

Crítica à Ideia de Financeirização

*Conduzir  
para não ser  
conduzido*

Coletânea de Estudos sobre Finanças

**Fernando Nogueira da Costa**

**Blog Cidadania & Cultura**

**maio de 2021**

© Blog Cultura & Cidadania – 2021

Fernando Nogueira da Costa

COSTA, Fernando Nogueira da  
Conduzir para não ser Conduzido:  
Crítica à Ideia de Financeirização.  
Campinas, SP: Blog Cultura & Cidadania, 2021.  
350 p.

1 Riqueza Pessoal. 2. Finanças Comportamentais.  
3. Economia da Felicidade. I. Título.

330  
C837I

## Sumário

Prefácio.....	5
<b>1. Poupança: Economia Normativa Religiosa.....</b>	<b>14</b>
1.1 <i>Introdução</i> .....	14
1.2. <i>Economia Normativa Religiosa</i> .....	17
1.2.1. Preconceito Religioso Contra Usura.....	17
1.2.2. Protestantismo Ascético.....	24
1.2.3. Finanças Islâmicas.....	40
1.3. <i>Debate entre Economistas Normativos e Economistas Positivos</i> .....	50
1.3.1. Sabedoria Convencional sobre Poupança.....	50
1.3.2. Abordagem do fluxo finance-investimento-renda-aplicações-funding.....	58
1.3.3. Teoria do Circuito.....	61
1.4. <i>Conclusão: Rentismo versus Consumismo</i> .....	66
1.5. <i>Anexo Estatístico</i> .....	73
<b>2. Economia Comportamental: de volta à Filosofia, Sociologia e Psicologia.....</b>	<b>76</b>
2.1. <i>Introdução</i> .....	76
2.2. <i>Teoria dos Sentimentos Morais</i> .....	78
2.3. <i>Princípio da Utilidade, Empirismo e Psicologismo</i> .....	84
2.4. <i>Teoria da Classe Ociosa</i> .....	89
2.5. <i>Evolução do Capitalismo Moderno e a Sociedade Anônima</i> .....	94
2.6. <i>Finanças Comportamentais</i> .....	99
2.7. <i>Economia da Felicidade ou A Felicidade Está de Volta</i> .....	107
<b>3. Comportamentos dos Investidores: do Homo Economicus ao Homo Pragmaticus ...</b>	<b>111</b>
3.1. <i>Introdução</i> .....	111
3.2. <i>Homo Economicus e Finanças Racionais</i> .....	113
3.3. <i>Homo Sapiens e Finanças Comportamentais</i> .....	123
3.4. <i>Homo Pragmaticus e Arte da Especulação</i> .....	135
3.5. <i>Conclusão: Estereótipos dos Investidores</i> .....	152
<b>4. Capitalismo Coletivo ou Socialismo dos Fundos de Pensão.....</b>	<b>157</b>
4.1. <i>Introdução</i> .....	157
4.2. <i>Financiamento de Expansão de Empresas Não-Financeiras</i> .....	158
4.2.1. Interesses dos Acionistas.....	161
4.2.2. Acionistas em Longo Prazo e Acionistas em Curto Prazo ou Especuladores.....	164
4.2.3. Política de Dividendos.....	166
4.2.4. Novas Emissões de Ações.....	168
4.3. <i>A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada</i> .....	171
4.3.1. Administração da Corporação Aberta por Ações.....	174
4.3.2. Posição do Acionista em Bolsas de Valores ou Mercados de Ações.....	177
4.3.3. Conselho de Administração: Autoperpetuação e Transferência de Responsabilidades.....	180

4.3.4. Gerentes versus Proprietários .....	182
4.3.5. Sociedade Anônima: Propriedade Coletiva em lugar de Propriedade Privada.....	184
4.3.6. “Capitalismo Coletivo” no Brasil.....	187
4.3.7. Novo Conceito de Propriedade .....	192
4.3.8. Instituição da Propriedade Passiva.....	196
<b>4.4. Capitalismo de Estado Neocorporativista .....</b>	<b>200</b>
4.4.1. Capitalismo de Estado .....	201
4.4.2. Neocorporativismo .....	214
4.4.3. Reestatização .....	218
4.4.4. Vale: Maior Valor de Mercado e Menor Controle Paraestatal .....	227
4.4.5. Gestão de Fundos de Previdência Complementar .....	231
<b>4.5. Conclusão: Nomenclatura à Brasileira .....</b>	<b>239</b>
<b>5. Finanças Pessoais dos Trabalhadores .....</b>	<b>244</b>
5.1. Introdução .....	244
5.2. Autoajuda Financeira.....	246
5.2.1. Pai Rico, Pai Pobre - o que os ricos ensinam seus filhos sobre dinheiro .....	251
5.2.2. Você tem mais... dinheiro do que imagina.....	261
5.3. Causas da Mobilidade Social no Brasil .....	263
5.4. Oneomania e Devedores Anônimos .....	273
5.5. Emulação e Educação Financeira .....	277
5.6. Simulações Financeiras da Vida Futura .....	286
5.7. Conclusão: Conduzir para não ser Conduzido pela Financeirização .....	292
<b>6. Crítica à Literatura de Denúncia à Financeirização .....</b>	<b>295</b>
6.1. Introdução .....	295
6.2. Abordagem Marxista da Financeirização .....	298
6.2.1. Capital Industrial .....	299
6.2.2. Capital Comercial .....	301
6.2.3. Capital Portador de Juros .....	302
6.2.4. Capital Fictício.....	305
6.2.5. Capital Financeiro.....	307
6.2.6. Financeirização .....	308
6.3. Abordagem Pós-keynesiana .....	312
6.4. Era do Capital Improdutivo.....	329
6.5. Financeirização do Estado e Economicismo .....	334
6.6. Endividamento Popular Apresentado como Armadilha da Financeirização .....	341
6.7. Conclusão: Retórica da Panfletagem contra o “Rentismo” .....	344
<b>Considerações Finais .....</b>	<b>350</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>355</b>
Obras do Autor com links para download.....	363
<b>Sobre o Autor .....</b>	<b>366</b>

## Prefácio

– Como vai?

– Vou empurrando para não ir levando...

(Conversa espirituosa escutada ao acaso  
nestes tempos sombrios)

Neste livro, a mensagem principal será um incentivo no sentido de conduzir a evolução individual e sistêmica em direção a um estado de bem-estar. Para tanto, a análise estratégica não pode ser reduzida ao diagnóstico simplório na denúncia da chamada “financeirização”.

*Usura* seria a cobrança excessiva de juros. Desde a Antiguidade, passando pela Idade Média, até se atingir a Era do Capitalismo, houve crítica à remuneração do próprio dinheiro. Chamam-no de *rentismo*.

Com a Economia Política, ficou clara a cessão de capital próprio para outro lucrar com ele exigir a remuneração do *custo de oportunidade*. Este juro significa a compensação pelo uso do dinheiro, em lugar de o próprio possuidor o gastar, seja em consumo, seja em investimento.

Sob a perspectiva etimológica, a palavra *usura* tem o sentido de *cobrança pelo uso das coisas*, no caso, do dinheiro de terceiro cedido ao tomador de empréstimo. O devedor solicita o *dinheiro de terceiros* ao credor (banco) e este tem de remunerar o depositante. É uma “servidão voluntária”, pois, independentemente de obter lucro ou sofrer prejuízo, o devedor sabe de antemão ter de o remunerar.

Caso o empreendedor oferecesse participação acionária no empreendimento, os sócios aí sim compartilhariam eventual lucro ou prejuízo. Mas, em contrato de crédito, *voluntariamente assinado*, há a exigência de ser pago o juro prefixado de qualquer jeito.

Problemas ocorrem quando, para manter o poder aquisitivo da moeda cedida, ao longo do tempo, há *correção monetária*, devido à inflação, ou *correção cambial*, devido à depreciação da moeda nacional, em caso de empréstimos externos. Pior será se a cláusula contratual exigir a repactuação periódica da taxa de juro de acordo com o valor de mercado vigente. Foi o caso do endividamento

externo brasileiro durante os choques de petróleo e juros internacionais nos anos 70/80s.

Qual é a motivação para essa servidão voluntária do devedor? É o segredo do negócio capitalista: *alavancagem financeira*. Significa o uso do capital de terceiros, somado ao capital próprio, propiciar uma rentabilidade patrimonial muito superior à propiciada apenas com o capital particular.

Dá maior escala ao empreendimento, propicia maior contratação de empregados, obtém maior faturamento com a venda massiva de bens. Se o lucro operacional superar a despesa financeira com o empréstimo, compensará a tomada de empréstimo.

Nesse sentido, a avaliação de risco bancário busca a diminuição da *assimetria de informações* e evitar a *seleção adversa* de um mau pagador. Se este for contemplado com *confiança ou crédito* e incorrer em *risco moral*, isto é, elevar o risco com esse uso de capital de terceiros, a resposta dos bancos será o racionamento do volume de crédito ou a imposição de uma maior taxa de juro de empréstimos para os adimplentes compensarem a perda de capital pelos inadimplentes. "Os justos pagam pelos pecadores".

Daí voltamos à Suma Teológica no tratamento do juro. Esse "coitado" (sic) sempre foi condenado por todas as religiões. Agora é até pela esquerda materialista, em princípio, ateia. Infelizmente, ela passou a adotar crenças espúrias...

A *usura* é entendida como a cobrança de remuneração abusiva pelo uso do capital. Seria pecaminoso se a cobrança do empréstimo pecuniário fosse por juro excessivamente alto, antes não comprometido. A priori, o devedor tem de ter consciência do risco de o lucro obtido em seu negócio não conseguir pagar o contrato assinado.

Como a usura teve diversas condenações ao longo dos tempos, sua análise tem de contemplar as circunstâncias de cada época. Na Antiguidade, os filósofos defendiam a moeda cumprir apenas as funções de unidade-de-conta e meio-de-pagamento. Não era vista como reserva-de-valor, transformando-se assim em um dinheiro propriamente dito como em tempos modernos.

Aristóteles, considerado o primeiro economista (“*avant la lettre*”) da história, condenava a usura por conta do seguinte argumento. “O que há de mais odioso senão o tráfico de dinheiro? Consiste em *dar para ter mais* e com isso desviar a moeda de sua destinação primitiva. Ela foi inventada para facilitar as trocas. A usura, pelo contrário, faz o dinheiro servir para aumentar a si mesmo”.

O empréstimo a juros era combatido por o dinheiro, hipoteticamente, não visar a obtenção de mais riquezas. O Direito Romano, além de se fixar um limite máximo de remuneração do capital, proibiu a *agiotagem*, bem como o *anatocismo*: a cobrança de juros sobre juros. *Juros compostos*, quando verificado, remetia à pena de *infâmia*.

Na Idade Média, com a ascensão do Direito Canônico, permaneceu a proibição com punição dessa conduta. Para a fundamentar, ela se revestia de uma *lógica cristã*. Simplesmente, pregava-se a velha Bíblia condenar a usura. Citava-se, em pelos menos quatro passagens bíblicas, haver referência expressa de *a usura ser pecado*.

Santo Tomás de Aquino achava incontroverso o fato de a usura ser pecado para o Cristianismo, pois se assemelha ao roubo, vai de encontro às leis de natureza divina. A usura estaria ligada, ainda, à avareza e à preguiça, condutas estas, segundo a Bíblia, claramente contrárias ao esperado de um bom cristão.

*Juro*, então, é prática repudiada, religiosamente, por causa de uma noção antiga, pregada por esse Santo, de “preço ideal ou justo”. Para ele, a usura só diferiria da cobrança de juros através da estipulação do chamado *preço justo*. Este se remete a um limite legal fixado pelo homem. Seria a “legalização” da definição da *usura*.

Ele creditava ao dinheiro um aspecto *estéril*, razão pela qual não poderia gerar *nenhum fruto*. Sem manter essa virgindade, ele se desvirtuaria. Só podia cumprir sua função nas trocas através do seu poder de compra intrínseco, não podendo, então, ser cedido de forma própria a outrem para fazer bom uso em expansão de renda e riqueza.

Segundo os dogmas do Islamismo, a usura não é nem comércio nem lucro. Por nele se basear o capitalismo moderno, é amaldiçoado quem cobra juros, quem os paga, quem redige o contrato e quem testemunha a transação. O livro sagrado do Alcorão rechaça a prática da usura. Mas as Finanças Islâmicas deram “um jeitinho” os travestindo em remuneração por associações a projetos, compartilhamento de sucessos ou fracassos.

No Renascimento, após meados do século XIV, surgiram os tão condenados banqueiros. Os Médicis eram negociantes de moedas estrangeiras: membros da Arte de Câmbio, ou seja, a guilda dos Cambistas. Eles se tornaram conhecidos como banqueiros (*banchieri*) porque, como os judeus de Veneza, negociavam literalmente sentados em bancos atrás de mesas colocadas na rua.

A partir de 1385, em Roma, construíram sua reputação como negociante de moedas estrangeiras. O papado era o cliente ideal, graças ao número de moedas diferentes a entrar e sair dos cofres do Vaticano. É antiga a relação papal com banco.

Só com a Revolução Financeira, na Holanda do século XVII, no século anterior à Revolução Industrial, quando se criou sociedade por ações e Banco Central, aceitou-se “a moeda tornar a trazer moeda”. Superou-se, finalmente, a ideia aristotélica de ser um “gênero de ganho totalmente contrário à Natureza”.

Tornou-se da *natureza do capitalismo*. É um sistema complexo com múltiplos componentes interativos. Foi reduzido didaticamente por Karl Marx a um modo de produção, cuja relação se daria entre o *capital-dinheiro*, acumulado previamente, e a *força do trabalho* despossuída da escravidão ou livre da servidão.

A questão contemporânea, com a evolução das forças produtivas, é se o capitalismo ainda pode ser visto como um modo-de-produção industrial, explorador da força do trabalho empregada. *O sistema não está se transformando em um novo modo-de-vida?*

O método científico obriga a testar hipótese. Levantei a minha para provocar o debate: o Papa Francisco se tornou um ludista ao *denunciar o capitalismo pelo avanço do capital?* O termo “ludismo”(de Ned Ludd) se refere a uma reação ao progresso técnico, à



industrialização, à automação, à informatização ou a novas tecnologias em geral.

Em transição da Era do Petróleo para a Era da Economia Digital, como em todas as Revoluções Tecnológicas, o temor do futuro inspira voltar ao passado. Mas é impossível a regressão no tempo. Voltar à exploração alienante do capitalismo industrial, cruz credo! As conquistas sociais progressivas provocaram mudanças sistêmicas, por exemplo, sem a superexploração das longas jornadas de trabalho do passado.

Hoje, a possibilidade de associação tanto de trabalhadores bem remunerados, quanto de investidores institucionais, entre os quais fundos de pensão trabalhistas, às *Big Techs*, por exemplo, com compra de suas ações, não é salutar para o avanço sistêmico? A elevação da escala de produção, devido à *alavancagem financeira*, não traz como contrapartida o aumento da produtividade do trabalho propiciado pela automação e/ou robotização?

Nesse sentido de evolução sistêmica, a esquerda deveria abandonar a recorrente pregação religiosa, condenatória da "financeirização", rentismo ou usura. Deveria sim dirigir seus esforços para a repartição da maior produtividade através da diminuição da jornada de trabalho semanal com manutenção ou aumento dos salários dos capacitados digitalmente e pagamento de RBC (Renda Básica da Cidadania) para os excluídos.

A fonte tributária dessa RBC deveria ser, justamente, a tributação progressiva dos lucros e dividendos, além das grandes fortunas. Quase todas foram multiplicadas pelo ganho de capital no mercado secundário de ações.

Bem diz meu estimado Professor Belluzzo no livro "*A Escassez na Abundância*", escrito em parceria com Gabriel Galípolo: "a *financeirização* não é uma deformação do capitalismo, mas um 'aperfeiçoamento' de sua natureza". Cabe-nos a luta social pela mudança de sua natureza com o avanço sistêmico em direção a um novo modo-de-vida com maior bem-estar social.

\*\*\*

Reunirei, nesta coletânea de estudos sobre Finanças, uma série de Textos para Discussão do IE-UNICAMP de minha autoria, publicados há mais de uma década. Além desse material, talvez desconhecido pelos leitores atuais, apresentarei outros artigos-resenhas e reflexões recentes, críticas à literatura de denúncia da “financeirização”.

No primeiro capítulo, farei uma abordagem da Economia Normativa Religiosa – “o que deveria ser” de acordo com o Catolicismo Anti-Usura, o Protestantismo Ascético e as Finanças Islâmicas. O conceito de “poupança” tinha sido abandonado até se registrar, de fato, um corte de gastos em consumo, durante a pandemia, quando a taxa de juro real estava “zerada”.

Antes, esse conceito era apropriado apenas à abstração teórica do *capitalismo liberal de mercado*. Os autores neoclássicos o idealizaram. Na realidade concreta, era substituído pelo conceito de *funding*, adotado por economistas pós-keynesianos, devido a ele ser mais adequado ao entendimento da *economia de endividamento contemporânea*.

Depois de investigar 250 anos da história do pensamento econômico, através do exame das obras de Smith, Bentham, Mill, Veblen, Hobson, Berle & Means, Thaler, Layard, no segundo capítulo, conclui estar sendo retomado *o caráter multidisciplinar dos primórdios da Ciência*. Os cientistas estão empenhados em conhecer o comportamento humano na tomada de decisões de comprar, vender ou investir.

Áreas de conhecimento distintas da Ciência estão somando recursos para estruturar a área de pesquisa destinada a cumprir essa tarefa: *a Neuroeconomia*. Esta área *transdisciplinar* é resultado da união de ferramentas de investigação e conhecimentos antes especializados em determinados componentes deste sistema complexo vivenciado por nós. Estamos superando a rigidez dessa divisão de trabalho intelectual.

No terceiro capítulo, esboçarei os três perfis de investidores no mercado de capitais: o *homo economicus*, o *homo sapiens*, e o *homo pragmaticus*. Existe diversidade de comportamentos dos investidores e não a uniformidade racional inferida da hipótese abstrata do *homo economicus*.

Da mesma maneira, os vieses heurísticos, as “regras de bolso” aprendidas na “Escola da Vida” e estudados pelas Finanças Comportamentais, são distribuídos de forma heterogênea entre os investidores. Leva-nos a erros recorrentes em decisões econômico-financeiras. As mentes dos descendentes de *homo sapiens* são múltiplas.

A arte da especulação, habilidade sugerida pelas práxis do *homo pragmaticus*, é discricionária, datada e específica em cada mercado. O desafio é sempre descobrir e antecipar qual será a tendência predominante no mercado. Ela resultará dos diversos comportamentos existentes entre investidores com eventuais mimetismos. Nesses casos, surgem “comportamentos de manada” com imitação de tendências irracionais sob o ponto de vista macroeconômico.

Minha pergunta-chave, no quarto capítulo, é se está se configurando um Capitalismo Coletivo nos Estados Unidos e um Capitalismo de Estado Neocorporativista no Brasil. Essa derivação histórica poderá se dar não com a Era da Financeirização, como dizem muitos colegas economistas, mas sim com a mistura entre economia de endividamento público e bancário com economia de mercado de capitais.

Nessa transição sistêmica, os investidores institucionais, em particular os fundos de pensão com capital de origem trabalhista, poderão ter papel-chave na configuração de um Capitalismo de Estado Neocorporativista.

Para respondê-la, inicialmente, discutirei a aplicação do conceito de Capitalismo de Estado, inclusive fazendo análise comparativa internacional. Depois, examinarei a etimologia do Neocorporativismo.

Estudarei alguns casos de “reestatização” na Era Social-Desenvolvimentista. Esboçarei o perfil da gestão de fundos de pensão, atores cada vez mais atuantes nessa estratégia de desenvolvimento socioeconômico. Por fim, concluirei com uma reflexão sobre a Nomenclatura à brasileira.

O objetivo do quinto capítulo sobre Finanças do Trabalhador será reunir argumentos e evidências empíricas em favor da hipótese

de ser viável o sucesso financeiro do trabalhador assalariado de alta renda, propiciando-lhe independência financeira em relação ao empregador e/ou à Previdência Social. Dependerá da efetivação do planejamento de aplicações regulares de parte da renda de seu trabalho, durante a fase ativa de vida profissional, até conseguir viver apenas dos rendimentos financeiros. Sem culpa por “cometer um pecado”, em sua aposentadoria, será um *rentista*!

Em geral, o trabalhador não enriquece no mercado de capitais, mas sim com uma capacitação profissional adequada à evolução sistêmica. Nesse caso, poderá receber um salário acima de suas necessidades básicas e acumular as sobras de renda.

Inicialmente, apresentarei breve resenha crítica à literatura de autoajuda financeira. Depois, investigarei as causas da mobilidade social no Brasil.

Em seguida, os riscos do consumismo e do endividamento excessivo das classes emergentes serão discutidos. Apresentarei os erros comportamentais recorrentes. Formularei algumas orientações gerais para tomadas de decisões racionais em investimentos financeiros face a possíveis cenários futuros.

Apresentarei, no sexto e último capítulo, um resumo conceitual do fenômeno realizada pela abordagem marxista. Depois, farei uma síntese da abordagem pós-keynesiana.

Após a análise crítica do diagnóstico de vivenciarmos, atualmente, a Era do Capital Improdutivo, apontarei o *viés do economicismo* – determinação direta da política pela economia –, derivado da literatura de denúncia à “financeirização”. Finalmente, criticarei a panfletagem contra essa pressuposição de evolução sistêmica, espécie de uma Nova Era, em particular, a defenestração de “o rentismo-patrimonialista dos donos do dinheiro”.

Panfleto é um escrito satírico ou violento, geralmente político. Peca por usar (e abusar de) muitos adjetivos e ser pouco substantivo.

Discordo de, em uma sociedade democrática tolerante, do ato de se livrar de alguém, politicamente, através de sua marginalização social. Não aprecio o truque de retórica reducionista de tudo a um conflito binário tipo “nós contra eles”. Nós todos “bancaizados”

somos parte de um sistema bancário, bem como são “os banqueiros” de passagem profissional temporária na alta administração dos bancos.

# 1. Poupança: Economia Normativa Religiosa

## 1.1 Introdução

A Pré-Reforma Protestante se iniciou com os seguidores de Pedro Valdo, um comerciante de Lyon convertido ao Cristianismo por volta de 1174. Ele decidiu encomendar uma tradução da Bíblia para a linguagem popular e começou a pregá-la ao povo sem ser sacerdote.

Ao mesmo tempo, renunciou à sua atividade e aos bens. Repartiu-os entre os pobres. Seus seguidores defendiam o direito de cada fiel de ter a Bíblia em sua própria língua, considerando ela ser a fonte de toda autoridade eclesiástica.

Eles reuniam-se em casas de famílias ou mesmo em grutas, clandestinamente, devido à perseguição da Igreja Católica Romana. Negavam a supremacia de Roma e rejeitavam o culto às imagens. Consideravam-no como sendo idolatria.

Um dos pontos de destaque da reforma é o fato de ela ter possibilitado um maior acesso à Bíblia, graças às traduções feitas por vários reformadores a partir do latim para as línguas nacionais. Sua leitura incentivou a *alfabetização popular*.

No século XIV, o inglês John Wycliffe, considerado como precursor da Reforma Protestante, levantou diversas questões críticas à Igreja. Essas controvérsias envolviam o Cristianismo, mais precisamente a Igreja Católica Romana.

