mercado global. Os déficits registrados nas relações comerciais com seus principais parceiros levaram ao tremendo déficit no balanço de transações correntes. O fluxo de financiamento das contas correntes derivava dos superávits externos de quase todo o resto do mundo. A dívida externa se elevava. Na verdade, os macro-economistas gostavam muito de pregar austeridade e cumprimento do “dever de casa” para economias forâneas, mas não seguiram a cartilha “em casa”...

Resultado dessa análise dos maus fundamentos: a moeda da potência hegemônica foi sendo depreciada. Com a depreciação da moeda nacional e a elevação dos preços das *commodities*, encareceram as importações “baratas”, que antes permitiam certo controle da taxa de inflação. O banco central, já assustado com a “inflação de ativos” (ou o efeito riqueza derivado da “bolha imobiliária”), resolveu elevar a taxa de juros. Resultado: explodiu a “bolha imobiliária”, pois os preços dos imóveis começaram a declinar. Surpreendido pelas graves conseqüências do *crash*, voltou a recolocar a taxa de juros básica abaixo mesmo do patamar anterior.

A tentativa canhestra de regulação do mercado via política de juros, promovida pelo banco central, depois da explosão da “bolha de ações”, no final da década anterior, conseguiu evitar desastre maior no mercado acionário e no endividamento das famílias, naquele momento. Mas se relaciona, posteriormente, com a formação e a explosão da “bolha imobiliária”. A redução dos juros no mercado imobiliário estimulou a renegociação dos contratos hipotecários, provocando o “efeito riqueza”. Gerou sobra de renda e sensação de enriquecimento patrimonial que funcionou como estímulo ao consumo. O consumo das famílias representava a maior parte do PIB.

Quanto ao mito da auto-regulação do mercado, o que ocorreu? O *crash* foi detonado pela queda dos preços dos imóveis e também redução do valor de outros ativos como ações, em especial, mas também alguns ativos de crédito securitizados. A tendência de alta pode ser sustentada por inércia do mercado (“comprado”), mas quando deixou de ser auto-sustentada pela crença em bons fundamentos, começou seu questionamento e a inflexão. A tendência oposta, isto é, de baixa, gerou então viés na outra direção (“vendido”), causando aceleração catastrófica que pode ser qualificada como *crash*.

A Micro ficou surpreendida pela crise sistêmica e o fracasso generalizados dos modelos de avaliação de risco. Reconheceu a super-estimativa de seu poder de mitigação dos riscos. Todas as Idéias Capitais perderam valor. A Teoria da Seleção de Carteira baseava-se na hipótese de que os diferentes mercados e ativos financeiros não tinha excessiva correlação, o que não se verificou com a ocorrência do “efeito contágio (ou dominó)”. O Modelo da Avaliação das Opções de Fisher Black e Myron Scholes, para a utilização de derivativos, sendo muito eficaz, em períodos de normalidade, para

reduzir a exposição ao risco, aumentou a vulnerabilidade ao risco das posições assumidas, em situação de CGC (Crise Geral do Capitalismo), como diziam os marxistas. Foi quando houve a “evasão rumo à qualidade” e a “evasão rumo à liquidez”. Desapareceu a figura do especulador nessas horas que mais se precisava dele.

O Modelo de Fixação dos Preços dos Ativos Financeiros de William Sharpe e Robert Merton, por pura matemática (e não por análise fundamentalista), praticamente, indexava todas as carteiras ao índice representativo do mercado. Com o pânico, gerado na crise, não se distinguia, adequadamente, os diferentes tipos de risco, devido às diferenças de solvência e liquidez, atribuindo-lhes o ágio (ou o desconto) correspondente.

Nos Modelos de Avaliação de Preços através de Arbitragem de Stephen Ross, a rentabilidade das operações de arbitragem se reduzia à medida que as ineficiências iam sendo arbitradas por todos os investidores. Passou-se, então, a arbitrar ativos de maior risco, e a aumentar o volume de posições em cada aposta, por meio de alavancagem financeira. Esta alavancagem, propiciada pelos empréstimos bancários tomados, indica a medida que o endividamento financiava operações ativas do investidor, elevando a taxa de retorno sobre os capitais próprios correspondentes. Quando ela era positiva, o uso de capital de terceiros gerava rentabilidade que compensava os custos impostos a partir de seu uso. Nesse caso, a taxa de lucros líquidos sobre o capital próprio era menor que a taxa de lucro mais despesas financeiras sobre capital próprio mais capital de terceiros: $([LL + DF] / AT) - (LL / PL) > 0$. O problema grave foi que, na crise de crédito, empoçou a liquidez e desapareceram os refinanciamentos. Ocorreu a “desalavancagem” e a deflação de ativos.

Os Modelos de Controle do Risco (VaR – *Value at Risk*) foram concebidos para identificar o máximo possível de perda de determinada carteira, durante certo período, e com grau de confiança definido. O problema surgiu porque as crises financeiras não são acontecimentos que seguem distribuição normal “em forma de sino”, pressuposta nos modelos. Cada qual tende a ser diferente das referências passadas. Como desapareceu a liquidez, não se puderam liquidar as posições tomadas.

