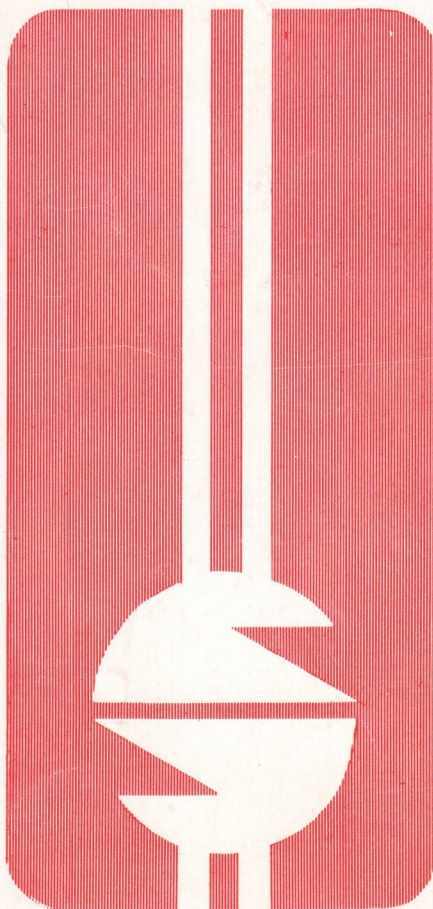


Faculdade
de Ciências Econômicas
UFRGS

análise econômica

nesta edição:

- “TEORIA GERAL” DE
KEYNES
Nuno Renan L. de F. Pinto
- PROBABILIDADE E
INCERTEZA EM KEYNES
Carlos Augusto Crusius
- KEYNES E SCHUMPETER:
UM COTEJO
Eugênio Miguel Cánepa
- ESTADO E TEORIA
ECONÔMICA
Gentil Corazza
- KEYNES, O INVESTIDOR
David C. Garlow
- FRIEDMAN E A “TEORIA
GERAL”
Hélio Henkin



ano 1

nº 2

DIRETOR DA FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS:

Prof. Antônio Carlos Santos Rosa

VICE-DIRETOR: Prof. Nelson Rokembach

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS:

Prof. Renato Batista Masina

CONSELHO EDITORIAL: Prof. Pedro Cezar Dutra Fonseca (Presidente)

Prof. Achyles Barcelos da Costa

Prof. Carlos Augusto Crusius

Prof. Claudio Francisco Accurso

Prof. Edgar Augusto Lanzer

Prof. Ernani Hickmann

Prof. Nali de Jesus de Souza

Prof. Nuno Renan L. de Figueiredo Pinto

Prof^a Otilia Beatriz Kroeff Carrion

Prof. Roberto Camps Moraes

Prof^a Yeda Rorato Crusius

ANÁLISE ECONÔMICA é uma publicação semestral da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, visando divulgar estudos e pesquisas de seu corpo docente e discente na área de Economia. Aceitam-se, entretanto, artigos e resenhas bibliográficas de economistas e técnicos não vinculados à Instituição. As matérias assinadas são de responsabilidade exclusiva dos autores. É permitida a reprodução parcial para fins didáticos.

Toda a correspondência, material para publicação, assinaturas e permutas devem ser dirigidas a:

Prof. PEDRO CEZAR DUTRA FONSECA

Revista Análise Econômica

Avenida João Pessoa, 52 – 3º andar

90.000 – Porto Alegre (RS) – Brasil

KEYNES, O INVESTIDOR

David C. Garlow *

Um aspecto da vida de Lord Keynes que fascina a muitos economistas acadêmicos é o sucesso fenomenal que teve em seus investimentos. Roy Harrod conta que Keynes conseguiu aumentar o seu patrimônio pessoal de quase zero em 1920 a 506.450 libras esterlinas em 1937. Quando faleceu em 1946, deixou um espólio de £ 450.000¹. Como ganhava apenas 100 ou 200 libras por ano como professor universitário, sua fortuna pessoal — equivalente a quase nove milhões de dólares de poder de compra de 1982² — foi feita com bons investimentos, ou seja, comprando barato e vendendo caro.

A INTERPRETAÇÃO DE MALKIEL

Como Keynes conseguiu? Faz pouco, Burton Malkiel sugeriu que Keynes tentava antecipar as mudanças na opinião do público investidor³:

“Segundo Keynes, a teoria de bons fundamentos exigia bastante trabalho e tinha um valor apenas relativo. Keynes praticava o que pregava. Enquanto os homens de finanças de Londres se cansavam

* Professor do Departamento de Ciências Econômicas e do Curso de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

¹ HARROD, R.F. *The Life of John Maynard Keynes* (Londres, MacMillan, 1952), p. 297.