Entre outras ideias, Wycliffe queria o retorno da Igreja à primitiva pobreza dos tempos dos evangelistas. Na sua visão, o voto de pobreza era incompatível com o poder político do papa e dos cardeais. O poder da Igreja devia ser limitado às questões espirituais, sendo o poder político exercido pelo Estado, representado pelo rei.

A Reforma Protestante, propriamente dita, foi iniciada por Martinho Lutero no início do século XVI. Embora tenha sido motivada, primeiramente, por razões religiosas, também foi impulsionada por razões políticas e sociais.

Entretanto, o objetivo deste primeiro capítulo é apresentar a relação entre Religião e a Economia Normativa. Esta prega "o que

deveria ser”, no caso, *a adoção de parcimônia por crentes*, isto é, por parte daqueles crentes praticantes daquilo pregado por sua religião econômica.

Uma causa econômica para a aceitação da Reforma foi a pequena nobreza estar ameaçada de extinção, tendo em vista o colapso da economia senhorial. Então, desejava parte das vastas terras da Igreja Católica. Almejava também ver-se livre da tributação papal. O Vaticano, apesar de pregar a simplicidade, era a instituição mais rica do mundo.

Práticas como a usura eram condenadas pela ética católica romana. Uma nova ética religiosa, adequada ao espírito capitalista, foi totalmente atendida pela ética protestante?

Por qual razão ela manteve a ideia de parcimônia ou de “auto sacrifício para chegar ao reino do céu”, não adotando a ideia do endividamento, isto é, do crédito remunerado por juros para dispor de capital de terceiros? Foi uma reação antissemita? Ou pregou o autofinanciamento pelo pouco desenvolvimento do sistema bancário, então, dominado por banqueiros judeus?

Para manter o exclusivismo de seus seguidores, pregava a necessidade de eles acumularem reservas, previamente, para investir ou consumir pagando a vista? A competição entre igrejas é a explicação econômica?

Uma obra de referência consultada, para responder tais indagações, é *“A Ética protestante e o Espírito do Capitalismo”*, com a qual Max Weber começou suas reflexões sobre a sociologia da religião. Weber argumentou a religião ser uma das razões não-exclusivas do porque as culturas do Ocidente e do Oriente se desenvolveram de formas diversas.

Ele salientou a importância de algumas características específicas do protestantismo ascético. Este teria levado ao nascimento do capitalismo, da burocracia e do Estado racional e legal, com o monopólio da violência e da emissão monetária, nos países ocidentais.

Do calvinismo emana a Tese da Predestinação, dogma segundo o qual “apenas Deus escolhe, independentemente dos méritos do

indivíduo, quem será salvo e quem será condenado”. Diante da angústia religiosa sofrida pelo indivíduo, o trabalho e o sucesso na vida econômica surgem como compromissos do crente e como indícios de certeza da salvação.

A *parcimônia* foi uma palavra-chave normativa-religiosa do capitalismo industrial implantado no Século XIX, na América do Norte. Foi a base espiritual para o racionalismo neoclássico conceber o comportamento idealizado do *Homo Economicus*.

Pregava uma conformidade com a vocação natural de cada indivíduo, seja a do trabalho subordinado com vistas à poupança, seja a da acumulação de capital através do investimento e exploração da força de trabalho.

No entanto, a sociedade de consumo norte-americana se tornou um fenômeno massivo, diminuindo significativamente as diferenças entre padrões de consumo das classes sociais ao tornar acessível o trio: educação - barateamento de bens de consumo duráveis - crédito.

As oportunidades de educação, como compensação para os soldados regressos da II Guerra, associadas com um programa governamental de construção de casas nos subúrbios, significaram melhoria na qualidade de vida. Os pais dos *babies boomers* foram a primeira geração a ter acesso significativo ao crédito ao consumidor. Eles compraram sua moradia a prazo, seu carro a prestações, e seus eletrodomésticos a perder de vista...

A ética protestante, depois de ter dado origem ao espírito do capitalismo, ao fornecer aos capitalistas “trabalhadores sóbrios, conscientes e extraordinariamente capazes, dedicados ao trabalho como um propósito de vida desejado por Deus”, deixando de “trabalhar para viver” e passando a “viver para trabalhar”, esvaneceu-se com a fartura do crédito barato? A poupança gradual foi substituída pelo endividamento apressado?

O adiamento do consumo para o futuro foi vencido pelo adiantamento do poder de compra para o presente? O consumismo foi democratizado pelo crédito massivo? Rompeu-se um pilar fundamental do protestantismo ascético: a poupança prévia aos



gastos? Os economistas normativos reagem contra essa evolução histórica?

Neste capítulo inicial, inicialmente, farei uma abordagem dessa Economia Normativa Religiosa – “o que deveria ser” de acordo com o catolicismo anti-usura, o protestantismo ascético e as finanças islâmicas. Sugerirei a necessidade de requalificação da ideia de “poupança”. Ela é apropriada apenas ao capitalismo liberal de mercado, idealizado pelos autores neoclássicos, quando a taxa de juro está zerada – e a “sobresalva de renda” deve ser acumulada em reservas financeiras para substituir o papel de juros compostos em elevação dos rendimentos financeiros. Em outras circunstâncias, é mais utilizado o conceito de *funding*, adotado por ser mais adequado ao entendimento realista da economia de endividamento contemporânea.

## 1.2. Economia Normativa Religiosa

### 1.2.1. Preconceito Religioso Contra Usura

A Igreja Católica acreditava o usurário ao obter lucro sem nenhum trabalho (e até mesmo dormindo) contrariava a Palavra de Deus. Esta teria sido transmitida no livro do Gênesis capítulo 3, versículo 19: “comerás teu pão com o suor do teu rosto”.

Nesta interpretação, o usurário credor não vendia a seu devedor algo lhe pertencente, mas apenas o tempo. Este pertencia a Deus. Portanto, não devia tirar dele nenhum proveito.

No Islã, o Sagrado Alcorão diz: “2:278 Ó crentes, temei a Allah e abandonai o que ainda vos resta da usura, se sois crentes.”

As doutrinas cristãs e judaica fizeram diferentes interpretações das escrituras bíblicas do Velho Testamento concernentes a *empréstimo com juro*. A escritura do Deuteronômio estabelece a doutrina cristã de maneira diferente da lei judaica.

O padrão duplo deuteromiceto faz distinção entre “irmão” e outros. Porque os judeus consideram a si descendentes de Jacob, eles são “irmãos”. Em consequência, não podem cobrar juro uns dos

outros, mas podem cobrar juro de “estrangeiros” ou não-judeus como os cristãos.

Em contraste, cristãos consideram todos os homens “irmãos”, porque supõem todos serem descendentes de Adão. Em sermão, Cristo instrui a multidão a tratar todos os homens da mesma maneira com a qual cada um deseja ser tratado. Dessa perspectiva cristã, não há diferença entre “irmãos” e outros, porque todos os homens devem ser tratados da mesma maneira.

Apesar dessa visão cristã, a sociedade inglesa da época de Shakespeare, assim como a europeia continental, podia ser descrita como *antissemita*. Os judeus ingleses haviam sido expulsos, durante a Idade Média, e não puderam retornar até o governo de Oliver Cromwell.

Frequentemente, eram retratados nos palcos da época como uma caricatura horrenda, com narizes em forma de gancho e perucas vermelhas chamativas, quase sempre descritos como *avaros usurários*. Invariavelmente, os judeus eram descritos como maus, ardilosos e gananciosos.

Durante o século XVII, em Veneza e diversos outros lugares, os judeus foram obrigados a usar um chapéu vermelho em público, para serem facilmente identificados. Não cumprir esta regra poderia até mesmo levar à pena de morte.

Os judeus também tinham de viver em *gueto*, bairro constantemente vigiado por guardas cristãos, supostamente “para sua própria segurança”. Estes guardas deviam ser pagos pelos próprios judeus.

Alguns leitores e espectadores podem ver a peça de Shakespeare, “*O Mercador de Veneza*”, como uma continuação desta tradição antissemita. Uma interpretação da sua estrutura afirma: Shakespeare queria contrastar a misericórdia dos principais personagens cristãos com o espírito vingativo de um judeu. Este não tem a graça religiosa necessária para compreender a misericórdia.

Da mesma maneira, é possível Shakespeare ter considerado a conversão forçada de Shylock para o cristianismo como um “final

feliz” para o personagem. Para uma plateia cristã, o ato teria salvo sua alma e permitido ele ser aceito no céu no dia de sua morte.

Outra interpretação é “a peça se basear nas moralidades medievais, quando a Virgem Maria (representada por Pórcia) argumenta em defesa do perdão às almas humanas contra as acusações implacáveis do Diabo (Shylock)”.

Muitos leitores e espectadores modernos, pelo contrário, veem a peça de Shakespeare como um *apelo por tolerância*. Para eles, Shylock seria um personagem afável, citando como evidência disto o fato do “julgamento” dele no fim da peça ser uma farsa jurídica, com Pórcia atuando como juiz, quando não tinha direito de fazê-lo. Os personagens mais acusadores de Shylock cometer desonestidade, ao conceder e cobrar crédito, recorrem à táticas condenáveis para vencê-lo.

A despeito de quais fossem as próprias intenções de Shakespeare ao escrever a peça, ela foi utilizada por antissemitas ao longo da história. O próprio subtítulo da edição de 1619, “*With the Extreme Cruelty of Shylock the Jew...*” (“Com a Extrema Crueldade de Shylock, o Judeu”) parece descrever de maneira apropriada como Shylock era visto pelas plateias inglesas.

Os nazistas também usaram o usurário Shylock em sua *propaganda antissemita*. Pouco tempo depois da Kristallnacht, em 1938, “O Mercador de Veneza” foi transmitido via rádio para todo o país alemão. Produções da peça foram encenadas em Lübeck (1938), Berlim (1940) e outros pontos do território nazista.

No entanto, no século anterior, John Stuart Mill, em sua obra *Princípios de Economia Política* (São Paulo, Abril Cultural, 1983: Vol. II, Cap. X, pp. 384-387), originalmente publicada em 1848, explana sobre “Interferências Governamentais baseadas em Teorias Errôneas”, focando no segundo tópico as chamadas “Leis sobre a Usura”. É uma referência clássica na história do pensamento econômico.

Vale a pena ler a argumentação original de Mill (1983: 384) a respeito.

“As Leis sobre a Usura tiveram origem em um preconceito religioso contra o recebimento de juros sobre o dinheiro, o qual derivou daquela fonte fecunda em males, na Europa moderna. É a tentativa de adaptar ao cristianismo doutrinas e preceitos decorrentes da lei judaica.”

“Nas nações maometanas, é formalmente vedado receber juros, e a população se abstém rigorosamente disso. Aliás, Sismondi apontou como uma das causas de inferioridade industrial das regiões católicas da Europa, em confronto com as protestantes, o fato de a Igreja Católica medieval ter aderido ao mesmo preconceito – preconceito este ainda subsistindo, em grau menor, porém real, em toda parte onde se reconhece a religião católica.”

“Onde a lei ou os escrúpulos de consciência impedem emprestar dinheiro a juros, o capital pertencente a pessoas não engajadas no comércio está perdido para fins produtivos, ou só pode ser empregado produtivamente em circunstâncias pessoais peculiares, ou então por um subterfúgio. A indústria fica assim limitada ao capital dos empresários, e aquilo possível de tomar emprestado de pessoas não obrigadas às mesmas leis ou à mesma religião, adotadas por eles. Em países muçulmanos, os banqueiros e os agentes financeiros são hindus, armênios ou judeus”.

Ele salienta: “em países evoluídos, a legislação já não desestimula o recebimento de um equivalente por dinheiro emprestado. No entanto, ela em toda parte interferiu na livre ação do prestamista e do prestatário, fixando um limite legal para a taxa de juros, e determinando ser infração legal o recebimento de juros acima do máximo prescrito”.

Esta restrição foi condenada por todas as pessoas esclarecidas com bom senso. Os legisladores podem ter sido levados por dois motivos, ao promulgarem e manterem *leis contra a usura*:

1. adoção de conceitos de política pública, ou
2. preocupação com o interesse de apenas uma das partes contratantes: *o tomador de empréstimo endividado*.

Em termos de política pública, possivelmente, o conceito básico é *o bem geral exigir os juros serem baixos*. No entanto, denota

compreensão errônea das causas influentes nas transações comerciais supor a lei fazer realmente baixar a taxa de juros, em lugar do jogo espontâneo da oferta e da procura. A norma jurídica não consegue submeter a “Lei de Mercado”, quando há *interesse mútuo entre mutuante e mutuário!*

Se a lei não permitir juro além de certo teto, alguns prestamistas, mesmo vendo, em certa conjuntura, a procura urgente lhes dar condições de ganhar com seu capital mais além do permitido pela lei ganhar, emprestando-o a outros, por proteção legal, não o emprestarão. Então, o capital destinado a empréstimos, já excessivamente reduzido em razão da demanda existente, diminuirá ainda mais.

Dentre os tomadores não atendidos, haverá muitos, em períodos de baixos fluxos de entrada de renda, com necessidade premente de atender às suas necessidades de dinheiro a qualquer preço. Estes encontrarão, prontamente, um outro grupo de prestamistas disposto a associar-se a eles na violação da lei, seja recorrendo a transações indiretas, envolvendo fraudes, seja confiando na honradez do tomador.

O gasto extra desse procedimento indireto, mais um equivalente pelo risco de não receber o pagamento e pelas possíveis penalidades legais, terão de ser pagos pelo tomador. Vão além dos juros extras dele exigidos pela situação geral do mercado. Dessa maneira, a lei destinada a fazer baixar o preço pago pelo tomador necessitado de dinheiro acaba fazendo aumentar muito esse preço!

Essas Leis sobre Usura têm também uma tendência diretamente desmoralizadora. Sabedores da dificuldade de detectar uma transação pecuniária ilegal entre duas pessoas, enquanto essas duas pessoas envolvidas têm interesse em manter o segredo, os legisladores recorreram ao expediente de tentar o tomador para ele se tornar o informante, fazendo a anulação da dívida parte da penalidade imposta à infração.

Remuneraria assim a desonestidade dessas pessoas, primeiro, por conseguirem apossar-se da propriedade do dinheiro de outros, mediante uma promessa de devolução falsa. Depois, não somente por recusarem o pagamento comprometido de juros e amortização,

mas também por invocarem penas legais sobre aqueles antes procurados para lhes ajudar na sua necessidade de crédito.

O senso moral da humanidade com muita razão infama aqueles, inicialmente, resistentes à aplicação da Lei mas, depois, reclamam justamente com base na Lei da Usura. Ao mesmo tempo, tolera tal alegação somente quando a ela se recorre como a melhor defesa disponível contra uma tentativa realmente considerada como fraude ou extorsão. Essa severidade da opinião pública torna difícil o cumprimento de uma Lei sobre a Usura.

O motivo para restringir a usura não se deve a uma política pública, mas sim à consideração pelo interesse do tomador de empréstimo, considerado "vítima". Seria difícil apontar algum caso em onde seja mais descabida essa piedade por parte do legislador.

Deve-se presumir uma pessoa de mente sadia – e na idade na qual as pessoas são legalmente capazes de conduzir seus próprios negócios – seja um defensor idôneo de seus interesses pecuniários. Se tal pessoa pode vender uma propriedade, ou perdoar uma dívida, ou dar toda sua propriedade, sem controle por parte de lei, parece altamente viesado o único negócio não possível de fazer sem a intervenção da lei ser tomar um empréstimo financeiro.

A lei parece presumir todo aquele cujo propósito seja conceder dinheiro emprestado, por lidar com pessoas necessitadas, pode tirar proveito das necessidades delas. Exige condições limitadas apenas pelo seu próprio bel-prazer.

Assim poderia ser se os tomadores só tivessem acesso a um único emprestador de dinheiro. Mas quando há possibilidade de se recorrer à totalidade do capital em dinheiro de uma comunidade rica, nenhum tomador está colocado em posição de desvantagem no mercado, somente em decorrência do estado de necessidade onde se encontra.

Se ele não tiver condições de tomar empréstimos à taxa de juros paga por outras pessoas, deve ser porque não tem condições de oferecer o mesmo *grau de garantia*. Nesse caso, a concorrência limitará a procura extra a um equivalente justo pelo risco de se demonstrar a insolvência do tomador.

Embora a lei deseje favorecer o tomador, nesse caso é sobretudo contra ele cometida a injustiça! Qual injustiça seria maior senão o fato de uma pessoa não ter condições de oferecer condições totalmente seguras e por isso ser impedida de tomar empréstimos de pessoas dispostas a emprestar-lhe dinheiro, não permitindo a estas receberem a taxa de juros como uma remuneração justa pelo risco assumido?!

Devido à piedade equívoca da lei, tal tomador tem de ficar sem o dinheiro talvez necessário para livrá-lo de perdas muito maiores. Senão, é obrigado a recorrer a expedientes de tipo muito ruinoso. Estes a lei não teve possibilidade de proibir, ou, eventualmente, na realidade, não proibiu.

Pode acontecer a qualquer pessoa de negócios ver-se privada dos recursos com os quais havia contado, para cumprir algum compromisso, cujo não cumprimento em determinado dia equivaleria à falência. Em períodos de dificuldade comercial, essa é a condição de muitas empresas comerciais prósperas.

Elas concorrem pelo pequeno montante de capital disponível. Em um tempo de desconfiança geral, os proprietários não estão dispostos a emprestar. As restrições impostas por Lei sobre Usura são sentidas como um agravamento muito sério de cada crise comercial.

As leis anti-usura podem colocar um veto à realização de empreendimento mais promissor com alavancagem financeira. Este pode ser planejado por uma pessoa sem possuir o capital adequado para conduzi-lo ao sucesso.

Muitos dos aperfeiçoamentos foram de início olhados de esguelha por capitalistas. Tiveram de esperar muito tempo antes de encontrarem um capitalista suficientemente dotado de espírito de aventura para ser pioneiro de uma inovação.

Projetos onde se gastaram muito trabalho e grandes somas de dinheiro, com pouco resultado visível em seu *período de maturação*, tornam frequentes as profecias sobre o seu fracasso. Podem vir a ser suspensos indefinidamente, ou então apenas abandonados.

Perde-se, então, por completo o antes gasto, se, ao se esgotarem os fundos iniciais, a Lei da Usura não permitir levantar

mais dinheiro. Haveria condições nas quais as pessoas estão dispostas a expor seu dinheiro às vicissitudes um empreendimento ainda sem sucesso assegurado.

No Brasil, Lei da Usura é a denominação informal atribuída à legislação definidora como sendo ilegal a cobrança de juros superiores ao dobro da taxa legal ao ano. Atualmente, seria a taxa SELIC. Condena a cobrança exorbitante capaz de por em perigo o patrimônio pessoal, a estabilidade econômica e a sobrevivência pessoal do tomador de empréstimo. Nestes casos, o prestador é denominado *agiota*.

Discute-se, juridicamente, se ainda está em vigor na forma do decreto nº 22.626, de 7 de Abril de 1933. Ela define as punições e preceitos legais a respeito. Limitou a taxa de juros contratuais a 12% ao ano e proibiu o *anatocismo* – cálculo de juros sobre juros.

A lei em questão se aplica a negócios civis. No tocante às instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN), o Supremo Tribunal Federal, por meio de sua Súmula nº 596, há muito já fixou entendimento de não se aplicar a citada limitação de juros a 12% ao ano.

O limite de 12% ao ano foi posteriormente previsto para as instituições integrantes do SFN no art. 192, § 3º, da Constituição Federal de 1988. Porém, o mesmo Supremo Tribunal tem decidido reiteradamente tal disposição constitucional ter sua aplicação pendente de Lei Complementar disciplinadora do SFN.

Quanto à vedação da capitalização dos juros, porém, a Súmula nº 121 do STF entende ser aplicável inclusive às instituições integrantes do SFN. O que ele não explica é como reestruturar um sistema financeiro a pagar juros compostos também para captar os passivos usados como lastros dos ativos sobre os quais recebe juros compostos. Seria o fim da riqueza financeira acumulada para a aposentadoria?!

### 1.2.2. Protestantismo Ascético

Ascese, na filosofia grega, denominava um conjunto de práticas e disciplinas caracterizadas pela austeridade e autocontrole do corpo



e do espírito, que acompanham e fortalecem a especulação teórica em busca da verdade. Mas, no cristianismo e em todas as grandes religiões, passou a designar um conjunto de práticas austeras, comportamentos disciplinados e prevenções morais prescritos aos fiéis, tendo em vista a realização de desígnios divinos e leis sagradas.

Ascese significa dedicação ao exercício das mais altas virtudes tais como a exigência de perfeição ética do protestantismo, nos primórdios do capitalismo. Seria também o caso de parcimônia, frugalidade ou "poupança", segundo a sabedoria convencional econômica.

Da base moral do protestantismo, segundo Max Weber, surge não só a valorização religiosa do trabalho e da riqueza, mas também uma forma de vida determinante da submissão de toda a existência do indivíduo a uma lógica férrea e coerente: *uma personalidade sistemática e ordenada, dotada de caráter metódico, disciplinado e racional*.

Sem estes impulsos morais, inspiradores do *Homo Economicus*, não seria possível compreender a ideia de vocação profissional. Esta concepção subjaz às figuras modernas do operário e do empresário.

A moral específica dos círculos protestantes possuem uma relação de afinidade eletiva com *o comportamento capitalista*. Este espírito subjaz ao capitalismo e, ainda se este não derivar apenas deste fator, trata-se de um impulso vital para o entendimento do mundo moderno contemporâneo.

Na "*História Geral da Economia*" (Os Pensadores. São Paulo; Abril Cultural; 1974: 159), Max Weber considera a diversidade das atividades lucrativas exercidas na Antiguidade e na Idade Média, assim como os diversos tipos de capitalismo.

Encontra, primeiramente, por toda a parte, e nas épocas mais diferentes, "vários tipos de um capitalismo irracional: empresas capitalistas que tinham por finalidade o arrendamento dos tributos (...) e outras espécies de contribuições para financiar a guerra (...); capitalismo mercantil de tipo especulativo, tal como os mercadores o conheceram, quase sem exceção em todas as épocas da história; e capitalismo usuário, que, através do empréstimo, explora as necessidades alheias.

Todas estas formas de capitalismo são orientadas no sentido da presa de guerra, dos impostos, das prebendas oficiais, da usura oficial (...), e, finalmente, dos tributos e das soluções de necessidades diárias. Todas estas foram, somente, circunstâncias econômicas de caráter irracional, sem jamais surgir delas um sistema de organização do trabalho.

O capitalismo racional tem em conta as possibilidades do mercado, isto é, oportunidades econômicas no sentido mais estrito do termo. Quanto mais racional for, mais se baseia na venda para grandes massas e na possibilidade de abastecê-las. *Esse capitalismo, elevado à categoria de sistema, apenas se consegue no desenvolvimento moderno Ocidental, nos fins da Idade Média*”.

Em 1913, Weber ainda desconhecia um sistema de crédito popular massivo. Relacionava o capitalismo usuário à irracionalidade, “através do empréstimo, explora as necessidades alheias”. Capitalismo racional refere-se apenas a um sistema de organização do trabalho capaz de levar em conta as possibilidades do mercado. Juntamente com a Teoria do Valor-Trabalho marxista, reforça *uma longa tradição normativa de se enxergar o capitalismo como deveria ser e não como é*.