A matéria prima dos modelos de administração de risco são os dados do passado. O passado raramente revela quando irromperá a turbulência no futuro. A surpresa é endêmica, sobretudo, no mundo das finanças. Não se pode informar ao computador “dado sobre o futuro”, porque ele é inacessível. Dado é do passado; não há dado do futuro.

Naquele momento grave de crise, a Micro lembrou-se de que algo que tinha denegrado a importância antes, quando conheceu o Modelo CAPM. O efeito contágio

refere-se ao risco sistêmico, justamente aquele considerado *não diversificável* em qualquer formação de portfólio. Ele indica que os mercados estão com comportamentos cada vez mais correlacionados em seus movimentos. Se as oscilações dos mercados não são independentes, não se pode calcular suas probabilidades. Um dos hábitos perigosos é acreditar que os eventos de baixa probabilidade acabam não acontecendo. Embora as chances sejam remotas, as probabilidades nada indicam sobre o momento de ocorrência de tais eventos.

Os Modelos de Previsão partem do pressuposto que, na ausência de choques exógenos (ou depois deles), retorna-se rapidamente à tendência histórica, ou seja, “o futuro será parecido com o passado”. São modelos econômicos que estabelecem relações entre variáveis-chave, baseadas em dados passados, para prever as variações futuras. Mas mudanças estruturais ou no comportamento dos agentes quebram a regularidade histórica e constituem problemas para essa abordagem, revelando que nem sempre o passado é bom guia. As inúmeras inovações financeiras recentes quebraram essa regularidade.

Depois da longa separação, Macro e Micro voltam-se, então, forçosamente, a reunir-se, superando na crise o que antes era obstáculo. Todavia, essa possibilidade de reencontro não constitui algo seguro no qual se pode confiar eternamente. Cada um dos cônjuges foi capaz de realizar sozinho o trabalho fatigante de redefinição da própria personalidade. Notavelmente, a Micro conseguiu passar de matéria extremamente dependente para autônoma.

Tomar a decisão de separar-se, porém, não significa vedar para sempre qualquer possibilidade de voltar atrás e reconciliar-se. Viver na esperança e na expectativa de que isso aconteça é destrutivo. Porém, para os crédulos, o segundo casamento é reconhecido como a possível vitória da esperança sobre a experiência. Os céticos o consideram a prova definitiva da irracionalidade humana, pois seria mera repetição de erro.

Bibliografia

BERNSTEIN, Peter. (original de 1996). *Desafio aos deuses: a fascinante história do risco*. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

BERSTEIN, Peter. (original de 2007). *A história do mercado de capitais: o impacto da ciência e da tecnologia nos investimentos*. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2008.

CARUSO, Igor. (original de 1968). *Separação dos Amantes: uma Fenomenologia da Morte*. São Paulo: Diadorim/Cortez, 1981.

COSTA, Fernando Nogueira da. (2000). *Economia em 10 Lições*. São Paulo: Makron Books.

- FAMA, Eugene (1965). The behavior of stock prices. *Journal of Business*, v. 37, n. 1, p. 34-105, jan.
- GIUSTI, Edoardo. (original de 1984). *A arte de separar-se: um guia para uma separação sem traumas antes, durante e depois*. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 1987.
- KAHNEMAN, Daniel; SLOVIC, Paul; TVERSKY, Amos (Ed.). (1982). *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*. Cambridge: Cambridge University Press.
- KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, 263-292.
- KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos (2000). *Choices, values, and frames*. Cambridge: Cambridge University Press.
- MARKOWITZ, Harry (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, v. VII, n. 1, p. 77-91, Mar.
- MELLO, Vera Rita de (2008). *Psicologia econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão*. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier.
- SEWELL, Martin (2001). *Behavioural finance*. Disponível em: <http://www.behaviouralfinance.net/>.
- SHARPE, William (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442, Sept.
- SHEFRIN, Hersh (2000). Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing. *Financial Management Association Survey and Synthesis Series*, Boston, MA, Harvard Business School Press.
- SHILLER, Robert J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- SHLEIFER, Andrei (2000). *Inefficient markets: a introduction to behavioral finance*. Oxford: Oxford University Press.
- SLOVIC, Paul, et al. (2002). The affect heuristic. In: GILOVICH, Thomas; GRIFFIN, Dale; KAHNEMAN, Daniel (Ed.) *Heuristics and biases: the psychology of intuitive judgment*. Cambridge University Press. p. 397-420.
- THALER, Richard H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, v. 12, n. 3, p. 183-206.
- TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1974). Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131.
- TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, v. 211, n. 4481, p. 453-458.
- TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1986). Rational choice and the framing of decisions. *The Journal of Business*, v. 59, n. S4, p. S251-S278.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1991). Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 106, n. 4, p. 1039-1061.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1992). Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, v. 5, n. 4, p. 297-323.

WICKSELL, Knut. (original de 1911). Prefácio do Autor à Segunda Edição. *Lições de Economia Política*. São Paulo: Nova Cultural, 1986.