² Em 1946, cada libra esterlina valia US\$ 4,0328. De 1946 a 1982, a inflação americana medida pelo índice de preços ao atacado, foi 379%. Dados de United States Department of Commerce, *Statistical Abstract of the United States* (Washington, DC) e Fundo Monetário Internacional, *International Financial Statistics* (Washington, DC), vários números.

³ MALKIEL, Burton. *The Inflation-Beater's Investment Guide: Winning Strategies for the 1980's* (New York, Norton, 1980), p. 23.

ANÁLISE ECONÔMICA	ANO I	Nº 2	NOV./1983	p. 65-69
-------------------	-------	------	-----------	----------

trabalhando longas horas em salas escuras, ele fez suas jogadas todas as manhãs do conforto de sua cama, em apenas meia hora”.

Malkiel também alega que “Keynes em outras palavras, utilizou princípios psicológicos em vez de avaliação financeira ao analisar o mercado de ações⁴”.

A teoria de bons fundamentos, ou de “valor intrínseco” a que se refere Malkiel, é apenas uma das teorias disponíveis para explicar a formação dos preços de ativos financeiros. Segundo esta teoria, os investidores calculam os fluxos de renda associados com cada ativo e descontam até o presente, utilizando uma taxa de juros que reflete o risco associado. A distribuição e análise de informações são imperfeitas, porém, e o analista melhor informado e/ou mais perspicaz obtém lucros extraordinários.

Em contraste, a teoria gráfica ou “técnica” supõe muita imperfeição no mercado, com pequenos grupos de “insiders” determinando o início ou o fim de movimentos nos preços de ativos. O investidor sem acesso a informações reservadas tenta detectar mudanças de tendência através do acompanhamento diário das transações. Uma vez estabelecida uma tendência, os investidores ainda menos informados entram e prolongam o movimento de alta ou queda além do nível razoável. A interpretação desses investidores é que compram ou vendem com a idéia de poder sair de sua posição antes de a tendência reverter. Havendo suficiente número de investidores adeptos dessa psicologia de “castelos no ar”, para usar a frase de Malkiel, a alta ou queda continua até algum evento novo mudar a conjuntura emocional do mercado. Obviamente, quem ganha regularmente nesses mercados ineficientes são os que possuem informações reservadas e/ou sabem detectar o início da nova tendência. Malkiel acha que Keynes pertencia a esse último grupo.

Finalmente, a teoria do “caminho aleatório” parte da hipótese que os mercados são eficiente no sentido de haver boa disponibilidade das informações relevantes e de analistas capazes de interpretá-las. Assim, apenas novos fatos levam a mudança nos preços. Quem ganha mais nesse mercado é o investidor disposto a aceitar mais riscos, visto que todos os ativos estão quase sempre perto de seu valor intrínseco. A estratégia recomendada é a escolha de uma carteira diversificada de ativos que geram o máximo retorno possível, dado o grau de risco preferido⁵.

⁴ *Ibid.*, p. 24.

⁵ Para maiores detalhes, ver Pizzolato, Nelio P. “Resenha das Teorias sobre o Mercado de Capitais com Ênfase na Análise Makoviana” *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 6(16), pp. 69-71 (jan-abr 1980); Miranda, Ivan Vicente J. de et. al., “A Técnica Ponta-figura: Um Estudo de Adequação ao Mercado Brasileiro de Ações”, *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 1(0), pp. 95-98 (set-dez 1974); Herbach, Denis, “Roteiro para Avaliação de Ações”, em Geraldo Hess (org.),

Uma leitura cuidadosa da biografia de Keynes e do Capítulo 12 da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, sugere que Malkiel está errado e que Keynes agia bem mais como economista do que psicologista ao escolher seus investimentos.

Para começar, os primeiros investimentos que Keynes fez foram contratos futuros de moedas estrangeiras, uma classe de ativo que ele conhecia a fundo depois de quatro anos defendendo a libra esterlina no Ministério da Fazenda. Segundo Harrod, ele tomava decisões de investimento baseado em "sua opinião como economista, e não nos boatos do mercado"⁶. E mais, ele não contava com informações confidenciais de ex-colegas no Ministério⁷.

Logo Keynes se interessou por "comodities" e começou a tomar posições futuras em algodão, chumbo, estanho, cobre, zinco, borracha, trigo, açúcar, óleo de linhaça e juta. Segundo Harrod, "todos esses negócios se baseavam em estudos detalhados dos principais fatores relevantes para o mercado mundial de cada commodity"⁸. Os conhecimentos que Keynes acumulou sobre o mercado de têxteis de algodão foram amplamente demonstrados em 1926-27, quando ele sugeriu mudanças organizacionais na indústria, as quais foram rapidamente aceitas pelos empresários.

Keynes investiu também em ações e ajudou outros a montar carteiras de ações. Aparentemente, escolhia ações após uma cuidadosa análise das demonstrações financeiras de cada empresa e uma avaliação do impacto da conjuntura econômica em diferentes setores. Considerava que informações "insider" enganavam mais que ajudavam, e evitava usá-las⁹.