Quando trata do Desenvolvimento das Ideias Capitalistas, Weber (1974: 173) indica: “a ética da moral econômica da Igreja encontra-se sintetizada na ideia, possivelmente tirada do arianismo, que se tem do mercador: *homo mercator vix aut numquam potest Deo placere* [“pode-se negociar sem incorrer em pecado, mas nem assim ainda será agradável a Deus”]. Esta norma esteve em vigor até o século XV. Somente a partir de então, procurou-se pouco a pouco atenuá-la, em Florença, sob a pressão das circunstâncias econômicas alteradas.”

“A aversão profunda da época católica e, mais tarde, da luterana, ao relacionado a todo incentivo capitalista, apoia-se, particularmente, no ódio à impessoalidade das relações dentro da economia capitalista. Esta impessoalidade subtrai determinadas relações humanas à influência da Igreja, e exclui a possibilidade de ser vigiada, e, inspirada eticamente, ser regulada de um modo direto.”

“Mas são difíceis de modalizar as relações entre o credor pignoratício e a propriedade em colateral pela hipoteca, ou entre os endossados de uma Letra de Câmbio, sendo demasiadamente complicado, quando não impossível, conseguir essa moralização. O resultado do critério eclesiástico, a este respeito, foi a ética econômica medieval apoiar-se na norma do *iustum pretium*, com exclusão do regateio nos preços e da livre concorrência, assegurando-se a todos a possibilidade de viver”.

Max Weber salienta não concordar com Werner Sombart, quando este atribui aos judeus a responsabilidade pela quebra deste conjunto de normas.

“A posição dos judeus na Idade Média pode, sob o aspecto sociológico, comparar-se com a de uma *casta indiana*: os judeus assemelham-se a um povo constituído de párias. (...) No presente, os *judeus estão marcados como um povo de párias*, seja como castigo dos pecados de seus pais (segundo a concepção de Isaías), ou para salvação do mundo (condição segundo a influência de Jesus de Nazaré).

“Esta situação só pode ser eliminada através de uma revolução social. Na Idade Média, os judeus formavam um povo à margem; achavam-se fora da sociedade burguesa”.

Tinham situação igual aos comerciantes cristãos: como eles, operavam com dinheiro, mas só eles estavam sob a proteção dos príncipes. Os judeus exerciam tal atividade mediante o pagamento de certos tributos. Já havia movimentos antissemiticos.

Os preceitos do seu rito constituíram o centro de gravidade econômica de seu povo. Incentivava a prática do comércio e, especialmente, das operações com dinheiro.

“A religião judaica premiava a quem possuísse o conhecimento da Lei, cujo estudo contínuo se adaptava melhor àqueles dedicados às operações financeiras. Elas lhes proporcionavam mais tempo para tal.

As autoridades eclesiásticas proibiam tal usura, condenando, de modo geral, todo o comércio de dinheiro. Daí a razão pela qual os

judeus praticavam-no, em virtude de não reconhecerem os cânones da Igreja.

Finalmente, o judaísmo, mantenedor do dualismo universal primitivo, entre moral de grupo e moral com referência a estranhos, pode receber juro destes últimos, coisa não feita com os irmãos de religião e com pessoas afins. Deste *dualismo* originou-se a legitimidade dos negócios econômicos irracionais, como o arrendamento de tributos e o financiamento de negócios públicos de toda espécie. (...) era um *capitalismo de párias*, não um *capitalismo racional*, como se produziu no Ocidente” (Weber; 1974: 174).

*Pária* é o indiano não pertencente a qualquer casta, considerado impuro e desprezível pela tradição cultural hinduísta. Entre os párias, em sua maioria descendentes de tribos indianas autóctones e insubmissas ao domínio ariano, também se incluem os “bastardos”, isto é, os com pais estrangeiros ou pertencentes a castas diferentes, os filhos de meretrizes e os que cometeram graves infrações contra preceitos sociais ou religiosos.

Portanto, quem se dedicava às operações financeiras ou ao financiamento de negócios públicos de toda espécie eram pessoas mantida à margem da sociedade ou excluída do convívio social.

Entretanto, Weber (1974: 175) reconhece: “o judaísmo teve uma grande importância para o *capitalismo racional moderno*, quando transmitiu ao cristianismo sua *hostilidade à magia*. (...) Prestou, com isso, um grande serviço à história da economia.

Na realidade, o *império da magia*, fora do âmbito do cristianismo, é um dos maiores obstáculos à racionalização da vida econômica. A magia vem estereotipar a técnica e a economia. (...) o capitalismo não pode surgir de um grupo econômico fortemente influenciado pela magia”.

Quebrar a força de tal *magia*, tipo “o mundo assombrado por demônios”, e impregnar uma vida nova com *racionalismo*, somente foi possível, em todos os tempos, através das profecias racionais. Todavia, Weber salienta: “nem toda profecia destruiu a invocação mágica”.

Acho ser o caso das profecias de economistas neoclássicos. Eles invocam a Teoria dos Fundos de Empréstimos...

No Capítulo II de "*A Ética Protestante...*", Max Weber analisa "*O Espírito do Capitalismo*". Toma como representativas desse espírito as ideias-capitais das Finanças Racionais pregadas por Benjamin Franklin em máximas tais como "tempo é dinheiro", "o crédito é dinheiro", ou "dinheiro gera mais dinheiro", ou ainda "o bom pagador é dono da bolsa alheia".

Weber mostra *o espírito do capitalismo não ser caracterizado pela busca desenfreada do prazer e pela busca do dinheiro por si mesmo*. O espírito do capitalismo deve ser entendido como uma *ética de vida*, uma orientação na qual o indivíduo vê a dedicação ao trabalho e a busca metódica da riqueza como um dever moral.

Cita também: "depois da *produtividade* e da *frugalidade*, nada contribui mais para um jovem subir na vida em lugar de *a pontualidade* e *a justiça* em todos os seus negócios. Portanto, 'nunca conserves dinheiro emprestado uma hora além do tempo prometido', senão um desapontamento fechará a bolsa de teu amigo para sempre".

Ele diz essas normas morais apresentarem "a vantagem de ser livre de qualquer relação direta com a religião, estando assim, para os nossos objetivos, livre de preconceitos" (Weber; 1974: 184).

A peculiaridade desta Filosofia da Avareza parece ser o ideal de um homem honesto, de crédito reconhecido e, acima de tudo, a ideia do dever de um indivíduo com relação ao aumento de seu capital. Este é tomado como um fim em si mesmo.

Na verdade, é por ele pregado não uma simples técnica de vida, mas sim uma *ética peculiar*, cuja infração é tratada como um esquecimento do dever. É preconizado não mero bom senso comercial, mas sim um *Éthos*. Esta é a qualidade de interesse para Weber.

*Éthos* é um conjunto dos costumes e hábitos fundamentais, no âmbito do comportamento (instituições, afazeres, etc.) e da cultura (valores, ideias ou crenças), característicos de uma determinada coletividade, época ou região. Cada casta possui seu *Éthos* cultural.

O conceito espiritual do capitalismo moderno é usado neste sentido específico de *caráter ético como máxima orientadora da vida*.

Benjamin Franklin foi um dos líderes da Revolução Americana. É conhecido não só por suas citações, mas também por, após seu retorno de longa estadia na França, em 1785, ter se dedicado à *abolição da escravatura*. Tornou-se presidente de uma associação com vistas a esse fim e à libertação dos negros ilegalmente retidos em cativeiro.

Todas as atitudes de Franklin são caracterizadas pelo *utilitarismo*, ou melhor, pelo *pragmatismo*. A *honestidade* é útil porque assegura o crédito. Do mesmo modo, a *pontualidade*, a *laboriosidade*, a *frugalidade*, e esta é a razão pela qual são virtudes. O contrário seria um "desperdício improdutivo".

De fato, o *summum bonum* desta "ética", a obtenção de mais e mais dinheiro, combinado com o estrito afastamento de todo gozo espontâneo da vida é, acima de tudo, completamente destituído de qualquer caráter *eudemonista* ou mesmo *hedonista*.

A doutrina do *eudemonismo* considera a busca de uma vida feliz, seja em âmbito individual seja coletivo, o princípio e fundamento dos valores morais. Julga eticamente positivas todas as ações condutoras do homem à felicidade.

O *hedonismo* refere-se à cada uma das doutrinas com concordância na determinação do prazer como o bem supremo, finalidade e fundamento da vida moral. Elas se afastam no momento de explicitar o conteúdo e as características da plena fruição, assim como os meios para obtê-la.

A *ética capitalista* é pensada como uma finalidade em si mesma. O homem é dominado pela produção de dinheiro, por sua aquisição encarada como finalidade última da sua vida.

A aquisição econômica não está mais está subordinada ao homem com meio de satisfazer a suas necessidades materiais. Esse *princípio orientador do capitalismo*, ao mesmo tempo, expressa *um tipo de sentimento inteiramente ligado a certas ideias religiosas*.

Weber usa a expressão "pré-capitalista" no sentido de a utilização racional de capital em uma empresa permanente e a

organização capitalista racional do trabalho ainda não se tinham tornado as forças dominantes na determinação da atividade econômica. O oponente mais importante contra o qual o “espírito” do capitalismo – no sentido de um estilo de vida normativo baseado e revestido de uma ética – teve de lutar, foi o tipo de atitudes e reação às novas situações, designadas por Weber como “tradicionalismo”: o homem não deseja “por natureza” *ganhar mais dinheiro*, mas simplesmente *viver como estava acostumado a viver*, e ganhar o necessário para este fim.

Surgiu a *forma de organização capitalista*, segundo Weber, antes de o *espírito do capitalismo*:

1. a atividade do empreendedor era de caráter puramente comercial;
2. o uso de capital, em giro, no negócio, era indispensável; e, finalmente,
3. o aspecto objetivo do processo econômico, a contabilidade, era racional.

Porém, o espírito a animar o empreendedor era ainda para um *negócio de cunho tradicionalista*. Em determinada época, esta vida de lazer foi subitamente convulsionada, quando se transformaram camponeses em operários.

Mudou-se também seu método de explorar o mercado, buscando tanto quanto possível o consumidor final. O empreendedor tomou em suas mãos os mínimos detalhes, cuidando pessoalmente dos fregueses, e, principalmente, ajustando diretamente a qualidade do produto às necessidades e aos desejos destes fregueses.

Ao mesmo tempo, ele começa a introduzir o *princípio dos baixos-preços e de grande giro*.

“Aqueles sem fazerem o mesmo, tem de sair do negócio. A situação idílica anterior desmorona sob a pressão de uma *luta amarga competitiva*, fortunas respeitáveis são feitas e não emprestadas a juros, mas sempre reinvestidas no negócio.

A velha atitude de lazer e conforto para com a vida deu lugar à *rija frugalidade*. Alguns a acompanharam e com isso subiram, porque

não desejavam consumir, mas ganhar, enquanto outros, ao conservarem o antigo modo de vida, viram-se forçados a reduzir o seu consumo” (Weber; 1974: 199).

O surgimento de um novo espírito – o “*espírito do capitalismo moderno*” – revela “a questão das forças motivadoras da sua expansão não ser, em primeira instância, uma questão de origem das somas de capital disponíveis para uso capitalístico, mas, principalmente, do *desenvolvimento do espírito do capitalismo*. Onde ele aparece e é capaz de se desenvolver, ele produz seu próprio capital e seu suprimento monetário como meios para seus fins, e não o inverso” (id.; ibid.).

Weber não se refere, então, a um estágio primitivo do capitalismo, quando ainda predominava o autofinanciamento? E agora?

Ao homem pré-capitalista parece incompreensível, sem valor e até desprezível, alguém ser capaz de *fazer da meta de acumular riqueza um fim em si*, sem retirar nada de sua riqueza para si mesmo. Fazer dela a única finalidade de sua vida profissional, e “descer à tumba” sobrecarregado com um grande fardo material de dinheiro e bens, somente lhe parece explicável como o resultado de um instinto perverso, *a auri sacra fames* [maldita fama do ouro]. No entanto, o sistema capitalista necessita desta *devoção à “vocação” para ganhar dinheiro*.

Uma atitude ética como a de Benjamin Franklin seria simplesmente impossível de ser imaginada pela doutrina dominante anteriormente. Por causa do constante *risco de choque com a doutrina da Igreja sobre a usura*, seria algo perigoso para a salvação.

Então, somas bastante consideráveis iam como “dívida de consciência” para instituições religiosas e às vezes até voltavam a antigos devedores como *usura*. Esta lhes tinha sido injustamente arrebatada.

Mesmo os céticos e as pessoas indiferentes à Igreja costumavam reconciliar-se com ela através de “presentes”. Estes donativos eram um tipo de “seguro” contra as incertezas do poder vir após a morte – e suficientes para garantir a salvação.



Weber (1974: 204) se pergunta: “como uma atividade, na melhor das hipóteses, eticamente tolerada, transformou-se em uma vocação no sentido de Benjamin Franklin? Como se explica, historicamente, o fato de no centro mais altamente capitalista daquela época, em Florença, nos séculos XIV e XV – *o mercado de dinheiro e capital de todos os grandes poderes políticos* –, fosse considerado eticamente perigoso?

Quando muito, esse mercado de dinheiro era apenas tolerado. Mas, nas retrógradas circunstâncias pequeno-burguesas da Pensilvânia do século XVIII, onde a economia se via ameaçada, pela simples falta de dinheiro, a regredir ao primitivo estágio de troca, onde dificilmente havia um sinal de grande empresa, onde podiam ser encontrados apenas os primórdios de um sistema bancário, elevação era considerado moralmente digno de louvor e podia mesmo equivaler a uma norma de vida!”

Apontar isso como “um reflexo das condições materiais sobre a superestrutura ideal”, para Weber, seria patentemente insensato. Então, de qual rol de ideias originava-se a concepção de uma atividade dirigida para lucros, encarada como uma vocação para a qual o indivíduo se sentisse com obrigações?

Minha questão-chave é se a tentativa de autores neoclássicos descreverem o racionalismo econômico como a feição mais destacada da vida econômica como um todo foi bem-sucedida ou não. A Economia Comportamental contemporânea rompe com essa premissa da racionalidade do *Homo Economicus* e consequentes comportamentos homogêneos, atomistas e flexíveis dos diversos agentes econômicos.

No entanto, quando Max Weber escreveu os ensaios, entre 1904 e 1905, reunidos em livro sob o título de “*A Ética Protestante....*”, publicado em 1920, ano quando ocorreu sua morte, era natural afirmar: “este processo de racionalização no campo da Ciência e da organização econômica determina, indubitavelmente, uma parte importante dos ‘ideais da vida’ da moderna sociedade burguesa. O trabalho a serviço de uma organização racional para o abastecimento de bens materiais à humanidade, sem dúvida, tem-se apresentado sempre aos representantes do *espírito do capitalismo*

como uma das mais importantes finalidades da sua vida profissional” (Weber; 1974: 205).

Ele compara as características fundamentais de uma economia capitalista individualista, racionalizada com base no cálculo rigoroso, em contraste com a precária existência do camponês e com o tradicionalismo privilegiado do artesão da guilda e do “capitalismo aventureiro”, orientado na exploração de oportunidades políticas e na especulação irracional. Assim, *o desenvolvimento do espírito do capitalismo seria melhor entendido como parte do desenvolvimento do racionalismo como um todo*, e poderia ser deduzido da posição do racionalismo quanto aos problemas básicos da vida.

Essa ideia de “racionalizar” a vida é um conceito histórico. Engloba todo um mundo de componentes diversos. Weber assume a tarefa de descobrir quem foi o pai intelectual da ideia de uma “vocação” e a divisão do trabalho pela “vocação” ter se tornado um dos elementos mais característicos da cultura capitalista.

No Capítulo V de sua obra-prima, Weber relaciona “*A Ascese e o Espírito do Capitalismo*”. Para o relacionamento das ideias religiosas fundamentais do Protestantismo ascético com as suas máximas da vida econômica cotidiana, ele recorre aos escritos teológicos decorrentes da prática sacerdotal. Neles, percebe a riqueza em si mesmo ser vista como sério perigo.

A *ascese* parece então voltar-se contra toda procura de riqueza em bens temporais, pois seria desprovida de sentido, quando comparada com a superior importância do reino de Deus. Compartilha com os escritos puritanos a condenação da procura moralmente suspeita de bens e valores pecuniários.

Na verdade, a verdadeira objeção moral refere-se ao descanso sobre a posse, ao gozo da riqueza, com a sua consequência de ócio e de sensualidade, e, antes de mais nada, à desistência da procura de uma vida “santificada”. E apenas é condenável porque a riqueza traz consigo este perigo de relaxamento.

O “eterno descanso da santidade” encontra-se no outro mundo. Na Terra, o Homem deve, para estar seguro de seu estado de graça, “trabalhar o dia todo em favor do que lhe foi destinado”.

Não é, portanto, o ócio e o prazer, mas apenas a atividade o capaz de aumentar a glória de Deus! O Homem está condenado a “trabalhar como um mouro”, embora essa expressão tenha vindo de quando Portugal se libertou da invasão moura e muitos dos membros do antigo exército invasor lá permaneceram como servos ou escravos.

A *perda de tempo*, portanto, é o primeiro e o principal de todos os pecados. A perda de tempo através da vida social, conversas ociosas, do luxo, e mesmo do sono além do necessário para a saúde – seis, no máximo oito, horas por dia – é absolutamente indispensável do ponto de vista moral. Afinal, toda hora perdida no trabalho redundava uma perda de trabalho para a glorificação de Deus!

A tendência geral do antigo judaísmo para a ingênua “aceitação da vida como ela era” [Economia Positiva?] diferia muito do caráter específico do puritanismo. Da mesma forma, distava dele a ética econômica dos judeus da Idade Média e dos tempos modernos, justamente nos traços determinantes da posição de ambos no desenvolvimento do *Éthos* capitalista.

Os judeus participavam do “capitalismo aventureiro”, político ou especulativo – seu *Éthos*, nas palavras de Weber (1974: 219), era o do *capitalismo pária* –, enquanto o puritanismo se baseava no *Éthos* da *organização racional do capital e do trabalho* e apenas adotou da ética judaica aquilo adaptável a tal propósito.

Para o puritanismo, o Homem é apenas um guardião dos bens lhe confiados pela graça de Deus. Como o servo da Bíblia, deve prestar conta até o último centavo, não lhe sendo, pois, um pouco imaginável gastar o que quer que fosse sem uma finalidade que não a glória de Deus, mas apenas a sua própria satisfação.

Essa é a ideia do dever do Homem para com os bens lhe confiados, aos quais se subordina como administrador, ou até como “máquina de ganhar dinheiro”, estende-se com seu peso paralisante sobre toda a sua vida.

Quanto maiores as posses, mais pesado será o sentimento de responsabilidade, se prevalecer a *mentalidade ascética* em conservá-las integralmente para a glória de Deus, ou em aumentá-las através de infatigável trabalho.

Segundo Weber (1974: 225), “a gênese desse tipo de vida remonta também, como tantos outros traços do *moderno espírito capitalista*, à Idade Média, mas foi só na *ética do protestantismo ascético* onde ele encontrou seus fundamentos morais mais consistentes. Seu significado no desenvolvimento do capitalismo é óbvio”.

Esse ascetismo secular do protestantismo opunha-se, assim, poderosamente, ao espontâneo usufruir das riquezas, e *restringia o consumo*, especialmente, o consumo de luxo. Não fazia uma campanha contra o enriquecimento, mas contra o uso irracional da riqueza. Não se desejava impor a mortificação ao homem de posses, mas *o uso de sua riqueza para fins necessários, práticos e úteis*.

A acumulação de riqueza decorre de duas fontes psicológicas diversas. Uma remonta às fortunas familiares, quando se justificava o desejo de morrer sob o peso de um grande fardo de bens materiais, acima de tudo, para assegurar a continuidade da empresa, mesmo à custa dos interesses pessoais da maioria dos descendentes.

Esse desejo de se dar a uma criação do indivíduo o seu ideal de vida, mesmo após sua morte, visava manter *o splendor familiae*, estendendo através de várias gerações a personalidade do fundador, ou seja, era um motivo essencialmente egocêntrico. Os motivos do puritanismo afastavam-se desse imperativo categórico e pautavam-se tão somente pela glória de Deus, e não pela vaidade humana.

Esse dever constitui a vocação de cada um. Chega ao ponto de muitos milionários norte-americanos adotarem o comportamento de não deixar seus milhões de dólares para os filhos. Visam eles não serem privados dos efeitos morais favoráveis da necessidade de trabalhar para sustentar-se. Atualmente, essa “síndrome da colher-de-prata” é tão efêmera como uma bolha...

Quanto à produção da riqueza privada, *a ascese condenava tanto a desonestidade como a ganância instintiva*. Era altamente repreensível a ambição pela riqueza em si, mas não como sinal da benção divina, justificando-se a sua conservação através do trabalho profissional.

Combinando essa restrição ao consumo com essa liberação de riqueza, é óbvio o resultado daí decorrente: *a acumulação capitalista*

*através da compulsão ascética à poupança.* As restrições impostas ao uso da riqueza adquirida só poderiam levar a seu uso produtivo com investimento de capital.

A maior simplicidade da vida nos círculos mais religiosos, junto com uma grande riqueza, levou a *uma grande propensão ao acúmulo de capital.* Eram outros tempos, sem as atrações da sociedade de consumo e com alto grau de autofinanciamento.

Portanto, o argumento de Weber (1974: 229) é, “enquanto se foi estendendo a influência da concepção de *vida puritana* – e isto, naturalmente, é muito mais importante comparado ao simples fomento da acumulação do capital – ela favoreceu o desenvolvimento de uma *vida econômica racional e burguesa.* Era a sua mais importante, e, antes de mais nada, a sua única orientação consistente, nisto tendo sido o berço do moderno ‘*homem econômico*’”.

O temor dos líderes de movimentos ascéticos era, toda vez quando a riqueza aumentasse, a religião diminuísse na mesma medida. A religião deveria, necessariamente, produzir tanto a operosidade (indústria) como o senso de Economia (frugalidade).

Essas virtudes só podiam produzir riqueza. Quando esta aumentasse, cresceria o orgulho, a paixão e o amor ao mundo em todas as suas formas – os apetites da carne e a soberbia da vida. Assim, embora permaneça a forma da religião, seu espírito rapidamente se desvanece.

Não haverá algum meio para evitar essa decadência pura da religião? A resposta metodista era: “devemos exortar todos os cristãos a ganhar tudo o que for possível e a economizar o máximo possível, isto é, em outras palavras, a se enriquecerem”.

Seguia-se a exortação de “aqueles ganhadores de tudo o possível e poupadores quanto possível” também “devem dar tudo o possível”, para assim crescer na graça de Deus, e amealhar um tesouro no céu. Já era uma Teologia da Prosperidade dos bispos...

Daí surgiu uma consciência incrivelmente boa, dito de maneira farisaica, para desfrutar uma confortável *vida burguesa*, retratada

pelo provérbio alemão do “travesseiro mole”. Seria permitida se o “endinheiramento” ocorresse por via legais.

Fariseu é termo relativo a ou membro de grupo religioso judaico, surgido no século II a.C.. Vivia na estrita observância das escrituras religiosas e da tradição oral, mas foi acusado de formalista e hipócrita pelos Evangelhos.

Portanto, passou a designar aquele seguidor, de maneira formalista, uma religião ou aquele, por observar fielmente um dogma ou rito, se enxergar como o dono da verdade e da perfeição, achando-se no direito de julgar e condenar a conduta de outrem a pretexto de dar ajuda. Refere-se também a aquele ostentador de piedade e virtude sem tê-las, sendo orgulhoso e hipócrita.

Uma ética profissional especificamente burguesa surgiu em seu lugar. De um lado, consciente de estar na plena graça de Deus, e sob sua visível benção, estava o *empreendedor burguês*. De outro, o poder da ascese religiosa punha à sua disposição *trabalhadores sóbrios, conscientes e incomparavelmente produtivos*. Ele se aferravam ao trabalho como a uma finalidade desejada por Deus.

Já Calvino tivera a opinião de somente quando o “povo”, isto é, a massa de operários e artesãos, fosse mantido pobre, ele se submeteria e se conservaria obediente a Deus. Secularizaram-na ao afirmar: “as massas só trabalhavam quando alguma necessidade a isso as forçasse”. Essa formulação de um *leitmotiv* da economia capitalista iria desembocar na torrente de busca de aumento da produtividade por trabalhador através de baixos salários – e altos desempregos.

Havia também, sob o ponto de vista dos trabalhadores, a corrente religiosa capaz de glorificar o trabalhador fiel a seu ofício. Ele não ansiava por riquezas, mas vivia de conformidade com o modelo apostólico, sendo assim dotado do *charisma* dos discípulos.

Weber (1974: 233) afirma: “toda a literatura ascética, de quase todas as religiões, está saturada do ponto de vista de o trabalho consciente, mesmo por baixos salários, da parte daqueles a quem a vida não oferece outras oportunidades, é algo de sumamente agradável a Deus”.

Nisto a ascese protestante não produziu novidade nenhuma, apenas produziu uma norma, sozinha, *suficiente para torna-la eficiente*: a da sanção psicológica através da concepção do trabalho como vocação, como meio excelente, senão único, de atingir a certeza da graça.

Ela legalizou assim a exploração dessa específica vontade de trabalhar, com o que também interpretava como “vocação” a atividade do empreendedor. Apenas através do preenchimento do dever vocacional, e a estrita ascese imposta naturalmente pela Igreja, especialmente nas classes pobres, iria influenciar a “produtividade” do trabalho, no sentido capitalista da palavra.

Weber (1974: 235) conclui: “desde quando o ascetismo começou a remodelar o mundo e a nele se desenvolver, os bens materiais foram assumindo uma crescente, e, finalmente, uma inexorável força sobre os homens, como nunca antes na História. Hoje em dia – ou definitivamente, quem sabe – seu espírito religioso safou-se da prisão.

O capitalismo vencedor, apoiado em uma base mecânica, não carece mais de seu abrigo. (...) No setor de seu mais alto desenvolvimento, nos Estados Unidos, a procura por riqueza, despida de sua roupagem ético-religiosa, tende cada vez mais a associar-se com paixões puramente mundanas. Elas, frequentemente, lhe dão o caráter de esporte”.

Ouso contestar Weber, com minha fácil sabedoria *ex-post*, quando ele afirma “ninguém sabe ainda a quem caberá no futuro viver nessa prisão, ou se, no fim desse tremendo desenvolvimento, não surgirão profetas inteiramente novos, ou um vigoroso renascimento de velhos pensamentos e ideias, ou ainda nenhuma dessas duas – e sim a eventualidade de uma petrificação mecanizada, caracterizada como produção, se torna essa convulsiva espécie de autojustificativa”.

Parece-me terem surgido profetas inteiramente novos e um vigoroso renascimento de velhos pensamentos e ideias: os economistas neoclássicos! Eles pregam parcimônia e/ou corte de gastos de consumo, equivocadamente, *como a poupança fosse algo religiosamente essencial para uma economia de endividamento*.

### 1.2.3. Finanças Islâmicas

A interdisciplinaridade da Economia Normativa Religiosa permite entender de qual modo *elementos não-econômicos* afetam a vida em sociedade e até mesmo a maneira como os próprios interesses econômicos são ou podem ser estruturados sob instituições marcadas por *valores culturais e morais*. Um exemplo importante disso pode ser visto no caso das chamadas Finanças Islâmicas (ou *Islamic Finance*). Elas têm despertado o interesse de estudiosos em várias partes do mundo.

As práticas financeiras sob o Islamismo, de um modo geral, necessitam ser submetidas ao conhecido como *Sharia*, o direito vigente elaborado a partir do Corão, da *Sunna* (testemunhos dos atos e propósitos do profeta) e do *fiqh* (doutrina jurídica). Os produtos financeiros são montados de maneira a respeitar a Sharia. Eles têm se expandido.

Segundo documento produzido pelo *Islamic Financial Services Board* (IFSB) e outras instituições, as origens das práticas financeiras islâmicas remontam à década de 1890, quando o Barclays Bank abriu uma filial no Cairo. Visava processar parte do financiamento relacionado à construção do Canal de Suez.

Desde então, a crítica religiosa à cobrança de acréscimos financeiros (*riba*) ou juros torna-se um dos pontos centrais. Erigiu-se em princípio jurídico, das práticas financeiras islâmicas.

Entre as décadas de 1930 e 1950, com base em perspectivas econômicas islâmicas, economistas passaram a criticar a prática dos juros e a propor alternativas a ela, tais como parcerias ou associações econômicas. Em 1953, economistas islâmicos elaboraram uma descrição do planejado *sistema financeiro sem juros*.

Nesse sistema alternativo, a cobrança de juros seria substituída por combinações de parcerias ou consórcios chamados *mudarabah*. O documento do IFSB e outros assim descreve o *mudarabah*: “um contrato de consorciação (partnership) entre capital e trabalho — isto é, entre duas partes [sendo] um ou mais proprietários do capital ou financistas [...] e um empresário ou administrador de investimento.”



Acrescenta: "O lucro é distribuído entre as duas partes consoante uma proporção pré-determinada, acordada no momento de formação do contrato." E ainda: "a perda financeira recai apenas sobre os financistas", enquanto "a perda do empresário está em não receber qualquer recompensa por seus serviços".

Embora haja quem queira converter os capitais islâmicos às práticas ocidentais, vê-se claramente a engenharia institucional, onde estão inseridas as Finanças Islâmicas, tem, pela tradição, características distintas das definidas nos negócios financeiros ocidentais.

Assim, o caso da indústria financeira islâmica abre a oportunidade para se entender a Economia, enquanto disciplina intelectual, poder ser diferente da estudada nas universidades ocidentais, pode até mesmo ser *islâmica*.

As Finanças Islâmicas oferecem também um exemplo vivo de as instituições não necessitarem ter, eternamente, as formas adquiridas em uma determinada conjuntura: elas podem mudar, inclusive para servir a uma concepção de justiça ou a um "bem". A dúvida religiosa é se deve subordinar o processo de mudança das instituições à especulações de financistas sem compromisso profissional ou moral com considerações éticas.

Aliás, esta tem sido, de certo modo, a base da motivação de grupos interessados em promover novas maneiras de se organizar a economia, tais como a "responsabilidade social das empresas" ou ESG [*Environmental, Social and Corporate Governance*: Governança Ambiental, Social e Corporativa], os três fatores centrais na medição da sustentabilidade e do impacto social de um investimento em uma empresa ou negócio.

As chamadas "Finanças Éticas" (*Ethical Finance*) exigem as avaliações de investimentos com base em *critérios de direitos humanos*. Nisso tudo, como demonstra o caso das Finanças Islâmicas, os economistas, juntamente com os juristas, podem prestar relevante auxílio.

Segundo Ibrahim Warde (<http://diplo.uol.com.br/2001-09,a42>), a maioria das grandes instituições financeiras ocidentais está empenhada em conquistar mercado, sob a forma de filiais, instalando

“guichês islâmicos” e/ou oferecendo produtos financeiros destinados a uma clientela muçulmana. Há inclusive um “índice Dow Jones do mercado islâmico”, símbolo da integração das Finanças Islâmicas na economia global.

Este fenômeno pode parecer paradoxal, pois há quem considere o Islã incompatível com a “nova ordem mundial”. Ela se instaurou com o fim da Guerra Fria. Como explicar, no momento da globalização financeira, instituições ao recusarem “a usura” poderem se integrar a um sistema totalmente baseado no lucro? Quais dessas técnicas modernizadas podem atingirem seu momento áureo exatamente no momento quando o Islã político entra em convulsão?

A modernização das Finanças Islâmicas delineou-se, na década de 70, entre o avanço do pan-islamismo e o *boom* do petróleo. A Guerra dos Seis Dias, ocorrida em junho de 1967, assinalou, efetivamente, o *início do declínio do movimento nasserista, pan-árabe e secular*, e abriu caminho para a hegemonia regional da Arábia Saudita, sob a bandeira do pan-islamismo. A criação, em 1970, da Organização da Conferência Islâmica (OCI) reuniu os países muçulmanos e colocou os preceitos econômicos do Islã na ordem do dia. Os institutos islâmicos de pesquisa econômica proliferaram.

Em 1974, na reunião de cúpula de Lahore, a OCI decidiu, em contexto de quadruplicação dos preços do petróleo, criar o Banco Islâmico de Desenvolvimento. Essa instituição, sediada em Djedda, estabeleceu os parâmetros de um sistema de ajuda recíproca, fundado nos princípios islâmicos.

Em 1975, foi fundado o primeiro banco privado islâmico, o *Dubai Islamic Bank*. Uma associação internacional de bancos islâmicos foi criada para estabelecer normas e defender interesses comuns.

Em 1979, o Paquistão tornou-se o primeiro país a decretar a *islamização de todo o setor bancário*. Ele foi acompanhado, em 1983, pelo Sudão e pelo Irã.

Coube aos juristas muçulmanos adaptar uma tradição pré-capitalista às necessidades da sociedade contemporânea. Embora se mostrasse favorável ao comércio (profissão exercida pelo profeta

Maomé), a religião condenava os lucros gerados, exclusivamente, pelas finanças.

O Corão ensina, por exemplo, apesar de suas semelhanças, os lucros gerados pelo comércio são fundamentalmente diferentes daqueles gerados pelos empréstimos (2:275). O Islã proíbe particularmente a *riba*.

Essa palavra, geralmente traduzida por *usura*, significa literalmente "aumento". Sua interpretação, porém sempre se prestou a controvérsias: para alguns, a *riba* refere-se a todas as formas de "juros fixos"; para outros, a palavra designa apenas o lucro excessivo.

Embora algumas autoridades religiosas, entre as quais o xeque de Al Azhar, no Egito, tenham declarado lícitas algumas formas de juros, inúmeros ulemás continuam a adotar uma interpretação restritiva.

Sem contestar o princípio da remuneração do dinheiro emprestado, a tradição islâmica opõe-se ao aspecto "fixo e pré-determinado" dos juros referente à equidade e implica o potencial de exploração em relação ao devedor. O Islã tende a advogar a distribuição equitativa de riscos e benefícios.

Nos primeiros tempos do Islã, a forma de financiamento aplicada com mais frequência consistia em *associar o credor e o devedor*. Podia um comerciante bem-sucedido financiar uma operação levada a cabo por alguém, dividindo igualmente os lucros e as perdas.

Esta operação financeira associativa inspiraria o sistema de comandita, por procuração, da legislação francesa. Ela segue uma lógica semelhante à do capital de risco, popularizada pela "nova economia" via *Private Equity* ou *Venture Capital*.

Os teóricos das Finanças Islâmicas julgavam esse sistema mais adaptado às necessidades econômicas do mundo islâmico, bem como às exigências morais da religião. De fato, enquanto o banco clássico privilegia os detentores de capital ou de bens suscetíveis de serem hipotecados, o sistema financeiro associativo dá chance a empreendedores dinâmicos, se não forem milionários.

Esse sistema também permite àqueles, por razões religiosas, optantes até então por poupança, uma integração aos circuitos econômicos produtivos. O Islã acrescentou, ainda, uma dimensão caritativa às finanças: graças à gestão dos “fundos *dezkāt*”, assim como às suas doações, *os bancos deviam lutar contra a pobreza e a exclusão*.

Este novo sistema financeiro baseava-se em dois princípios de finanças associativas: a *mudaraba* (comandita) e a *amusharaka* (associação). Outros instrumentos “neutros”, como a *murabaha*, onde o banco tem o papel de intermediário comercial, comprando mercadorias necessárias a seus clientes e revendendo-lhes com lucro, teriam *um papel transitório*. Permitiriam os bancos gerarem recursos até ser generalizado *o sistema financeiro participativo*.

Quanto à *remuneração de depósitos*, também se baseava no princípio da partilha de perdas e lucros: as contas de poupança eram remuneradas (ou não) em função dos rendimentos do estabelecimento. As “contas de investimento”, destinadas a financiar aplicações específicas, eram remuneradas em função do resultado conseguido por essas aplicações.

Contudo, a parceria financeira revelou-se uma decepção: nem as infraestruturas financeiras, nem as mentalidades estavam prontas para isso. A experiência dos fracassos fez muitos estabelecimentos se afastarem das ambições iniciais.

Na ausência de investimentos lucrativos, em seus países de origem, aplicaram uma parte significativa de seus fundos no Ocidente. Sua predileção por “bens reais” (mercado imobiliário ou mercado de matérias-primas) expôs um grande número de bancos a perdas consideráveis. Os instrumentos “neutros”, embora deversem ter apenas um papel transitório, perpetuaram-se.

Em muitos aspectos, os bancos islâmicos só se diferenciam de seus similares convencionais por *uma linguagem destinada a disfarçar a existência do lucro*. Tiveram a imagem arranhada pelo desastre das empresas islâmicas de investimento no Egito, em 1988, bem como por um certo número de escândalos.

Muitos consideraram, na época, que as Finanças Islâmicas não passavam de um episódio efêmero associado ao *boom* do petróleo.

Na realidade, elas ainda iriam conhecer um crescimento muito grande, pois nesse meio tempo muitas mudanças transformaram o mundo financeiro internacional e o do Islã:

- por um lado, mutações tecnológicas e desregulamentação (globalização financeira, novos produtos financeiros etc.);
- por outro, mudanças políticas, econômicas, demográficas e sociais, devido ao impacto da revolução iraniana, guerra do Golfo, fim da União Soviética e emergência de novos Estados islâmicos, flutuações do mercado do petróleo, aumento de poder dos “tigres asiáticos”, emergência de uma burguesia religiosa muçulmana, etc.

Às custas da modernização de seus princípios e práticas as Finanças Islâmicas puderam conhecer seu verdadeiro impulso. Se o primeiro *ijtihad* (esforço de interpretação) se caracterizou pelo legalismo e pelo aspecto escolástico, o segundo empenhou-se em encontrar o espírito ou ‘a economia moral’ do Islã. Levou em conta os princípios capazes de, por muito tempo, permitirem sua adaptação às mais diversas culturas: *urf* (aceitação dos costumes locais), *darura* (necessidade) e *maslaha* (interesse geral).

As redes financeiras islâmicas, no passado, eram monolíticas e dominadas pelas monarquias do petróleo do Golfo, particularmente a Arábia Saudita. Elas refletem, atualmente, a diversidade do mundo muçulmano.

Mesmo países com tentativas de “islamizarem” completamente seus sistemas econômicos possuem diferenças originárias de circunstâncias geopolíticas, ou econômicas – e sofrem com diferentes interpretações religiosas. Os instrumentos atualmente passando por um crescimento considerável são, muitas vezes, aqueles, na década de 70, ilícitos (o seguro ou *takaful*) ou de uso ainda limitado (*sicav*).

Paralelamente ao crescimento no mundo financeiro das *sicav* éticas ou socialmente responsáveis, muitos fundos aplicados em empresas, ou setores, cujo caráter lícito se comprovou, drenam, atualmente, a “poupança” dos muçulmanos. Instituições financeiras islâmicas operam em mais de setenta e cinco países.

A inserção das Finanças Islâmicas na economia global é rica em paradoxos. Essas finanças, desde a década de 90, geram o essencial de seus lucros a partir de comissões e da tarificação dos serviços – e não, como antes, a partir do diferencial entre créditos e depósitos. Isso permitiu contornar os debates teológicos em relação à *riba*.

Por outro lado, a onda de inovação financeira depois da desregulamentação tornou possível a venda de todo tipo de “produto islâmico”. Uma obrigação financeira, por exemplo, podia ser decomposta, permitindo cada um de seus componentes – o “principal” e o “lucro” – serem vendidos separadamente.

Além do mais, o declínio do banco comercial tradicional, somado ao desenvolvimento dos bancos de investimento e das empresas de capital de risco, justificava a *legitimidade da ideia do sistema financeiro participativo*. E mais: a aproximação entre a indústria e as finanças, bem como a fusão de entidades financeiras, recriavam as condições de *um mundo de “banqueiros sem bancos”*. Prevaleceu durante a idade do ouro do Islã.

Ângela Martins trabalhava no ABC Roma, quando ele era controlado por Roberto Marinho. Era um banco brasileiro controlado por um grupo brasileiro. Mas, desde 1997, quando o capital foi adquirido pelo *Arab Banking Corporation*, tomou contato com os títulos financeiros obedientes a preceitos religiosos.

Esse assunto acabou virando o tema de sua tese de mestrado. Sem ascendência árabe, o interesse sobre o assunto foi estritamente profissional, inclusive ela nunca pensou em se converter muçulmana.

Ela é autora do único livro em língua portuguesa sobre o assunto: *A Banca Islâmica*, da Editora Qualitymark (168 páginas). Sua leitura permite conhecer mais a respeito dessa escola financeira. Ela é considerada uma das principais fontes de inovação no setor bancário.

A principal característica das Finanças Islâmicas é todas suas estruturas serem montadas em torno de um princípio fundamental: *evitar a especulação*. Na banca islâmica, todas as escolas legais trabalham para evitar quem tem dinheiro tirar vantagem daquele sem dinheiro – ou necessitado dele.

Em muitas circunstâncias, os instrumentos são considerados semelhantes aos de bancos tradicionais, justamente, porque nem todos os produtos e serviços existentes em banco comum contêm elementos especulativos. Por outro lado, em banco islâmico não existem muitos produtos do mercado financeiro convencional como, por exemplo, os derivativos.

No fundo, um banco islâmico pode ser comparado ao comércio. Para todo título emitido existe um produto tangível por trás, um lastro. Isso porque tudo o que alguém quiser comprar ou vender é saudável dentro do islamismo.

Diferentemente do catolicismo, onde “o rico nunca vai para o céu”, no islamismo, o dinheiro deve ser usado para fazer a economia crescer. Não há nada de errado em ganhar dinheiro, se sua atividade agregar algum tipo de valor.

A única proibição é *dinheiro não poder gerar mais dinheiro*. E assim, fica proibida a cobrança ou o recebimento de juros.

No Islã, a crença é de *o dinheiro existir para circular*. Ele precisa ser utilizado em compras-e-vendas, inclusive para girar ele não é confiscado pelo *zakah*, uma espécie de imposto de renda.

Não há nada de errado com o lucro, tampouco. Caso uma pessoa queira comprar, por exemplo, um carro, mas não tem dinheiro, ela pode comprá-lo a prazo, pagando um prêmio por isso. Esse tipo de transação comercial é perfeitamente aceita e considerada justa. *O que não se pode fazer é especular*.

Os produtos e serviços financeiros islâmicos passam por um processo de aprovação específico, pois são avaliados por um conselho de estudiosos da Lei Islâmica, *a sharia*. Por isso, esses órgãos são chamados de *sharia boards*.

Neles reside uma das grandes dificuldades da banca islâmica hoje: *a carência de padronização*. Isso ocorre porque muitos bancos têm seus Conselhos formados por estudiosos de escolas legais diferentes.

Existem cinco escolas principais: *hanafitas, malequitas, chafeitas, hambanitas e jafaritas*. Cada uma delas tem entendimentos diferentes a respeito de diversas questões. Conseqüentemente, o que

um determinado estudioso considera compatível com a Lei Islâmica pode ser tido como inadequado por outro.

As Finanças Islâmicas estão relativamente disseminadas no Oriente. Muito embora tenham florescido na região do Golfo, em países como Arábia Saudita e Bahrain, a Malásia é um centro de desenvolvimento de produtos muito importante.

O primeiro *sukuk* – título islâmico formatado à semelhança de um título de dívida tradicional, também conhecido como *bond* –, por exemplo, nasceu lá, como um produto para o mercado local. Em países onde a comunidade muçulmana é relevante, a banca islâmica também tem uma presença forte, como no Reino Unido.

Algumas estatísticas, como a apresentada pelo segundo maior banco islâmico do mundo, a *Kuwait Financia Bose*, revela 40% de seus clientes na Malásia não serem seguidores da fé islâmica. Os investidores não-muçulmanos de bancos convencionais se sentem atraídos pelas Finanças Islâmicas porque as enxergam como uma forma mais ética de fazer banco.

Existe uma percepção de haver uma preocupação maior com o cliente, cuidado atenciosamente, porque *a estrutura de sociedade de propósito específico torna o banco um credor/devedor solidário do cliente*. Eles partilham os resultados da transação, tanto no ganho quanto nas perdas. É um modelo mais *ético-religioso*.

Além disso, o islamismo é a religião mais crescente no mundo. É natural, portanto, haver interesse crescente em entender e seguir os preceitos dessa religião.

Se um cliente de banco islâmico deixa de pagar a prestação de um financiamento, normalmente, não se cobra nenhuma taxa dele. Mas as condições variam de uma instituição para outra.

De toda maneira, as condições são sempre detalhadamente negociadas no momento da celebração do contrato. Então, se o banco decidir cobrar uma taxa de processamento da cobrança, por exemplo, sua incidência e seu valor terão sido negociados previamente.

Mas isso é muito raro. De modo geral, o banco corre o risco de inadimplência. É esperado dele, aliás, compartilhar desse risco.



Justamente por isso se percebe o trabalho de financiamento concedido por ele agregar algum tipo de valor.

O processo de avaliação de crédito de um cliente é apenas um pouco mais complexo se comparado ao de um banco tradicional. A avaliação do objeto do contrato, isto é, o projeto com meta de se desenvolver com os recursos tomados do banco é realizada de maneira muito mais aprofundada. Isso porque ele é considerado mais além de um cliente. Quem trabalha com um banco islâmico acaba se tornando sócio dele.

Existem também restrições a determinadas atividades. Indústrias como as de carne de porco e bebida alcoólica são proibidas.

Então, um banco islâmico jamais financiaria a compra de grãos caso fossem destinados à produção de bebida, por exemplo. A produção de armas e a indústria de jogos de azar também ficam de fora.

A avaliação feita do projeto e da empresa é extensa. O financiamento a um hotel é perfeitamente possível. Mas se um cassino fizer parte do complexo, o negócio é inviabilizado.

Ao fazer a avaliação é preciso ir bem fundo para entender se, de alguma forma, direta ou indireta, esses recursos serão utilizados para financiar uma atividade não permitida pela *sharia*.

Se a empresa tiver no seu controle investidores judeus, por exemplo, em tese não teria nenhum tipo de restrição. Mas o fato é muito dificilmente uma empresa com judeus no seu controle irá buscar algum tipo de financiamento islâmico.