Harrod também descreve umas mudanças interessantes na filosofia de investimento de Keynes. Nos anos Vinte, Keynes inicialmente acreditava que era menos importante estudar empresas individuais que acompanhar indicadores de conjuntura, para identificar as tendências gerais. Depois, ele perdeu fé nessa "teoria de ciclos de negócios" e deu mais tempo à escolha criteriosa de novos ativos, adotando uma estratégia de longo prazo. Quando estava apenas começando a investir, aparentemente usava uma terceira filosofia,

Investimentos e Mercado de Ações, pp. 424-427, 486-504; Campos, Roberto de Cunha, "Técnicas Correntes de Análise e Avaliação de Títulos e Seleção de Carteira", em Castro, Hélio O. Portocarrero de (coord.), *Introdução ao Mercado de Capitais* (Rio de Janeiro, IBMEC, 1979), pp. 163-189.

⁶ HARROD, *op. cit.*, p. 288.

⁷ *Ibid.*, p. 298.

⁸ *Ibid.*, p. 299

⁹ *Ibid.*, pp. 298, 302.

que Harrod não descreve bem, com o fim de fazer modificações diárias em sua carteira¹⁰.

Vale a pena observar que Keynes começou a investir com pouco capital próprio. Esta posição alavancada lhe deixou exposto em 1920, quando sua especulação em moedas levou a prejuízos de mais de £ 13.000. Mas não perdeu confiança e voltou a investir, com os resultados descritos no início desse trabalho¹¹.

Ao mesmo tempo que Keynes investia por conta própria, administrava carteiras para várias instituições. Em 1924, ele assumiu o posto de tesoureiro-chefe de King's College, e Harrod relata que Keynes adotou uma filosofia de longo prazo desde o início na administração dessa carteira. Teve muito sucesso. Começando com £ 30.000 em 1924, o fundo de investimento do College cresceu a £ 380.000 em 1946, embora a maior parte dos dividendos das ações tivessem sido gasta em vez de reinvestida¹². Nas companhias de seguros "National Mutual Life" e "Provincial", onde decidiu a política de investimentos por vários anos, levou em conta também a necessidade de manter a liquidez das carteiras.

Ao avaliar a análise que Malkiel faz da *Teoria Geral*, é bom notar que Keynes estava descrevendo o comportamento de profissionais do mercado quando falava do uso de psicologia de massa. Em nenhum momento, Keynes declara que ele pessoalmente tentava antecipar as mudanças nas preferências do público. De fato, ele critica explicitamente este tipo de manobra em Capítulo 12, diz que é o investidor a longo prazo que melhor promoverá o bem-estar social, e considera quais medidas o governo poderia utilizar para reduzir a liquidez dos investimentos¹³. É difícil explicar essas opiniões se Keynes pessoalmente seguia uma filosofia de investimento baseada em antecipação de mudanças no curto prazo.

Se for aceita esta interpretação, o sucesso de Keynes como investidor vem reforçar as conclusões da teoria do "caminho aleatório" (da qual Malkiel, diga-se de passagem, é um dos fundadores). Keynes aceitava grandes riscos em seus investimentos. Várias vezes, Harrod menciona que Keynes investiu substanciais valores, "went in deeply", nos ativos que escolhia. Embora informações detalhadas sobre a composição e o grau de risco de suas carteiras não estão disponíveis, sua filosofia de aceitar riscos e manter sua posição

¹⁰ *Ibid.*, p. 300.

¹¹ *Ibid.*, p. 297.

¹² *Ibid.*, pp. 300, 388.

¹³ KEYNES, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (New York, Harcourt, Brace & World, 1964), pp. 154-161.

ao longo do ciclo de negócios parece estar de acordo com as recomendações que Malkiel, Fama e outros fazem. É claro que a menor eficiência dos mercados em que Keynes investia provavelmente conferia um prêmio a sua capacidade analítica. Assim, há muito no comportamento de Keynes como investidor que deve agradar aos modernos adeptos das teorias do “valor intrínseco” e do “caminho aleatório”.

CONCLUSÃO

A conclusão dessa revisão sumária é que o maduro Keynes seguia uma filosofia de investimento baseada essencialmente em sua capacidade pessoal de escolher bons investimentos de longo prazo. A não-ortodoxia dessa visão, a rapidez com que Keynes trabalhava, e sua disposição de testar vários métodos até encontrar o mais adequado aparecem com tal frequência em outras facetas de sua vida — suas teorias macroeconômicas, publicações, e atividades políticas, por exemplo — que reforçam a conclusão que a interpretação aqui proposta de Keynes o investidor é a correta, e não apenas uma imagem distorcida — como Malkiel talvez retrucaria — de um economista que simplesmente antecipou bem o que o público investidor faria no dia seguinte.