O simples fato de ser judeu, para um muçulmano, não teria restrição. Pode haver algum tipo de resistência em trabalhar em conjunto, mas não há qualquer espécie de restrição explícita. Isso não está escrito em lugar nenhum.

Uma hipótese é, se a doutrina econômica do Corão fosse aplicada em todo o mundo, a crise financeira a partir da explosão de 2008 teria sido evitada, provavelmente, mas não por razões morais, e sim por motivos ligados às proibições. Os princípios das Finanças

Islâmicas impedem existirem “ativos tóxicos”. Eles influenciaram muito para inflar e explodir a bolha de ativos.

Mas os princípios do Corão não são contra a busca do lucro, e isso poderia ter contribuído para a crise. O Islã respeita e promove a riqueza, mesmo considerando a busca do lucro dever ser almejada com a promoção de outros valores, como a justiça.

As Finanças Islâmicas são uma atividade arriscada por natureza. Os clientes não podem obter um juro fixo em suas contas. Isso significa um risco maior para eles.

Significa também os bancos deverem se envolver em atividades participativas, virando acionistas dos projetos financiados. Isto implica um grande risco para os bancos. Estudos acadêmicos da relação entre bancos e estabilidade financeira não mostram os islâmicos serem mais estáveis se comparados aos convencionais.

As Finanças Islâmicas podem ajudar o mercado financeiro, no mínimo, proporcionando diversificação para os investidores. Elas não são apenas para os muçulmanos, mas para todos os investidores.

No máximo, oferecem novos valores éticos para as Finanças. Dessa maneira, elas podem contribuir com justiça e cooperação.

Para os muçulmanos com pretensão de respeitar a *sharia* ao não utilizar atividades baseadas em juros, as Finanças Islâmicas significam *o acesso ao crédito*. Aos não-muçulmanos, é *uma opção de investimento*.

### 1.3. Debate entre Economistas Normativos e Economistas Positivos

#### 1.3.1. Sabedoria Convencional sobre Poupança

Um economista dotado apenas da sabedoria convencional, para criticar o considerado por ele um consumo elevado das famílias, afirma sua contrapartida, a poupança privada, estar “escassa”. Na ausência de superávit fiscal, é comum ele acrescentar à crítica também “a carência de poupança governamental”.

Ambos, a escassez de poupança e a restrição fiscal impediriam uma trajetória de crescimento econômico sustentado, diz o ortodoxo. Se ainda destacar “o baixo teto de divisas estrangeiras”, segue a tradição conhecida como a do Modelo dos Três Hiatos.

Os recursos escassos – *a escassez de poupança, a restrição fiscal, e o teto de divisas* –, de acordo com o Modelo dos Três Hiatos, apresentado por Bacha (1982: 285-310), poderiam limitar o crescimento do investimento da economia brasileira. Volta e meio, escutamos esta afirmação peremptória.

A sabedoria convencional manipula identidades de “Contabilidade Social”, transformando correlações em causalidades, com hipóteses *ad hoc*. Com esta manipulação, é apresentada uma série de conceitos de poupança.

O déficit do balanço de pagamentos em transações correntes é classificado como “poupança externa”. Porém, a “poupança interna real”, como fluxo de renda utilizado no gasto realizado na aquisição de bens e serviços associados ao investimento, não pode ser sua contrapartida.

Esta também não pode se contrapor à chamada “poupança interna financeira”. Esta é o saldo de aplicações das sobras líquidas de recursos em ativos financeiros.

Intuitivamente, o desavisado poderia pensar: esses conceitos, onde se mistura fluxos e estoques, são complementares e/ou “compensatórios”. Quando cai a poupança externa, sobe a poupança interna (e vice-versa).

Além disso, a poupança financeira e a poupança real são vistas como contrapartida uma da outra, ou seja, interdependentes. Isso está longe da realidade, mas, infelizmente, até economista consagrado pela mídia pensa também dessa forma mecânica.

O aspecto financeiro do saldo do balanço de transações correntes (BTC) tem sua origem na diferença entre a renda nacional (RN) e os gastos internos (A). Daí, como a renda nacional, pela ótica de seu uso, é  $RN = C$  (consumo) +  $S$  (poupança) +  $T$  (impostos líquidos de transferências governamentais), deduz-se:  $BTC = RN - A = C + S + T - C - I - G$  ou  $BTC = (S - I) + (T - G)$ .

Portanto, um déficit do balanço de transações correntes ( $BTC < 0$ ) significa haver um excedente do investimento privado sobre a poupança privada ( $[S - I] < 0$ ) e/ou um déficit fiscal ( $[T - G] < 0$ ).

O excesso de gastos (ou a *insuficiência de poupança*), correspondente ao déficit externo, seria então devido às escolhas privadas de não adotar parcimônia ou à política fiscal expansionista adotada pelo governo.

A dedução desse modelo, usualmente adotado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), da *Abordagem pela Absorção do Balanço de Pagamentos*, para a política econômica, é, *ceteris paribus*, isto é, com a renda nacional (RN) dada, seja pelo pleno emprego, seja pelo corte temporal, uma política fiscal expansionista (déficit fiscal) provocar déficit do balanço de transações correntes (BTC) e uma política fiscal restritiva (superávit fiscal) provocar superávit desse balanço (BTC).

“A visão do *mainstream* é, em uma *economia fechada*, o efeito deslocamento (*crowding-out*), provocado pela expansão dos gastos governamentais, reduzir a poupança privada e levar ao declínio do investimento privado. Em uma *economia aberta*, o aumento de gastos públicos provoca a redução de outras formas de gastos, inclusive a redução das exportações líquidas e, conseqüentemente, do saldo do balanço de transações correntes (BTC), ou seja, eleva a necessidade de financiamento externo.

Se a esse argumento junta-se a opinião de ‘a piora do déficit na conta corrente espelhar, em parte, a deterioração da questão fiscal’, chega-se à proposição de ‘reduzir o déficit público para abrir espaços maiores de investimento junto com um esforço de redução do consumo. Com isso, haveria um aumento maior de poupança pública e privada disponível no setor interno para investimento e o País dependeria menos de recursos externos’.

Essa ideia ortodoxa tornando-se oficial, muitos cidadãos deste país pagarão a conta, com mais um ônus social devido a equívocos de alguns economistas” (Costa; 1999: 235)

O que um estudante aprende, implícita ou explicitamente, em seu curso de Introdução à Economia? A “Lei do Mercado”, isto é, o dogma: “a oferta cria sua própria procura”. Em economia de

mercado, esta Lei de Say significa: sempre haverá gasto suficiente para manter o pleno emprego do trabalho e demais fatores de produção.

A justificativa neoclássica dessa situação como fosse o padrão normal se baseia no suposto de o rendimento recebido ser gasto, automaticamente, em ritmo suficiente para empregar todos os meios de produção.

Quando se alerta, em toda a sociedade, haver uma parcela de indivíduos poupadora de parte de seus rendimentos, os economistas neoclássicos argumentam isso não constituir obstáculo para o gasto ou para o emprego, porque o que cada indivíduo economiza, afinal de contas, transforma-se em gasto de outros.

Poupar é gastar em bens de investimento. Logo, todo o rendimento se gasta, em uma parte, em bens de consumo e, em outra parte, em bens de produção. Não há, então, ruptura no fluxo de rendimentos e “a oferta cria sua própria demanda”. Esta é a Lei de Say.

Manuais ortodoxos de Economia buscam converter seus leitores a esse dogma, afirmando a flexibilidade na taxa de juros ser o mecanismo encarregado de manter a igualdade entre a poupança e o investimento total. Taxa muito elevada de poupança tenderá baixar a taxa de juros até ela diminuir o incentivo à poupança.

Nesse patamar, ela aumentará o incentivo para se investir de maneira tal a absorver a poupança restante. Essa teoria neoclássica não reconhece uma diminuição do consumo, ao invés de levar ao aumento do investimento, conduzir à queda da demanda agregada e, portanto, ao desemprego.

Tampouco aceita como importante incentivo para “a poupança” o puro desejo de acumular riqueza. O rico pretende o poder de comandar decisões econômico-financeiras quando lhe aprouver.

Na Teoria Neoclássica dos Fundos de Empréstimos, o juro é o prêmio pela renúncia ao consumo imediato. Na Teoria Keynesiana da Preferência pela Liquidez, o juro é o prêmio pela renúncia à liquidez.

Na primeira, juro é a compensação pela “espera” (abstenção do consumo) ao deixar de se dispor de dinheiro no presente. A renúncia

de parte do consumo presente (poupança) é para adquirir condições de aumentar o consumo futuro (investimento).

Os autores neoclássicos apresentam seu esquema mental como fosse um fenômeno real: a oferta de poupança é quase uma questão moral, pois refere-se à *parcimônia*, isto é, a força de vontade pessoal capaz de levar ao adiamento do desejo de consumo para o futuro. Por sua vez, a demanda de capital é fruto da *ganância ou avareza*. Mas esta é bem vista, pois leva à adoção de inovação tecnológica para aumentar a produtividade. É uma Teologia da Prosperidade!

*A sabedoria convencional faz uma leitura bíblica da crise: as recessões são frutos do pecado da gula, isto é, do excesso de gastos. Embora sejam lamentáveis, os corretivos necessários são claros, exigindo apenas sacrifícios tais como perseverança em cortar gastos privados e públicos.*

A crítica de Keynes a essa proposição moral é derivada da simples questão: como o juro é fenômeno não monetário, se ele é pagamento devido a empréstimo?! Por qual razão a poupança é antecedente ao investimento, se este é financiado por crédito, e multiplica a renda, cuja parte não consumida é a poupança?

A suposição de Keynes de a propensão a consumir ser relativamente estável em curto prazo é uma generalização da experiência do mundo real. Se sua abstração teórica desse fenômeno econômico puro for válida, a quantidade de consumo da sociedade variará, regularmente, de acordo com o rendimento total.

Em dado momento, a propensão a consumir depende dos costumes prevalecentes na sociedade, da distribuição dos rendimentos, do sistema tributário e de outros fatores reais.

O mais importante fator determinante de quanto se gastará em consumo, dado o volume de renda da sociedade, é a repartição dessa renda. Na síntese neoclássica-keynesiana, a poupança depende da existência de pessoas com renda superior a suas necessidades correntes de consumo.

Para os ricos é fácil poupar, mas para os pobres é difícil. Em uma sociedade antagônica, há grande desigualdade na distribuição de

renda em consequência da concentração da propriedade privada dos meios de produção em pequena fração da população total.

Para os muito ricos, a poupança é praticamente automática. Podem comprar todos os objetos de desejo e ainda lhes sobra renda para aplicar ou “poupar” na concepção ortodoxa.

“Se a renda agregada estivesse distribuída mais igualmente, a poupança agregada de um volume dado de renda da comunidade tenderia a ser menor. Assim, a ampliação da desigualdade da renda e de riqueza tende a fazer baixar a propensão a consumir.

Quanto menor é a propensão a consumir, maior a dependência do investimento ao qual se sujeita a economia para a manutenção de um alto nível de emprego e renda. Portanto, a proposição fundamental de um elevado nível de emprego depender em alto grau do investimento é verdadeira, em parte porque a desigualdade de rendimentos restringe sobremodo a quantia a ser gasta em consumo pelos recebedores de altos níveis de renda.

Se contemplássemos o problema do desemprego do ponto de vista da estrutura social, poderíamos dizer, sem receio de erro: uma de suas causas é a desigualdade na distribuição da renda” (Dillard, 1964: 75-76 – grifos meus).

Todos os estudos estatísticos da “poupança” ou “riqueza líquida” mostram uma grande proporção desse agregado ser posse de um número relativamente reduzido de recebedores de altas rendas. Daí se deduz só pequena parte dela pertencer à grande massa dos trabalhadores assalariados ou autônomos.

A partir dessa constatação parcial, enxerga-se apenas a dispersão individual, mas não a possibilidade de agregação corporativa. Dela muitos economistas, até mesmo keynesianos, tiram conclusão politicamente incorreta.

Qual é essa conclusão? É o denominado por Marcelo Côrtes Neri (Valor, 24/04/12) de “Paradoxo da Poupança”. Refere-se à hipótese de “novos programas sociais sob a égide do Brasil Sem Miséria reduzirem motivação para guardar dinheiro”. O paradoxo é algo do tipo: “o que é bom para o povo é ruim para a Economia”.

Poupança é a denominação da Contabilidade Social para o resíduo, registrado *ex-post*, entre o fluxo de renda (valor agregado) e o fluxo de consumo durante certo período. Não depende de determinantes microeconômicos, tipo “orçamentos familiares”, como está sugerido na sua seguinte proposição.

“O governo deveria ter financiado mais POFs (Pesquisas de Orçamentos Familiares). Elas permitem não só estimar os determinantes de poupança, como medir melhor indicadores de pobreza e de desigualdade.”

Inversamente, o *Paradoxo da Parcimônia* de acordo com economistas keynesianos refere-se à situação a ocorrer quando os indivíduos cortam gastos em consumo com intenção fazer o chamado por eles de “poupança”. Se for uma atitude predominante na sociedade, as vendas caem, aumenta a capacidade produtiva ociosa, adiam-se investimentos, a renda diminui e, paradoxalmente, a “poupança” (agregado constatado *ex-post*) cai!

Portanto, uma realidade microeconômica – “indivíduos poupam” – não é uma verdade macroeconômica – poupança é um cálculo residual *ex-post*.

Sob o ponto-de-vista de Finanças Pessoais, uma recomendação tradicional é “poupar” no sentido de aplicar no mercado financeiro. Sob o ponto-de-vista da Macroeconomia, pelo contrário, a recomendação é para os agentes econômicos gastarem, tanto em consumo quanto em investimento, para a renda e o emprego crescerem e, em decorrência, a poupança *ex-post*.

Este é o *Sofisma da Composição*: o que é verdade para as partes não necessariamente constitui uma verdade para o todo coletivo.

As famílias não decidem a “poupança” macroeconômica, mas sim o que gastam e as aplicações financeiras de suas sobras de renda líquida. Estes saldos financeiros, assim como os de comerciantes e produtores dos produtos vendidos às famílias, compõem o *funding*. Este lastreia o crédito concedido por decisão financeira tomada *ex-ante*.



O problema é, a partir daquela sabedoria convencional, deduzir diagnóstico equivocado como o seguinte: "A baixa taxa de poupança familiar inibe o financiamento do investimento requerido para sustentar altas taxas de crescimento."

Daí, pode-se derivar: "o círculo virtuoso brasileiro, onde democracia, equidade e crescimento se retroalimentam, é inversamente proporcional com a perspectiva de taxa de poupança das famílias." A terapia maléfica, inconsciente e inconsequentemente, seria um retrocesso político!

Senão, vejamos os oitos argumentos de Neri (Valor, 24/04/12):

1. "Desigualdade em queda inibe a poupança. Famílias mais pobres, em particular naquelas onde os filhos estudaram mais, tendem a consumir uma parte maior de sua renda."
2. "Poupança precaucional é desincentivada pela crescente estabilidade macroeconômica e pela ampliação do Estado de bem-estar. Para além de melhora das rendas correntes, elas provocam redução dos riscos de renda das famílias. A conquista do *'investment grade'* e os novos programas sociais sob a égide do Brasil Sem Miséria implicam menor motivação a poupar."
3. "Envelhecimento diminui a poupança. Na teoria do Ciclo de Vida do Nobel Franco Modigliani, idosos despoupam, em particular sob nossas regras constitucionais. O aumento de renda dos idosos anunciado pelo gatilho do salário mínimo, acaba de disparar reajuste de 14%, prova fumegante do nosso viés gerocrático, ferindo de morte a poupança."
4. "Juros mais baixos, em particular na captação, desestimulam a poupança. As sucessivas quedas da Selic e a pressão sobre os spreads bancários configuram outro viés de baixa poupança."
5. "Crédito é *despoupança*. A diminuição das restrições de crédito como no consignado são exemplares."
6. "Fatia do trabalho e formalização maiores desestimulam a poupança, dadas garantias do aviso prévio, FGTS e seguro desemprego."

7. “Minha Casa, Minha Vida sem incentivos à acumulação prévia também. Países quase sem crédito imobiliário, (..) apresentam taxas de poupança financeiras mais altas, voltadas à compra prospectiva de imóveis.”
8. “Otimistas por natureza, como na fábula da cigarra e da formiga, poupam menos. Em quatro pesquisas do CPS/FGV, somos tetra campeões mundiais de felicidade futura.”

“Paradoxalmente, quanto mais otimista sou com as conquistas tupiniquins em desigualdade, incertezas, informalidade, trabalho, longevidade, juros e spreads, crédito e habitação; mais pessimista fico com as perspectivas da poupança das famílias brasileiras”, conclui Neri (Valor, 24/04/12).

Na verdade, financiamento não depende de “poupança”. Aliás, em Macroeconomia, pode-se descartar este conceito de poupança, pois é totalmente dispensável como fonte de financiamento e tem substituto adequado no conceito de *funding*.

### 1.3.2. Abordagem do fluxo *finance*-investimento-renda-aplicações-*funding*

Para essa crítica ao conceito convencional de poupança ser construtiva, é necessário oferecer *uma alternativa conceitual para sua substituição*. Neste tópico, aprofundarei a reflexão crítica e apresentada *a abordagem pós-keynesiana do circuito finance-investimento-renda-aplicações-funding*. No tópico seguinte, destacarei outra alternativa teórica, a *Teoria do Circuito*, para dar maior capacidade analítica dos dados empíricos investigados.

As diferentes fases do processo de financiamento, a partir da concessão de um empréstimo por parte de um banco, até o pagamento dos salários e matérias-primas, o retorno da liquidez às mãos das empresas, e o reembolso final do crédito, são apresentadas com base na teoria pós-keynesiana. Esta corrente fez a releitura dinâmica da obra de Keynes, usando os ensinamentos metodológicos da Escola de Estocolmo, constituída pelos pós-wicksellianos suecos nos anos 30 do Século XX (Costa; 2010: 625-644).

A primeira fase – *criação de liquidez* – é representada pela concessão às empresas de empréstimos. Eles lhes permitem cobrir os custos de produção.

A segunda fase da sequência – *financiamento da produção* – consiste na utilização feita dos empréstimos recebidos pelas empresas como capital de giro.

Embora se enfatize o *financiamento dos investimentos*, a produção de bens de consumo, tal como a produção de bens de capital, exige também a disponibilidade contínua de fundos.

O *financiamento inicial (finance)* é o empréstimo de capital de giro para as empresas financiarem a produção, fornecido pelo crédito bancário. A fonte não é a receita devido à despesa dos consumidores.

Quanto ao *financiamento final (funding)*, os fundos capazes de permitirem às empresas reembolsar as dívidas aos bancos, são obtidos através da venda, seja de bens, seja de títulos de dívida direta (debêntures).

A terceira e última fase é a do *reembolso dos empréstimos*. A maior parte dos autores ortodoxos prefere pensar ser unicamente “a poupança”, e não as decisões de gastar ou investir, a origem do fornecimento do financiamento final.

Porém, o referencial teórico pós-keynesiano trata da composição passiva, derivada das aplicações em longo prazo de investidores. Elas, em última análise, permitem às empresas reduzirem seus endividamentos com os bancos, como *funding*.

Ao obter *funding*, consolidam e alongam o perfil de suas dívidas de curto prazo por meio de emissões de títulos com prazos longos e condições satisfatórias. Sabendo dessa possibilidade, o empreendedor recebe incentivo para investir.

O sistema bancário multiplica a quantidade de moeda enquanto empresta. Isto é possível porque ele funciona como um todo e porque os depositantes retiram pouco papel-moeda do total de depósitos à vista.

Para os bancos, qualquer disponibilidade em seu passivo, não utilizada em novos empréstimos ou aplicações financeiras, implica em

*custo de oportunidade*. Os custos não devem ser considerados como absolutos, mais sim considerando-se alguma melhor oportunidade de benefícios não aproveitada.

O suprimento de moeda cresce com o uso, ou seja, as fontes de financiamento expandem-se por meio do endividamento. Vice-versa, se todos tomadores de empréstimos os amortizassem, liquidando-os, simultaneamente, toda a oferta de moeda criada seria extinta, isto é, aconteceria um processo de “destruição da moeda”.

Repentinamente, ela deixaria de existir como ativo, na contabilidade bancária. Toda a economia se paralisaria com a escassez de liquidez. *A moeda, portanto, é criada e destruída em função, respectivamente, do endividamento e do pagamento de dívidas.*

Por sua vez, o multiplicador de renda é um tipo de multiplicador de gastos. Segundo esse conceito macroeconômico, uma variação nos gastos autônomos (investimento, gasto governamental ou exportações líquidas) induz variação no valor agregado (renda composta de salário, lucro, juro e aluguel) superior à variação inicial nos gastos.

A variação inicial nos gastos provoca um incremento primário sobre a renda daqueles agentes econômicos recebedores desses gastos. Eles ampliarão seu consumo, seja com recursos próprios, seja com recursos tomados emprestados de terceiros, de acordo com a propensão marginal a consumir, levando a nova ampliação da renda.

Os agentes beneficiados por esse incremento secundário também aumentarão seu consumo, provocando novo acréscimo de renda, e assim por diante, na *sequência riqueza-crédito-gastos-renda*. Através dessa multiplicação, as elevações de consumo induzidas pelo gasto inicial fazem, no fim do circuito, a renda crescer mais além da própria variação inicial da despesa.

Pode-se deduzir o multiplicador de gastos autônomos ser inversamente proporcional à fração de retirada (aplicações em outros ativos) por ciclo de gastos ou, o que é o mesmo, à diferença entre a unidade e a fração gasta novamente, devido à propensão marginal a consumir. Depois de todas as rodadas ou os ciclos de gastos, o

aumento total na renda será a resultante de todos os gastos em consumo acumulados.

Haverá, concomitantemente, aumento no total de aplicações em ativos financeiros. O subsistema de gestão de dinheiro serve de lastro como passivos bancários dos empréstimos efetuados pelos bancos para alavancar os gastos, seja em consumo, seja em investimento.

Em síntese, o sistema bancário multiplica a quantidade de moeda enquanto segue a sequência empréstimos-depósitos-empréstimos. Para os bancos, qualquer disponibilidade em seu passivo, é utilizada em novos empréstimos ou aplicações financeiras.

*O suprimento de moeda cresce com o uso, ou seja, expande-se por meio do endividamento.* Repetindo, a moeda é criada por endividamento e destruída por pagamento de dívida.

O setor bancário tem de oferecer produtos financeiros para adequar os prazos de seus ativos com os de sua composição passiva, isto é, converter moeda em *funding*. Fica evidente as interconexões entre os subsistemas de pagamentos, gestão de dinheiro e crédito.

Poupança macroeconômica, como foi dito, é resíduo contábil constatado *ex-post* às decisões microeconômicas de investimento. O financiamento deste não depende daquela.

Através da multiplicação de gastos, as elevações de consumo induzidas pelo gasto inicial fazem, no fim do circuito, a renda crescer mais além da própria variação da despesa inicial. Os economistas necessitam articular os conceitos dinâmicos de multiplicador de gastos e de moeda, para entender como renda e *funding* são multiplicados.

### 1.3.3. Teoria do Circuito

Na história do pensamento econômico, ficou consagrada a versão que a Abordagem da Circulação Monetária foi desenvolvida, originalmente, por François Quesnay, um cirurgião, por analogia entre a moeda e o sangue. Entretanto, essa analogia é muito anterior à dos fisiocratas.

Segundo a enciclopédia *The New Palgrave*, em escrito de 1484, já se lia: “a moeda é para o Estado o que o sangue é para o corpo humano”. O processo de circulação de mercadoria e moeda entre diferentes classes sociais (senhores da terra, lavradores e mercadores) e áreas (campo e cidade) já era claramente descrito.

O surgido de verdadeiramente novo com Quesnay foi a ideia de o objetivo essencial da Ciência Econômica ser a investigação das condições sociais e técnicas exigidas para a repetição do processo circular de produção. Esta abordagem e o peculiar modelo fisiocrata da atividade econômica, construída a partir dela, foram mais tarde abandonados pelos economistas.

Só um século adiante, no XIX, o tema foi retomado por Marx. Publicou dos quadros de *reprodução simples e ampliada*, no segundo volume de *O Capital*.

Mais tarde, Tugan-Baranowsky, economista russo, considerou a *circularidade como a característica essencial da economia capitalista*. Nele, a produção, além de pretender atender ao consumo, é um fim em si mesmo.

Joseph A. Schumpeter datou o nascimento da Economia Política enquanto uma Ciência Econômica com *a análise fisiocrata do fluxo circular*.

Porém, Wassily Leontief argumentou a favor da substituição do princípio do fluxo circular (o ponto de vista da *reprodução*) por aquele do *homo oeconomicus* (o ponto de vista da *escassez*) como a pedra fundamental da teoria econômica.

Mais recentemente foi retomada essa antiga Abordagem da Circulação (Messori, 1985; Lavoie, 1987; Graziani, 1989; Deleplace & Nell, 1996). A Teoria do Circuito apresenta o financiamento da produção em dois tempos.

No início do circuito, antes de a firma depositar os salários ou pagar suas matérias primas, ela deve dispor de uma fonte de financiamento. São os adiantamentos dos bancos para capital de giro.

A moeda surge, então, antes da troca de bens. Ela é integrada à economia logo quando a empresa deve remunerar as famílias, ao

longo do processo de produção. Neste sentido, a Teoria do Circuito pode ser considerada uma teoria monetária da produção.

A produção requer o financiamento preliminar pelo crédito. É o financiamento inicial ou *finance* para os pós-keynesianos.

Na sequência do circuito monetário, a empresa vai recuperar uma parte das rendas distribuídas, seja pelas despesas de investimento das outras empresas, seja pelas despesas de consumo ou mesmo pela captação das aplicações financeiras das famílias. Isto propicia o financiamento final ou definitivo, isto é, *funding* para os pós-keynesianos.

As despesas de produção correntes, dentro de um circuito sem crise, serão, assim, inteiramente absorvidas.

Quanto às despesas de investimento, uma parte será financiada pelos lucros retidos nas firmas, outra parte virá das aplicações captadas das famílias, por exemplo, via emissão pelas empresas de ações e debêntures. O resíduo virá de empréstimos a médio ou longo prazo de bancos.

Estes atuam, nesse caso, no papel de intermediários financeiros. Os bancos fazem a intermediação com base no entesouramento feito pelas famílias sob forma de depósitos bancários.

Estes depósitos induzidos resultam dos depósitos iniciais. Eles provêm do financiamento inicial das empresas, feito pelos adiantamentos dos bancos.

O nível de atividades e, conseqüentemente, o nível de emprego são determinados somente pelos empreendedores. Só são restritos pela capacidade (ou habilidade) de tomar o financiamento inicial dos bancos.

A criação endógena de moeda é simples consequência do financiamento, ou seja, é fruto da relação entre os bancos e os seus clientes, independentemente da intervenção do Banco Central. O crédito *ex nihilo* [do nada] permite a reprodução periódica do ciclo da produção e sua ampliação.

A moeda é integrada à economia pela criação de um fluxo de crédito demandado pelas empresas. Inicialmente, a moeda aparece sob a forma de um *fluxo*. Somente no fim do circuito a moeda se constituirá em *estoque*.

A massa monetária é, principalmente, a soma através do tempo de saldos monetários não aplicados pelas famílias. O estoque monetário, assim medido, indica também a porção de empréstimos bancários decidido pelas empresas a não reembolsar (*amortizar*) a fim de conservar uma liquidez imediatamente disponível.

A *moeda*, segundo os "circuitistas", é *endógena*, no sentido de resultar da criação de um fluxo de despesas e de rendas, devido às decisões de produção das firmas. A criação de crédito ou de moeda não é arbitrária.

Ela responde às demandas das firmas, atendendo a critérios de rentabilidade fixados pelas instituições financeiras. A criação do fluxo de crédito ou de moeda é limitado.

Ela é restrita pelos impulsos de gastos dos empreendedores e suas percepções do nível da demanda efetiva. As modificações da taxa de juros não modificam, senão marginalmente, esse estado de confiança dos empreendedores.

A criação do crédito é também limitado pelas diversas regras convencionais estabelecidas pelos bancos. São impostas às empresas não-financeiras os graus de endividamento tolerados, as taxas de crescimento dos empréstimos prudentes, as taxas de rentabilidade antecipadas, a taxa de rentabilidade histórica, as diversas taxas de liquidez, solvência, garantia, etc.

Portanto, o fato de a oferta de moeda ser endógena não significa, necessariamente, as empresas obterem todo o crédito desejado. Há uma faixa de demandantes de empréstimos insatisfeita.

Vista do lado dos banqueiros, compõe-se dos potenciais devedores. Eles não responderiam às normas fixadas pelas convenções ou às avaliações de risco.

O sistema bancário não pode jamais criar crédito mais além do reclamado pelo sistema produtivo. Mas ele pode sempre criar menos.



Em outras palavras, *não há oferta de moeda sem demanda, mas há demanda por moeda sem ser atendida.*

Quanto ao saldo monetário (estoque de moeda), sob o ponto de vista da Teoria do Circuito, *seu papel não é essencial.* Acumular moeda sob forma de depósitos à vista, quando é uma decisão por parte de algumas famílias com preferência pela liquidez, não importa para o circuito monetário bancário.

A não ser em um período excepcional de “armadilha de liquidez”, quando uma convenção de preferência pela liquidez absoluta é generalizada entre os agentes econômicos, durante uma Grande Depressão, os encaixes monetários refletiriam um desequilíbrio entre as despesas (demanda agregada) e os produtos disponíveis (oferta agregada).

Nesse caso anormal, típica de situação de crise profunda, não há decisões de produção e de gastos em investimentos por parte das empresas não-financeiras, devido ao excesso de capacidade produtiva ociosa. Daí, não há demanda de crédito e o circuito monetário se encolhe.

Os teóricos do circuito monetário colocam ênfase sobre leis puramente macroeconômicas. Isto significa a existência de relações estruturais independentemente dos comportamentos microeconômicos dos agentes.

Por exemplo, tal fenômeno ocorre no caso da identidade entre o investimento e a chamada “poupança” macroeconômica. Esta é um resíduo contábil entre a renda e o consumo agregado. Se há decisões individuais microeconômicas de cortar gastos em consumo, poderá aumentar a “poupança” microeconômica, mas, em termos sistêmicos, cair as vendas, a renda e daí a “poupança” macroeconômica residual.

Para os “circuitistas”, a famosa igualdade entre o investimento agregado e a poupança agregada não é obtida *ex-post* como uma expressão de um equilíbrio realizado. É mera identidade contábil, válida por definição em qualquer circunstância, mas sem significado analítico.

A questão central, para a Teoria do Circuito, não é a determinação do nível da renda agregada capaz de, teoricamente,

igualizar “poupança” e investimento. Relevante é a *análise da complementação da circulação*, isto é, das condições nas quais as firmas podem ou não reembolsar os bancos, via amortização dos empréstimos.

As consequências dessa identidade  $S=I$ , relacionada à *hipótese da moeda de crédito endógena*, são muito importantes. De início, constata-se os déficits financeiros das empresas poderem ser, exatamente, compensados por aqueles superávits das famílias, quer isso ocorra logo “quando os mercados se esvaziam”, quer ocorra pelo acúmulo involuntário de estoques não vendidos.

Isso não depende de uma taxa de juros supostamente determinada pela relação entre o investimento e a poupança, como sugerem os neoclássicos. Depende sim da concessão de um novo financiamento inicial, pois a produção de qualquer bem requer um fluxo de crédito.

Esse novo fluxo é criado pelos bancos, a partir da determinação da taxa de juros pelo sistema bancário, inclusive o Banco Central. Daí dá continuidade à circulação monetária, financeira e de bens e serviços.

#### 1.4. Conclusão: Rentismo versus Consumismo

Em princípio, economistas ortodoxos e heterodoxos não se entendem. No entanto, alguns deles se aliam em uma Economia Normativa – proposição de “o que deveria ser” –, ao contrário dos restritos à Economia Positiva – análise de “o que é”.

Por exemplo, tanto os ortodoxos quanto os ambientalistas, de maneira contumaz, condenam o *consumismo*. Em contrapartida, alguns desenvolvimentistas criticam o *rentismo*. E um pragmático pensa: “louvo todos os deuses... e deixo o mundo ser mundo!”

Os “ismos” denotam comportamentos exacerbados. O “meio-termo” sinalizaria bom-senso, tolerância, equilíbrio? A manutenção do *status quo* com um equilíbrio instável, porque injusto socialmente, não seria sintoma de outro “ismo”: o *conservadorismo*?

O *rentismo* é rejeitado por crescimentistas, em princípio, porque visaria apenas ao rendimento financeiro propiciado pela

aplicação de capitais. Evidentemente, é uma *visão superficial*, impressão à primeira vista.

Se as aplicações financeiras constituem a composição passiva para suporte do financiamento do desenvolvimento, não há porque desenvolvimentistas as exonerarem. Mas alguns o fazem! Por que?

Minha hipótese é haver *um fundamentalismo religioso não percebido pelo próprio condenador*. A Igreja Católica acreditava o usurário ao adquirir rendimento sem nenhum trabalho (e até dormindo) contrariar a Palavra de Deus.

Assim, considera o usurário não vender a seu devedor nada lhe pertencente, mas apenas o *tempo*, pertencente a Deus. Dele não se deve tirar nenhum proveito!

Assim, as Leis sobre a Usura, nas nações católicas, tiveram origem em um preconceito religioso contra o recebimento de juros sobre o dinheiro. Nas nações maometanas, é formalmente vedado receber juros, e as Finanças Islâmicas se abstém rigorosamente disso.

Quando os trabalhadores deixaram de ser escravos ou servos, tornando-se assalariados, buscaram investir, mensalmente, as eventuais sobras do seu salário. A acumulação de capital financeiro era para, inicialmente, adquirir um imóvel para residência, depois, adquirir outro com finalidade de aluguel, ou então fazer aplicações financeiras.

Tornam-se, automaticamente, rentistas! Economistas contra “a financeirização” devem condená-los ao inferno?!

Evidentemente, *os aposentados são rentistas*. Usufruem do pecúlio acumulado a partir do desconto em sua renda mensal, durante anos, como contribuição da Previdência Social e/ou Complementar. Ganharam o direito de auferir uma renda vitalícia.

Há ainda trabalhadores-rentistas capazes de obterem *renda de propriedades* (imobiliárias ou acionárias), sejam herdadas através da investimentos de seus antepassados, sejam adquiridas pelo próprio esforço. Por trás dessa legítima aquisição do *direito à renda*, está o *direito à propriedade* e seu usufruto pelos cidadãos, conquista da Revolução Francesa, entre outras republicanas.

Na fase de acumulação de recursos e planejamento de sua aposentadoria, os trabalhadores-investidores, em geral, acham serem capazes de ter aposentadoria confortável, mas não sabem quanto vão precisar aplicar, periodicamente, para alcançar esse conforto esperado. Como não conseguem saber de quanto vão precisar, mas confiam, cega ou religiosamente (“Deus dará”), serem capazes de conseguir, costumam aplicar menos do necessitado.

Esse fenômeno é considerado “miopia”. Faz eles não conseguirem *enxergar distante*, ou seja, o problema sendo criado para seu próprio futuro.

A falta de recursos para o futuro é consequência da falta de planejamento e controle dos trabalhadores-consumidores. As necessidades presentes de *consumo para ostentação* têm mais força face à necessidade de investir para o futuro longínquo.

As pessoas sentem a necessidade de satisfazer seus desejos em curto prazo (consumo) e apenas pensam em satisfazer suas necessidades futuras (aplicação). Os trabalhadores-investidores capazes de aplicar para o futuro conseguem fazê-lo porque separam seus recursos em diferentes *contas mentais*, ou seja, separam o tipo de recursos destinados à aplicação e ao consumo.

Já a regra mental perversa dominante na mente de muitos aposentados é: *se para consumir é necessário se utilizar de capital, é preferível cortar o consumo!* Essa regra comportamental do auto sacrifício é muito diferente da atitude perdulária antes adotada, nos tempos de acumulação.

Aqueles indivíduos capazes de planejar sua aposentadoria, investindo em ativos geradores de renda, por exemplo, aluguéis de imóveis, mantem seus níveis de consumo intactos. Já aqueles indivíduos sem saber planejar sua aposentadoria, ou sem saber extrair renda de seus ativos, por exemplo, de ações, apresentam quedas importantes em seus hábitos de consumo, reduzindo assim, drasticamente, seu padrão de vida.

Os economistas neoclássicos costumam criticar os keynesianos pela doutrina macroeconômica de um consumo crescente e ininterrupto ser vantajoso para a economia. Condenam a prática de

“comprar em demasia”, denunciando o consumo ilimitado de bens duráveis, especialmente de artigos de luxo supérfluos.

Denunciam também o consumo delirante de bens de consumo não duráveis. Levaria ao alcoolismo, senão à obesidade.

Os ecologistas pregam parcimônia. Enquanto isso, os desenvolvimentistas rogam pela ganância, isto é, o “espírito animal”.

Ele impulsionaria os empreendedores para os gastos em investimentos. Uns não querem a adoção do consumo conspícuo, outros não desejam trabalhadores viverem de “investimentos improdutivos”, isto é, típicos da “financeirização”. Estariam condenados a trabalhar eternamente... para o bem do capital produtivo!

Novamente, aparecem nesses posicionamentos *atitudes fundamentalistas, moralistas e normativas*. Por exemplo, a Lei do Mercado se choca com a Lei da Entropia: “todo processo produtivo dissipa energia não recuperável”. O padrão consumista de 330 milhões de norte-americanos poderá se alastrar para todos os 7,8 bilhões de habitantes do planeta de maneira sustentável?

Malthusianismo ou Lei dos Rendimentos Decrescentes? Segundo esta Lei, *ceteris paribus*, quando se utilizam unidades adicionais de trabalho a produção total aumenta, mas a partir de certo ponto a produção marginal tende a decrescer, devido à utilização de fatores menos eficientes para atender a procura crescente.

Sublinhamos: “quando a quantidade de todos os demais fatores de produção se mantêm constantes”. Isto é verdade sob o ponto-de-vista planetário, ou seja, além das fronteiras nacionais? A evolução tecnológica não é dinâmica?

Dado o declínio religioso na Europa, onde o ateísmo tende a superar o cristianismo, seja o protestantismo no norte europeu, seja o catolicismo no sul-mediterrâneo, Niall Ferguson (*Civilização*; 2012: 316) pergunta:

1. Como próprio Max Weber havia previsto, o espírito do capitalismo estava fadado a destruir sua origem ética

protestante, assim como o materialismo corrompeu o ascetismo original dos devotos?

2. O que no desenvolvimento econômico foi hostil à fé religiosa?
3. Foi a transformação do papel da mulher e a degradação da estrutura familiar, explicações para a diminuição do tamanho das famílias e o declínio demográfico do Ocidente, a explicação para a descrença?
4. Foi o conhecimento científico – a “desmitificação do mundo”, especialmente, pela Teoria da Evolução de Darwin – capaz de falsear a história bíblica da criação divina?
5. Foi a melhoria na expectativa de vida capaz de tornar a vida após a morte um destino mais distante e menos alarmante?
6. Foi o Estado de Bem-Estar Social, “um pastor secular” a cuidar da população do berço ao túmulo?
7. Ou o cristianismo europeu foi morto pela auto obsessão crônica da cultura moderna?

Para Freud, a religião não poderia ser a força por trás das conquistas da Civilização Ocidental porque era, essencialmente, *uma ilusão ou uma neurose universal*, concebida para evitar as pessoas darem vazão a seus instintos básicos, em particular, seus desejos sexuais e impulsos violentos e destrutivos. *Sem religião, haveria o caos*, porque não haveria a conformidade com a desigualdade social e/ou a linha de produção alienante.

A religião não só proibia a promiscuidade sexual e a violência desenfreada. Também conciliava os homens com a crueldade do destino mortal e os sofrimentos e as privações da vida cotidiana. Freud tinha pouca esperança de a humanidade se emancipar totalmente da religião, menos ainda na Europa.

*As religiões políticas totalitárias*, como o fascismo italiano, o nazismo alemão ou o stalinismo soviético, foram incapazes de controlar os instintos primitivos, descritos na Teoria da Religião de Freud. A reação inicial face ao estupro e ao assassinato em massa, ocorridos na II Guerra, foi restaurar a religião real para usar seus confortos tradicionais na lamentação das violentações e dos mortos.

“Nos anos 60, entretanto, uma geração jovem demais para se lembrar dos anos de genocídio e guerra total procurou uma nova saída pós-cristã para seus desejos reprimidos. As próprias teorias de Freud, com sua visão negativa da repressão e sua simpatia explícita pelo impulso erótico, sem dúvida foram parcialmente responsáveis por incitar os europeus a saírem das igrejas e entrarem nos sex shops” (Ferguson; 2012: 318).

Os anos 1960 abriram caminho para uma anticivilização pós-freudiana, caracterizada por uma celebração hedonista dos prazeres individuais, uma rejeição da teologia em favor da pornografia e uma renúncia da Paz virtual em favor de filmes e videogames ultraviolentos. Ocorreu uma “banalização da guerra”.

Cabe o dualismo simplista para explicar uma hipotética divisão da Civilização Ocidental a leste com uma Europa sem deus e a oeste uma América temente a deus?

Ferguson revela nos Estados Unidos todas as inúmeras igrejas estarem envolvidas em uma competição acirrada por almas. Antes, os indivíduos competiam uns com outros para mostrar quem era verdadeiramente devoto.

Hoje, a competição entre igrejas é tão intensa a ponto de incorporarem *uma mentalidade comercial para atrair e manter fiéis*. O Espírito Santo se mistura ao espírito do capitalismo quando nos templos e/ou nas igrejas passam as caixas de coleta de dízimo ou esmola...

A principal diferença entre o protestantismo europeu e o norte-americano é, enquanto a Reforma foi nacionalizada na Europa, com a criação de *igrejas estatais*, nos Estados Unidos sempre houve uma *separação estrita entre a religião e o Estado laico*. Isto permitiu uma competição aberta entre várias seitas protestantes – e com as demais.

Na visão neoliberal de Ferguson, “essa talvez seja a melhor explicação para a estranha morte da religião na Europa e seu vigor permanente nos Estados Unidos. Na religião, assim como nos negócios, os monopólios estatais são ineficientes. (...) Em geral, a competição entre seitas em um mercado religioso livre encoraja as inovações concebidas para tornar mais gratificante a experiência do

culto e da filiação à igreja. Isto mantém viva a religião nos Estados Unidos”.

Os *shoppings* religiosos com shows de música (e consumismo alimentar) dariam satisfação à comunidade!

O problema é a transformação da religião em uma satisfação na busca por lazer significar o afastamento dos norte-americanos da versão weberiana da ética protestante. Nesta, *a gratificação adiada era o corolário da acumulação de capital*.

Ferguson acredita: “a redução da poupança se revelou uma receita para crise financeira. (...) Foi uma crise provocada no mundo ocidental em consequência do excesso de consumo e do excesso de alavancagem financeira”.

Ferguson continua, assim, acreditando no *mito da Poupança*, divulgado pela Economia Normativa Religiosa. “No Oriente se poupa muito mais se comparado ao Ocidente. (...) O que é menos observável é o aumento da poupança e dos negócios na Ásia ter vindo de mãos dadas com o efeito colateral mais surpreendente da ocidentalização: *o crescimento do cristianismo, sobretudo, na China*”.

Esse reducionismo é um absurdo, pois deixa em segundo plano a execução de todos os planos estatais do Socialismo de Mercado! Ignora desde as reformas de Deng Xiaoping até os investimentos diretos estrangeiros com transferência de tecnologia como contrapartida do acesso ao gigantesco mercado interno chinês!

Além disso, na China, há larga predominância do ateísmo ou do confucionismo face à pequena parcela da população protestante. *The World FactBook* da CIA informa as seguintes religiões entre os 1.355.692.576 chineses: Budistas, 18.2%; Cristãos, 5.1%; Muslim 1.8%; Regionais < 1%; Hindu < 1%; Judaica < 1%; outras, 0.7% (inclusive taoístas); não filiados a nenhuma igreja: 52.2%, pois o Estado chinês é, oficialmente, ateísta.

Não. Nem os Estados Unidos entraram em crise por *excesso de crédito* para satisfazer o consumismo, nem a China cresceu por causa da *religiosa poupança*...



## 1.5. Anexo Estatístico

O problema de investigação de “Poupança”, baseada nas Contas Nacionais, é muitos economistas ortodoxos não se atentarem para a precariedade das suas informações. O viés metodológico condiciona as análises realizadas a partir delas, caso o analista não esteja atento aos limites dessas proxies. A aproximação da realidade propiciada por elas é imperfeita, constituindo um indicador precário do financiamento do investimento no Brasil.

Por exemplo, na tabela abaixo, as estimativas da Poupança Privada e da Formação Bruta de Capital Fixo do Setor Privado são variáveis residuais. No entanto, essas definições contábeis são esquecidas quando o economista ortodoxo imputa nelas decisões cruciais.

Período	Investimento	Poupança Externa	Poupança bruta doméstica			Formação bruta de capital fixo			Variação de Estoques	Investimento Privado
			Total	Adm. Pública	Privada	Total	Adm. Públicas	Privado		
2000	18,25%	4,29%	13,96%	-3,46%	17,42%	16,80%	1,81%	14,99%	1,45%	16,44%
2001	18,03%	4,51%	13,52%	-4,84%	18,36%	17,03%	1,99%	15,04%	1,00%	16,04%
2002	16,20%	1,51%	14,69%	-4,48%	19,16%	16,39%	2,06%	14,32%	-0,19%	14,13%
2003	15,77%	-0,18%	15,95%	-3,53%	19,48%	15,28%	1,51%	13,77%	0,49%	14,26%
2004	17,12%	-1,36%	18,47%	-1,39%	19,86%	16,10%	1,72%	14,38%	1,02%	15,40%
2005	16,21%	-1,14%	17,35%	-1,26%	18,61%	15,94%	1,75%	14,19%	0,27%	14,46%
2006	16,76%	-0,84%	17,59%	-2,80%	20,39%	16,43%	2,04%	14,39%	0,32%	14,72%
2007	18,33%	0,25%	18,08%	-2,91%	20,99%	17,44%	2,10%	15,34%	0,89%	16,23%
2008	20,69%	1,92%	18,78%	-0,74%	19,52%	19,11%	2,45%	16,66%	1,58%	18,24%
2009	17,84%	1,93%	15,91%	-2,12%	18,03%	18,07%	2,57%	15,50%	-0,23%	15,27%
2010	20,24%	2,71%	17,53%	-1,63%	19,16%	19,46%	2,61%	16,85%	0,78%	17,63%
2011	19,73%	2,51%	17,22%	-1,52%	18,74%	19,28%	2,94%	16,34%	0,45%	16,79%
2012 3º trim.	18,16%	2,57%	15,60%	-1,49%	17,08%	18,50%	3,20%	15,30%	-0,33%	14,97%
1970_1979	22,63%	3,46%	19,17%	4,41%	14,77%	21,40%	3,71%	17,70%	1,23%	18,93%
1980_1989	22,54%	2,06%	20,48%	0,47%	20,01%	23,13%	2,75%	20,38%	-0,59%	19,79%
1990_1999	18,50%	1,78%	16,72%	-2,13%	18,85%	18,24%	2,72%	15,53%	0,26%	15,78%
2000_2009	17,52%	1,09%	16,43%	-2,75%	19,18%	16,86%	2,00%	14,86%	0,66%	15,52%
2010_2011	19,98%	2,61%	17,38%	-1,58%	18,95%	19,37%	2,77%	16,60%	0,61%	17,21%

	Contas Nacionais - IBGE
	Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE
	Projeção CEMEC

### Metodologia de cálculo:

Poupança Externa: de 1970 a 1994: dada pelo déficit em conta corrente do balanço de pagamentos convertido para reais pela taxa de câmbio média do ano; de 1995 a 2011: Contas Nacionais IBGE.

Poupança Bruta Doméstica Total: de 1970 a 1994: dada pela diferença entre investimento e poupança externa; de 1995 a 2012 (1º Trim.): dado do IBGE.

Poupança da Administração Pública: de 1970 a 1980 (inclusive) adotou-se o dado de Fabio Giambiagi et alli em "Economia Brasileira Contemporânea", ed. Campus, tabela A14; de 1981 a 1999 adotou-se a fórmula: FBCF das Administrações Públicas - Necessidades de Financiamento do Governo Central e Estados e Municípios no conceito operacional; de 2000 a 2009, os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas; anos de 2010 a 2012 (1º Trimestre): projetados pela regressão entre (FBCF das Administrações Públicas - Necessidades de Financiamento do Governo Central e Estados e Municípios no conceito nominal) e poupança das Administrações Públicas das Contas Nacionais no período 2000 a 2009.

Poupança Privada: De 1970 a 1990 e 2010 a 2012 (1º Trimestre): diferença entre poupança doméstica total e poupança das adm. Públicas; de 2000 a 2009: os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas.

Formação Bruta de Capital Fixo das Administrações Públicas: De 1970 a 2009: calculado pelo IBGE; de 2010 a 2012 (1º Trimestre): o CEMEC projetou os investimentos das Administrações Públicas de 2010 a 2012 (acumulado móvel anual encerrado no 3º trimestre). Dentre os dados públicos disponíveis, escolheu-se correlacionar os desembolsos ordinários de Custeio e Investimento da Execução Financeira do Tesouro Nacional como proxy dos investimentos das Administrações Públicas.

Formação Bruta de Capital Fixo do Setor Privado: dado pela diferença entre FBCF total e FBCF das Administrações Públicas.

Economista ortodoxo, quando pesquisa a respeito de financiamento interno em longo prazo, busca como fonte-básica o Sistema de Contas Nacionais, adotado uniformemente sob convenção internacional. Os agregados keynesianos são seus fundamentos.

Teoricamente, a Renda Nacional Disponível Bruta expressa a renda disponível da Nação para Consumo Final e para Poupança. É igual a RNB mais as outras transferências correntes líquidas,

recebidas do exterior. A Poupança Bruta é igual à Renda Nacional Disponível Bruta menos o Consumo Final.

Somente se a realização de Pesquisas de Orçamento Familiar (POFs) fosse anual, haveria informações apuradas para as Contas Nacionais calcularem o Consumo das famílias. Mas como as POFs são caras e raras (praticamente decenais), o Consumo Final não é dado disponível a cada ano.

A Poupança Bruta pode então ser estimada porque é, também, igual à formação bruta de capital fixo mais a variação de estoques mais a variação de ativos, líquida de passivos financeiros. Logo, a Capacidade/Necessidade Líquida de Financiamento é igual à poupança bruta mais as transferências de capital líquidas a receber do exterior menos a formação bruta de capital fixo menos a variação de estoques.

Com a metodologia adotada, por definição, dado o investimento e/ou a poupança total, elevando-se o déficit no balanço de transações correntes, por exemplo, em razão de câmbio defasado, déficit do balanço comercial, crescimento de viagens internacionais, despesas com fretes, remessas de lucros e dividendos, pagamento de juros internacionais, etc., vai se obter queda da "poupança interna". Como o déficit público é a outra informação mensalmente disponível, alcança-se por diferença a "poupança privada".

Evidentemente, ela não é resultado de decisões privadas de abstenção de consumo!

## 2. Economia Comportamental: de volta à Filosofia, Sociologia e Psicologia

### 2.1. Introdução

Os primeiros autores reconhecidos como economistas, por terem se formado no debate filosófico, trataram tanto dos fenômenos sociais quanto do comportamento individual. Poderiam também ser considerados psicólogos.

O objetivo deste capítulo é fazer uma resenha de notáveis autores para recuperar, sinteticamente, a história desse pensamento econômico multidisciplinar. Mostrarei, na segunda seção, como Smith (1759/1999) usou diversos conceitos psicológicos em sua obra *Teoria dos Sentimentos Morais*.

Ele apresentou uma série de descrições dos efeitos psicológicos sobre o bem-estar humano. Quase 250 anos depois, elas seriam estudadas pelos economistas comportamentais.

No fim do século XIX, segundo Nunes (2008: 22), “os economistas acreditavam a economia se capaz de se tornar uma Ciência Natural. A partir da revolução marginalista, a Física e a Matemática começaram a ser usadas como ferramentas na análise econômica.

Com a síntese neoclássica, a queda da hipótese hedonista e a crítica à mensurabilidade das preferências na Teoria da Escolha, iniciou-se um processo de expurgo dos pressupostos psicológicos da teoria econômica. A formalização axiomática da teoria da escolha aliada ao desenvolvimento dos métodos econométricos enterraram a tentativa de agregar os pressupostos psicológicos à economia ainda nas primeiras décadas do século XX”.

A adoção de pressupostos estritamente racionais e do método dedutivo-lógico eliminou qualquer resquício de fundamento psicológico na análise econômica. Seus desenvolvimentos via modelo de expectativas racionais, economia da informação, equilíbrio na Teoria dos Jogos, precificação de ativos com base no binômio risco e retorno, etc., possibilitaram a exclusão dos fatores psicológicos da análise científica dos investimentos.

As diferenças individuais não de acordo com o comportamento racional são eliminadas, no mercado, pela arbitragem.

Mas, antes de chegar a esses estágios da História do Pensamento Econômico, vou na terceira seção resgatar, em seus primórdios, o significado do Princípio da Utilidade, de acordo com seu maior divulgador, Bentham (1789/1984). Seu conhecimento será importante para a apresentação, no último tópico, da "Economia da Felicidade", corrente do pensamento econômico contemporâneo. Citarei, brevemente, o empirismo e o psicologismo de Stuart Mill (1843/1984).

Depois, na quarta seção, apresentarei as ideias de Veblen (1899/1983), considerado o precursor da Escola Institucionalista. Os institucionalistas se opunham à Psicologia subjacente aos postulados da economia liberal clássica e às explicações neoclássicas. Eles pressupunham a natureza humana hedonista.

Assim, negavam o comportamento econômico poder ser entendido com a ação racional de indivíduos guiados pela disposição de obter prazer e evitar a dor. Veblen mostra a "classe ociosa" gastar seu tempo de modo não produtivo, tanto por sentimento da indignidade do trabalho produtivo, quanto para demonstrar a capacidade pecuniária de viver de maneira inativa. Inspira, então, a análise da capacidade de obter proventos para a aposentadoria, isto é, a fase inativa dos trabalhadores produtivos.

Será também examinado, na quinta seção, via Hobson (1894/1983), o mito da "democracia do capital", isto é, a oportunidade surgida para milhares de cidadãos passarem a ser sócios de empreendimentos capitalistas via mercado acionário. Hobson apresenta compreensão clara do lugar ocupado pelo financista no capitalismo moderno, assim como do conflito de interesses entre ele e o investidor comum. Sua posição a respeito da sociedade anônima será contraposta à defendida por Berle & Means (1932/1983).

As Finanças Comportamentais serão apresentadas, na sexta seção, para mostrar investidores individuais se esforçarem, durante toda a vida profissional, para acumular reservas destinadas à fase inativa da aposentadoria. Mas, em sua maioria, têm pouco ou nenhum conhecimento a respeito de investimentos em ações.

Seus erros em tomadas de decisões financeiras podem impor perdas graves às famílias em termos de bem-estar. Seus vieses heurísticos e sua dependência da forma de apresentação das decisões financeiras levam à ineficiência do mercado, isto é, aos preços dos ativos não se ajustarem, nem no longo prazo, ao esperado pela análise fundamentalista.

Thaler (1999) mostra ser possível criar modelo teórico coerente, fundamentado firmemente em Psicologia e Economia. Pode explicar o padrão complexo de resultados empíricos na área de Finanças. Quando as Finanças Pessoais se basearem em bons conhecimentos sobre as fontes dos erros em investimentos, os economistas terão contribuído para limitar os ônus familiares provocados por essas perdas.

Finalmente, na última seção, chegar-se-á à conclusão: depois de 250 anos da História do Pensamento Econômico, retoma-se o caráter multidisciplinar dos primórdios da ciência. Os cientistas, para buscar a sabedoria (e a felicidade) em vida econômica, estão empenhados em conhecer o processo cognitivo capaz de nos levar a comprar, vender ou investir.

Áreas distintas da ciência estão somando recursos para estruturar o campo de estudo destinado a chegar mais perto dessa resposta: a chamada *Neuroeconomia*. Ela é resultado da união de ferramentas de investigação e conhecimentos de Filosofia, Psicologia, Sociologia, Economia e Neurologia.

## 2.2. Teoria dos Sentimentos Morais

Em 1751, Adam Smith (1723-1790), considerado o fundador da Economia Política, devido à obra seminal *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas*, publicada em 1776, foi escolhido professor de Lógica na Universidade de Glasgow. No ano seguinte, foi nomeado professor de Filosofia Moral da mesma Universidade.

A primeira edição de sua obra sobre o sistema moral apareceu, em 1759, sob o título de *Teoria dos Sentimentos Morais* e com o longo subtítulo "*Ensaio para uma análise dos princípios pelos quais os homens naturalmente julgam a conduta e o caráter, primeiro de seus*

*próximos, depois de si mesmos, acrescida de uma dissertação sobre a origem das línguas”.*

Conforme o princípio fundamental de sua teoria, apresentado na Biografia Crítica, escrita por Dugald Stewart (1999: XXIII), “os objetos primários de nossas percepções morais são as ações de outros homens; além disso, nossos juízos morais sobre nossa própria conduta são apenas aplicações, sobre nós mesmos, de decisões já proferidas a respeito da conduta do nosso próximo”.

Essa obra de Smith, portanto, compreende duas investigações distintas. A finalidade da primeira é explicar como aprendemos a julgar a conduta do nosso próximo. A da segunda, mostrar como, ao aplicarmos esses juízos sobre nós mesmos, adquirimos senso de dever e sentimento de sua suprema autoridade sobre todos os nossos outros princípios de ação.

Apenas a partir de nossa própria experiência podemos formar idéia sobre o possível de suceder, em dada situação, no espírito de outra pessoa. O único modo pelo qual podemos formar essa idéia é, supondo-nos em circunstâncias idênticas, imaginar como reagiríamos nesses casos.

A esse princípio de nossa natureza, capaz de nos fazer experimentar as situações de outros, e dividir com eles as emoções despertadas nessas situações tendem a despertar, Smith (1759/1999: XXV) dá o nome de simpatia ou solidariedade. Emprega essas palavras como sinônimos.

Goleman (1995: 109), psicólogo contemporâneo, emprega outra palavra, empatia, para designar a capacidade de saber como o outro se sente. Afirma: “quanto mais abertos estamos para nossas emoções, mais hábeis seremos na leitura de sentimentos. (...) [a] incapacidade de registrar os sentimentos de outrem é um grande déficit de inteligência emocional, e uma trágica falha no que significa ser um ser humano, pois todo relacionamento, raiz do envolvimento, vem da sintonia emocional, da capacidade de empatia”.

Smith (1759/1999: XXVIII) examina como os juízos da humanidade a respeito de outro são suscetíveis da influência, em casos particulares, das circunstâncias, sejam favoráveis, sejam adversas dele. Mostra, em oposição ao senso comum, quando não se

trata de inveja, nossa tendência a simpatizar com a alegria é muito maior em lugar da tendência a solidarizar com a dor.

Por isso mesmo, é mais fácil obter aprovação quando tem felicidade em vez a conseguir quando enfrenta adversidade. Ao partir do senso humano de conveniência e inconveniência, ele traça a origem da ambição, ou seja, do desejo de honra e preeminência.

O grande objeto dessa paixão consiste em alcançar situação de modo a se colocar à vista da simpatia e da atenção gerais. Daí obtém-se fácil domínio sobre os afetos de outros.

O Princípio da Simpatia sugere: se a pessoa atentar apenas para seus sentimentos, sua felicidade lhe parece muito mais importante em lugar da de todos os outros homens. Mas ela deve ter consciência de, por causa dessa excessiva preeminência, os outros não podem, de modo algum, simpatizar consigo.

Para os demais, em contrapartida, ela parecerá apenas uma pessoa dentre a multidão, por quem não estão mais interessados em vez de por qualquer outro indivíduo. Se desejar, pois, conquistar simpatia e aprovação, os objetos de maior desejo da natureza humana, segundo Smith, é preciso considerar a felicidade não à luz do apresentado a si, mas à luz com a qual se apresenta à humanidade em geral.

Se alguém prejudicar os interesses de outra pessoa, a qual nunca lhe tendo feito nenhum mal, apenas porque eles interferem no desenvolvimento dos seus próprios interesses, a sociedade há de simpatizar com o ressentimento da prejudicada. Então, seu oponente será objeto de indignação geral.

Quando há *conflito de interesses*, quem agir apenas segundo seus próprios sentimentos jamais deixará de sofrer o castigo do remorso, pois passará a ser objeto de indignação da humanidade. O remorso vem da vergonha pela sensação de inconveniência de sua conduta passada.

Essas breves observações precedentes referem-se à Síntese Geral dos Princípios de Smith (1759/1999), relativos à *origem dos sentimentos morais*, pelo menos aqueles referidos à conduta de outros. Seja qual for a hipótese adotada quanto à origem das



percepções morais, todos os homens têm de reconhecer: se um evento favorável ou desfavorável de uma ação depender da *fortuna* (sorte) ou de *acidente* (azar), não deveria nem aumentar nem diminuir a nossa aprovação ou reprovação moral de qualquer agente. Não é, entretanto, o habitual a ocorrer, como no caso do vencedor ou perdedor em jogo de apostas no futuro do mercado.

É possível resumir, em suas próprias palavras, toda a doutrina de Smith (1759/1999: 406) contida na *Teoria dos Sentimentos Morais*. “Quando aprovamos algum caráter ou ação, os sentimentos experimentados derivam de quatro fontes, em alguns aspectos diferentes entre si. Primeiro, simpatizamos com os motivos do agente; segundo, participamos da gratidão de quem recebe o benefício de suas ações; terceiro, observamos sua conduta obedecer às regras gerais por meio das quais essas duas simpatias geralmente agem; por último, se consideramos tais ações como parte de um sistema de conduta com tendência a promover a felicidade do indivíduo, ou da sociedade, então dessa utilidade poderá resultar certa beleza, não muito distinta da atribuída a qualquer máquina bem engendrada”.

De acordo com Smith, esses diferentes sentimentos dão conta, em todos os casos possíveis, do sentimento composto de aprovação moral.

Tais são os contornos gerais da *Teoria dos Sentimentos Morais* de Adam Smith. Mas deparamos, logo na abertura do capítulo intitulado “Da origem da ambição e da distinção social” com a franca constatação: “é porque os homens estão dispostos a simpatizar mais completamente com nossa alegria em lugar de solidarizar com nossa dor, exibimos nossa riqueza e escondemos nossa pobreza” (1759/1999: 59).

Mais ainda, “é sobretudo por considerarmos os sentimentos da humanidade o motivo de perseguirmos a riqueza e evitarmos a pobreza”. Ele se pergunta “qual [é] a finalidade da avareza e ambição, da busca de fortuna, poder e preeminência?”.

À pergunta “de onde, então, origina-se essa emulação capaz de perpassar de todas as diferentes ordens de homens, e a quais benefícios aspiramos com esse grande propósito da vida humana chamado de ‘melhorar nossa condição?’”

Sua resposta não ilude quanto à verdadeira natureza humana. “Ser notado, servido, tratado com simpatia, complacência e aprovação, são todos os benefícios aos quais podemos aspirar. É a vaidade, não o bem-estar ou prazer o nosso interesse. Mas a vaidade sempre se funda sobre a crença de sermos objeto de atenção e aprovação” (1759/1999: 60).

Em seguida, ele examina a mais profunda motivação pela qual o homem rico jacta-se de sua riqueza e o homem pobre, ao contrário, envergonha-se de sua pobreza. Sentir não ser notado decepciona o mais ardente desejo da natureza humana.

Sobre a disposição da humanidade a partilhar de todas as paixões dos ricos e poderosos fundamenta-se a distinção social e a ordem da sociedade. Mesmo quando a ordem da sociedade parece exigir nos opormos aos ricos, dificilmente somos capazes disso. Não se trata aqui de se opor a eles quando instalados em governos.

Na verdade, o homem de posição e distinção não deseja embaraçar-se com aquilo capaz de resultar em dificuldade e aflição. Tem aversão a todas as confusões públicas, não pelo amor à humanidade, pois os grandes nunca consideram seus inferiores como criaturas iguais, mas pela consciência de não possuir nenhuma das virtudes necessárias para tais situações, principalmente o longo e contínuo exercício da paciência, da força e aplicação de raciocínio.

Essas virtudes raramente serão encontradas em homens nascidos para esses altos postos. Assim, em todos os governos, até nas Monarquias, os mais altos cargos são geralmente ocupados, e toda a administração conduzida, por homens educados nas posições média e inferior da vida. Eles ascenderam por sua própria atividade e habilidades, embora oprimidos pelo ciúme e confrontados pelo ressentimento de todos aqueles nascidos como seus superiores pela “sorte do berço”.

A perda desse fácil domínio sobre os afetos dos homens torna insuportável a queda da grandeza. Comenta Smith (1759/1999: 69): “De todos os estadistas depostos em busca de, para seu próprio conforto, como bater a ambição, e desprezar as honras já não possíveis mais de serem alcançadas, quão poucos conseguiram êxito! A grande maioria passou seu tempo na mais apática e insípida indolência, vexada pela ideia de sua própria insignificância, incapaz

de se interessar pelas ocupações da vida privada, sem alegria, senão quando falava de sua antiga grandeza, e sem satisfação, exceto quando se dedicava a algum vão projeto de recuperá-la”.

Conclui com o aconselhamento: “nunca entres no lugar de onde tão poucos foram capazes de retornar; nunca entres no círculo da ambição; nem jamais te compare àqueles donos da Terra. Eles, antes de tu, já chamaram a atenção de meia humanidade”.

A primeira parte da *Teoria dos Sentimentos Morais* (“Da conveniência da ação”) conclui, na Seção III – “Dos efeitos da prosperidade e da adversidade sobre os julgamentos dos homens quanto à conveniência da ação, e porque é mais fácil obter sua aprovação numa situação mais que em outra” – com o Capítulo III.

Ele se inicia constatando “essa disposição de admirar, quase de adorar os ricos e poderosos, e desprezar ou pelo menos negligenciar pessoas de condição pobre ou mesquinha, embora necessária tanto para estabelecer quanto para manter a distinção de hierarquias e a ordem da sociedade, é ao mesmo tempo a grande e mais universal causa de corrupção de nossos sentimentos morais” (Smith, 1759/1999: 72).

Frequentemente, vemos as atenções respeitadas do mundo dirigirem-se mais fortemente para os ricos e grandes em lugar de ser para os sábios e virtuosos. O que sentimos pela sabedoria e virtude é sem dúvida diferente daquilo concebido pela fortuna e grandeza. Considerando idênticos graus de méritos, quase não há homem capaz de não respeitar mais os ricos e grandes em vez dos pobres e humildes.

“Nas camadas média e inferior da vida, a carreira para a virtude e a carreira para a fortuna, pelo menos a qual homens em tais posições podem razoavelmente esperar obter, são, felizmente, na maioria dos casos, quase a mesma. Em todas as profissões médias e inferiores, habilidade profissionais reais e sólidas, associadas à conduta firme, prudente, justa e moderada, raramente deixam de trazer êxito”.

Sendo assim, como “os homens das classes inferior e média da vida jamais serão suficientemente grandes a ponto de estar acima da lei”, ele conclui: “o bom e velho provérbio, de ‘a honestidade é a

*melhor política'*, permanece nesses casos quase sempre perfeitamente verdadeiro”.

Mas, em seguida, Smith (1759/1999: 74) constata, “infelizmente, nas camadas superiores da vida o caso nem sempre se passa assim”. Adjetiva, criticamente, o tipo de gente frequentadora das cortes e dos salões dos grandes, composta de presunçosos, arrogantes, ignorantes, adutores insolentes e insignificantes, falsos como as realizações frívolas dessa coisa impertinente e tola chamada “homem da moda”.

Diz: “essa disposição para admirar e, conseqüentemente, para imitar os ricos e os grandes, os torna capazes de estabelecer ou conduzir aquilo chamado de *moda*”.

Um homem fútil é tão capaz de fingir ser o que não é quanto o é um homem astuto. Muito homem pobre coloca sua glória em ser julgado rico.

Para alcançar essa invejada situação, os candidatos à fortuna abandonam com excessiva frequência as trilhas da virtude.

“Não é ócio ou prazer, mas sempre honra de um tipo ou outro, embora seguidamente uma honra mal compreendida, aquilo realmente perseguido pelo homem ambicioso. Todavia, a honra de sua elevada posição aparece tanto a seus próprios olhos quanto aos das outras pessoas, corrompida e maculada pela baixeza dos meios pelos quais ascendeu até ela”.

Ao lembrar-se do feito, essa lembrança lhe diz: outras pessoas não de lembrar também.

### 2.3. Princípio da Utilidade, Empirismo e Psicologismo

Nos *Princípios da Moral e da Legislação*, sua principal obra sob o ponto de vista propriamente filosófico, Bentham (1789/1984) estuda, pormenorizadamente, a aplicação do Princípio da Utilidade como fundamento da conduta individual e social.

Logo, em seu primeiro capítulo, apresenta esse Princípio: “a natureza colocou o gênero humano sob o domínio de dois senhores soberanos: a dor e o prazer. Somente a eles compete apontar o

necessário de se fazer, bem como determinar o que na realidade faremos. Ao trono desses dois senhores está vinculada, por uma parte, a norma capaz de distinguir *o que é certo* de *o que é errado*, e, por outra, *a cadeia das causas e dos efeitos*".

Os dois citados senhores se instalaram na mente humana. Aliás, isso é constatado pela moderna Neuroeconomia, resultado da união de ferramentas de investigação e conhecimentos da Psicologia, da Economia e da Neurologia, com a ajuda de seus aparelhos de diagnóstico por imagem ou tomografia por ressonância magnética funcional.

Isto porque eles, segundo afirmação original de Bentham, "nos governam em tudo *o que fazemos*, em tudo *o que dizemos*, em tudo *o que pensamos*, sendo qualquer tentativa feita por nós para sacudir este senhorio outra coisa não faz senão demonstrá-lo e confirmá-lo. Através das suas palavras, o homem pode pretender abjurar tal domínio, porém, na realidade, permanecerá sujeito a ele em todos os momentos da sua vida".

O *Princípio da Utilidade* reconhece esta sujeição. A esta expressão, Bentham acrescentou, em nota escrita em julho de 1822, até o substituindo, o *Princípio da Maior Felicidade*.

Cito-o: "o princípio estabelece a maior felicidade de todos aqueles, cujo interesse está em jogo, como sendo a justa e adequada finalidade da ação humana, e até a única finalidade justa, adequada e universalmente desejável; da ação humana, digo, em qualquer situação ou estado de vida, sobretudo na condição de um funcionário ou grupo de funcionários a exercerem os poderes de governo".

A palavra "*utilidade*" não ressalta as ideias de prazer e dor com tanta clareza como o termo "*felicidade*". Tampouco o termo nos leva a considerar o número dos interesses afetados.

Este número constitui a circunstância contribuinte, na maior proporção, para formar a norma em questão: *a norma do certo e do errado*. Esta é a única capaz de capacitar-nos a julgar a retidão da conduta humana, em qualquer situação.

Porém, Bentham reconheceu a resistência à aceitação do citado *Princípio*. A seu ver, seria devido à falta de conexão suficientemente

clara entre as ideias de *felicidade e prazer*, por um lado, e a ideia de *utilidade*, por outro.

Ele o define: “por Princípio de Utilidade entende-se aquele princípio capaz de aprovar ou desaprovar qualquer ação, segundo a tendência de aumentar ou a diminuir a felicidade da pessoa, cujo interesse está em jogo, ou, a mesma coisa em outros termos, segundo *a tendência a promover ou comprometer a referida felicidade*. Digo qualquer ação de um indivíduo particular, mas também de qualquer ato ou medida de governo”.

Por sua vez, “o termo *utilidade* designa aquela propriedade existente em qualquer coisa, propriedade em virtude da qual o objeto tende a produzir ou proporcionar benefício, vantagem, prazer, bem ou felicidade (...), ou (...) a impedir acontecer *o dano, a dor, o mal ou a infelicidade* para a parte cujo interesse está em pauta. Se esta parte for a comunidade em geral, tratar-se-á da *felicidade da comunidade*, ao passo que, em se tratando de um indivíduo particular estará em jogo a felicidade do mencionado indivíduo” (Bentham, 1789/1984: 4).

*A comunidade* constitui um *corpo fictício*, composto de pessoas individuais. Elas se consideram como seus membros.

Em consequência, o interesse da comunidade é a soma dos interesses dos diversos membros integrantes a referida comunidade. Pode-se então afirmar: alguma medida de governo, ou seja, uma ação praticada por determinadas pessoas, está em conformidade com o Princípio da Utilidade, ou é ditada por ele, quando a tendência a aumentar a felicidade da comunidade for maior comparada à qualquer tendência de diminuí-la.

Bentham (1789/1984: 5) acha a justeza do referido princípio foi formalmente contestada apenas por parte daqueles sem saber o que diziam. Metodologicamente, este Princípio não é suscetível de demonstração direta.

Isto porque “o Princípio a se utilizar para demonstrar todas as outras coisas não pode ele mesmo ser demonstrado. Uma cadeia de demonstrações deve ter o seu início em algum ponto. Consequentemente, fornecer uma tal demonstração é tão impossível quanto supérfluo”.

Enfim, segundo sua argumentação, “em virtude da própria constituição natural da estrutura humana, na maioria das ocasiões da sua vida os homens geralmente abraçam este princípio sem pensar, explicitamente, nele: se não para orientar a sua própria conduta, pelo menos para julgar as suas próprias ações, bem como as dos outros”. Mas reconhece, “em princípio e na prática, na senda reta ou na errada, a qualidade humana mais rara ser a coerência e a constância no modo de agir e pensar”.

Bentham não se indagou, profundamente, por qual razão os homens deveriam conduzir-se em função da felicidade de todos. Em situação de conflito de interesses, o ganho de um pode representar a perda de outros.

Em sociedade antagônica, a maximização de lucro de alguém significa a minimização de custos. São renda de outrem.

Por que, então, adotar *postura cooperativa e não conflituosa*? A Teoria dos Jogos, no século XX, iria dar a resposta.

Na Teoria da Utilidade, o indivíduo opta, isoladamente, ignorando o feito por outros. Na Teoria dos Jogos, duas ou mais pessoas tentam decidir, simultaneamente, cada uma consciente do feito pelas outras pessoas.

Esta Teoria traz novo sentido à incerteza ao afirmar a verdadeira fonte de incerteza residir nas intenções dos outros. Ela trata da previsão do comportamento alheio.

É o estudo da tomada de decisão em situação de conflito, onde as ações de um participante afetam não só seus ganhos e perdas como também os dos outros jogadores. Trata-se de ferramenta teórica para analisar o comportamento racional e explicar o comportamento humano e institucional, aplicada a casos particulares de interação entre os agentes econômicos.

Apresenta a essência da aversão ao risco. Esta mede quão longe estamos dispostos a ir na tomada de decisões capazes de provocar os outros a tomar decisões com consequências adversas para nós.

Entre os seguidores do utilitarismo de Bentham estava o filósofo John Stuart Mill (1806-1873). Ele também percorreu

trajetória da Lógica à Economia Política, publicando seus *Princípios de Economia Política* em 1848.

Preocupado com os problemas humanos, Stuart Mill almejava criar método inatacável para abordar as questões morais e sociais. “Sua abordagem dos problemas éticos, políticos e lógicos supõe uma certa concepção da experiência, segundo a qual a mesma se compõe de representações atomizadas, estanques, que se reúnem por processos de associação. Dessas associações resultam as ideias.

Em outras palavras, Stuart Mill concebe os fatos psíquicos como estados elementares que se reúnem formando conjuntos. (...) O correto caminho a ser trilhado pelo psicólogo deveria restringir-se única e exclusivamente a investigar as relações entre os estados psicológicos elementares a fim de chegar à descoberta e à formulação de leis. (...) Daí a constituição de duas ordens de realidade, a partir de um conjunto de representações neutras: de um lado, o mundo dos objetos, de outro, o mundo da vida mental” (Giannotti, 1984: 74).

Via *empirismo e psicologismo*, “Stuart Mill transita, assim, do campo da psicologia para o da filosofia. Nessa passagem, desempenha papel central seu conceito de crença, tomado em sentido lógico e psicológico. (...) Em suma, a psicologia fornece as bases de concepção geral do mundo elaborada por Mill. Por essa razão, sua filosofia poderia ser caracterizada como ‘psicologista’” (Giannotti, 1984: 75).

Por fim, vale destacar ainda neste tópico, a vinculação entre o saber e a experiência, segundo o Sistema de Lógica Dedutiva e Indutiva de Stuart Mill (1843/1984).

“A Lógica, entendida por Mill no amplo sentido da teoria do conhecimento, deve estudar, principalmente, a teoria da indução. A indução seria o único método adequado para a descoberta da verdade em todos os campos, pois inclusive as próprias generalidades ideais, supostas apriorísticas pelas filosofias idealistas, são também, segundo Mill, produtos de generalizações a partir de dados fornecidos pela experiência sensível. Para Stuart Mill, os dados com os quais se formam os conhecimentos não são conceitos, mas acúmulo de impressões”.



## 2.4. Teoria da Classe Ociosa

A Escola Institucionalista de pensamento econômico surgiu na transição do século XIX para o XX, período de concentração de capital na economia norte-americana. Foi representada pelo crescimento das grandes corporações como forma empresarial dominante do mercado.

A Economia de Mercado de Capitais, conjuntamente com a formação de trustes e cartéis, propiciou o ambiente de especulação com ações e corrupção nos negócios e na política quando vicejaram os grandes impérios dos magnatas das ferrovias, petróleo, aço, etc.

“Suas ideias materializaram anseios de reforma social existentes entre as camadas médias, pequenos proprietários rurais e urbanos, intelectuais reformadores, organizações de consumidores, sindicalistas, enfim, entre o amplo espectro social daqueles que acreditavam poder limitar a ação dos grandes interesses e subordiná-los aos desígnios da maioria” (Almeida, 1983: X).

Thorstein Bunde Veblen (1857-1929) é considerado o precursor da Escola Institucionalista, conjuntamente com John Rogers Commons (1862-1945) e Weley C. Mitchell (1874-1948). Os institucionalistas se opunham à psicologia subjacente aos postulados da economia liberal clássica e às explicações neoclássicas, que pressupunham a natureza humana hedonista.

Assim, negavam o comportamento econômico poder ser entendido com a ação racional de indivíduos guiados pela disposição de obter prazer e evitar a dor.

“[Os institucionalistas] criticavam o empenho dos economistas neoclássicos em buscar as leis imutáveis da Economia e a sua preocupação com a ideia de equilíbrio do sistema econômico. Inspirados em Darwin e nas teorias evolucionistas, afirmavam que o fundamental era captar o movimento e a evolução das instituições econômicas” (Almeida, 1983: IX).

Segundo eles, a análise econômica deveria ser capaz de, ao transformar-se em ciência da evolução, construir teoria do processo de transformação dos sistemas econômicos. Priorizando isso, abandonaria a ideia de “o homem ser ‘calculador do prazer e da dor’.

Oscila, com um glóbulo de desejo de felicidade, sob o impulso de estímulos capazes de o levarem de um lado para outro, deixando-o contudo inalterado. O homem não é um imutável 'pacote de desejos', mas tem 'propensões e hábitos a buscarem expressão em atividades determinadas', uma das quais seria o comportamento econômico.

Veblen dava grande importância à análise do comportamento coletivo e transformações operadas. (...) Segundo ele, o comportamento humano revelava tendências definidas. Terminavam por configurar um *padrão de ação coletiva*.

Com o tempo, tornava-se uma *instituição*. Instituição era, pois, um *conjunto de hábitos, costumes e modos de pensar cristalizados em práticas aceitas e incorporadas pela comunidade*. A permanência das instituições expressava a existência de modos de pensar e agir arraigados em grupos determinados ou em toda a sociedade" (Almeida, 1983: XIII).

A obra mais conhecida de Veblen (1899/1983) não é considerada por muitos leitores como trabalho de teoria ou análise econômica.

"A *Teoria da Classe Ociosa* deve mais à História, à Antropologia e, sobretudo, às abordagens evolucionistas dos processos sociais, tão em voga no século passado, em vez de se dobrar à Ciência Econômica" (Almeida, 1983: XIV).

O termo "ócio", na conotação tida nesse estudo de Veblen, não implica *indolência*. Significa simplesmente *tempo gasto em atividade não produtiva*.

Gasta-se o tempo de modo não produtivo, primeiramente, por um sentimento da *indignidade do trabalho produtivo*. Em segundo lugar, para demonstrar *a capacidade pecuniária de viver uma vida inativa*.

O motivo usual e ostensivo da classe ociosa não é, evidentemente, aumentar a riqueza por esforço produtivo.

"A *desnecessidade de trabalhar* não é só algo honorífico e meritório; muito cedo torna-se um requisito de *decência*. Durante os primeiros tempos da acumulação de riqueza, a insistência na

propriedade, como base de respeitabilidade, é extremamente ingênua e imperiosa. Esta desnecessidade de trabalhar é a prova convencional de riqueza, sendo portanto a marca convencional de posição social; e essa insistência sobre *o mérito da riqueza* leva a uma insistência sobre *o ócio*" (Veblen, 1899/1983: 25).

Logo, quando a propriedade se torna a base da estima da comunidade, torna-se ela também requisito daquela autossatisfação chamada de *respeito próprio*. Mas nem bem adquire o indivíduo a riqueza e com ela se acostuma ("processo de habituação"), o seu novo padrão cessa de lhe dar maior satisfação face ao padrão anterior.

O objetivo da *acumulação de riquezas* é sempre uma autoclassificação do indivíduo em comparação com o resto da comunidade no tocante à força pecuniária. Entretanto, o indivíduo normal, enquanto tal comparação lhe é distintamente desfavorável, vive cronicamente descontente com a própria situação.

A comparação odiosa entre os indivíduos nunca se torna tão favorável a um deles. Caso ele se descuide de tentar colocar-se ainda mais alto, relativamente a seus concorrentes, na luta pela honorabilidade pecuniária, ele se sente *derrotado ou perdedor*.

O efeito imediato da luta pecuniária seria, à primeira vista, o de tornar os homens laboriosos e frugais. Porém, intervém outros elementos do *processo de emulação*.

Esse sentimento leva o indivíduo a tentar igualar-se ou superar outrem. Acabam superando o incentivo para a diligência e a poupança.

"A mais forte das exigências secundárias da emulação, igualmente a de mais amplo alcance, é o requisito de *abstenção de qualquer trabalho produtivo*. (...) Na cultura predatória, o trabalho se associa nos hábitos de pensamento dos homens à fraqueza e à sujeição a um senhor.

Ele é, portanto, marca de inferioridade, sendo considerado indigno do homem em sua plena capacidade. Em virtude dessa tradição, *sente-se o trabalho como humilhante*. Esta tradição perdura ainda. Com o *progresso da diferenciação social*, ela adquiriu a força

axiomática capaz de lhe conferir sua longa duração e sua incontestada vigência” (Veblen, 1899/1983: 21).

A vida de ócio deve ser corretamente conduzida. Daí o aparecimento das boas maneiras, o cultivo do gosto de *connoisseur* e do senso estético. Tudo isso requer tempo e esforço.

Essas boas maneiras e os modos de vida refinados são sinais de conformidade com a norma de ócio e de consumo conspícuo. Este tem de ser claramente visível, facilmente notado, saltar à vista, tendendo a atrair a atenção dos outros.

A reprovação popular do gasto supérfluo equivale a dizer, a fim de estar em paz consigo próprio, o homem comum deve ser capaz de ver em qualquer esforço ou prazer humanos uma intensificação da vida e do bem-estar em sua totalidade.

Sob esse ponto de vista, “a fim de obter aprovação irrestrita, qualquer fato econômico deve primeiro ser aprovado no teste de sua utilidade impessoal”. Nesse sentido, “a vantagem relativa ou competitiva de um indivíduo em comparação com outro não satisfaz a consciência econômica, e, por conseguinte, o dispêndio competitivo não obtém aprovação da consciência”.

Mas, “frequentemente, acontece de um elemento do padrão de vida, de início sendo primordialmente supérfluo, acabar se tornando, na ideia de consumidor, uma das necessidades da vida, podendo desse modo se tornar tão indispensável como qualquer outro artigo do seu dispêndio habitual” (Veblen, 1899/1983: 47).

Os *gastos habituais*, somente devido ao princípio de reputação pecuniária ou sucesso econômico relativo, devem ser ainda classificados como *supérfluos*. Porém, os *gastos honorários*, conspicuamente supérfluos, proporcionam bem-estar espiritual.

Eles poderão se tornar mais indispensáveis em lugar de muitos gastos capazes de proverem apenas às necessidades “inferiores” do bem-estar físico ou do sustento. A regressão significa o abandono de padrão de vida elevado ser difícil, enquanto o avanço nos gastos conspícuos é relativamente fácil.

“Com exceção do instinto de autopreservação, a propensão para a competição [pecuniária] é provavelmente mais forte, alerta e persistente dos motivos econômicos” (Veblen, 1899/1983: 52).

A moderna Neurociência reconhece o *instinto da competição* ao lado dos outros instintos humanos: sobrevivência, reprodução (ou desejo sexual), agressão, proteção, altruísmo, busca por conhecimento e necessidade de explicação sobrenatural ou divina.

Nos 3 milhões de anos seguintes à vida na savana, a expansão do número de células nervosas, formando *rede neurais*, resultou em mente humana mais complexa. Continuou a desenvolver uma série de instintos, concomitantemente à aprendizagem, emoção e racionalidade.

Nenhuma das manifestações associadas ao termo “instinto” é universal, isto é, comum a todos os seres humanos. Há tensão entre os instintos herdados na bagagem genética e os limites impostos pela vida social na civilização contemporânea.

Para Winston (2006: 19), a definição de *instinto* está na diferença entre a mente com a qual nascemos e a mente que formamos, via aprendizado, cultura e socialização.

“Então, *instinto* é essencialmente a parte de nosso comportamento não fruto de aprendizado. Contudo, nosso ambiente (e, portanto, nosso aprendizado) pode ter uma influência poderosa no modo pelo qual nossos instintos se expressam.

O instinto é constituído de elementos humanos, herdados, de ação, desejo, razão e comportamento. Esses instintos especificamente humanos são aqueles que se formaram durante nosso tempo na savana”.

A revelação da sequência completa do genoma humano, completada em 2001, é marco na história da Ciência. Descobriu-se as características herdadas serem transmitidas por genes.

A grande maioria do código genético é idêntica de uma pessoa para outra. Nas diferenças de uma em cada 10 mil letras estão situadas as variações de Psicologia Humana.

Mas o comportamento humano é instável e imprevisível. As possibilidades de comportamento diárias são infinitas, pois ele está sujeito às ações de muitas forças biológicas, cognitivas e culturais. Algumas se anulam, outras se reforçam na mesma direção. Possuímos *mecanismo adaptativo* ao ambiente natural e social.

Segundo Winston (2006: 24), “pequenas mudanças nas condições iniciais têm um efeito crítico no resultado final de um sistema caótico, e isso se aplica tanto ao comportamento humano quanto ao mundo físico. *É impossível termos um modelo para nosso comportamento porque há muitos fatores envolvidos (...)*”.

Humanos, aparentemente, têm *livre arbítrio*. A explicação de grande parte do comportamento humano é processo extraordinariamente complexo. É produto de muitos fatores diferentes – instintivos, psicológicos, racionais e emocionais – e a predição se torna impossível. (...) *A aleatoriedade, então, é uma parte intrínseca de nossas características neurais*”.

## 2.5. Evolução do Capitalismo Moderno e a Sociedade Anônima

John Atkinson Hobson (1858-1940) publicou, em maio de 1894, *A Evolução do Capitalismo Moderno: um Estudo da Produção Mecanizada*. Este subtítulo não revela, a priori, o conteúdo dessa obra a respeito da origem e natureza econômica das finanças modernas, particularmente, no capítulo X, “O Financista” (1894/1983: 175-200).

Nele, apresenta as relações entre o investidor e o financista, a necessidade do intermediário financista, a capacidade de ganho com a verdadeira base da capitalização, a arte da promoção e manipulação no mercado de ações, o controle das empresas lucrativas sadias, os empréstimos bancários propiciando alavancagem financeira com fator essencial nos negócios capitalistas, além das forças financeiras nos Estados Unidos e a pressão financeira para extravasar em favor dos mercados externos, inclusive o sistema financeiro da África do Sul.

O rápido surgimento da nova empresa manufatureira e comercial exigia movimento de capital mais livre face ao normalmente assegurado pela estrutura empresarial mais antiga. Empreendimentos enormes nas ferrovias, navegação, mineração,

siderurgias, extração de petróleo, bancos, etc., precisavam de volume de capital maior além do propiciado pelas finanças corporativas ou privadas dos empresários.

Daí a necessidade de formação de Sociedade Anônima. Teria como base a associação de capitais procedentes de inúmeras fontes individuais. Fundidas em grandes massas, eram utilizadas para compartilhamento dos lucros pelos sócios nos novos empreendimentos.

A grande inovação financeira foi *o surgimento da possibilidade de número maior de pessoas aplicar suas sobras de renda familiar*. A economia da produção em grande escala, de um lado, retirava competitividade de pequenos empreendimentos, por outro, propiciava acesso a alguns investimentos lucrativos, líquidos e seguros.

Separava também o capital da presença e do controle direto de seus proprietários, colocando-o à disposição dos administradores dos grandes empreendimentos. Eles distribuía dividendos aos detentores dos direitos de propriedade (ações) e/ou pagavam juros aos emprestadores.

Assim, em todas as esferas do capitalismo, a empresa de capital acionários foi deslocando, rapidamente, as empresas de propriedade individual ou familiar. Surgiu também *o mito da "democracia do capital"*, pois milhares de cidadãos passaram a ser *coproprietários de empreendimentos* em todas as partes do mundo capitalista.

Entretanto, Hobson (1894/1983: 177) alertava: "uma compreensão clara do lugar ocupado pelo financista no capitalismo moderno, assim como da harmonia e divergência de interesses entre ele e o investidor, é essencial ao estudo do sistema industrial dos dias de hoje".

O *financista moderno* pode ser encarado como produto da companhia de capital acionário. Existe outra raiz-mestra das finanças: o desenvolvimento do empréstimo nacional.

O endividamento público talvez desempenha papel ainda mais importante se comparado ao da Sociedade Anônima nos negócios de algumas das maiores instituições financeiras. Estas se dedicam ao

financiamento, à comercialização e ao carregamento dos títulos de dívida pública.

Seja qual for a base de alguma "ideia rentável", o empresário inovador preocupa-se com sua capacidade de geração de lucros ser vendida no mercado de investimentos. Em outros termos, se ela é possível de ser "lançada no mercado".

Para transformá-la em mercadoria vendável, ele deve recorrer à ajuda de financistas, negociantes de "ideias vendáveis". São habilitados a promover o lançamento primário, de maneira a levar o público investidor a comprá-las.

Esse "patrocinador" será, às vezes, um grande capitalista ou mesmo uma grande companhia bancária ou financeira. Ela estará preparada para "endossar" o projeto, mediante *a subscrição de ações*.

Já o investidor comum é inspirado ou pelo desejo de deter ações ou obrigações, a fim de obter rendas (dividendos) provenientes da gestão lucrativa da empresa representativa de seus direitos de propriedade, ou pelo desejo de vender em eventual alta, assegurando *ganho de capital*. São comuns as duas estratégias financeiras, uns compram *para manter*, outros, *para vender logo depois*.

Na realidade, são muito numerosos os investidores especuladores. Eles estão, constantemente, alterando suas carteiras de investimentos, em parte para obter juros de renda fixa e dividendos de renda variável mais elevados, em parte para tentar um golpe de sorte lucrativo.

Hobson (1894/1983: 179) compara a massa desses investidores individuais ao "proletariado dos grandes capitalistas". Afirma: "a absorção de novo capital, exigido para a expansão de indústrias antigas e o estabelecimento de novas, é, fundamentalmente, tarefa desses tipos de pequeno e médio investidor. Eles conhecem pouco o funcionamento real do sistema financeiro e não podem, com sua ação na indústria, controlá-lo.

O que nós vemos aqui é, de fato, *um proletariado dos grandes capitalistas*. Tem com os operadores das finanças relação



rigorosamente análoga à do proletariado trabalhador com a classe patronal.

O investidor comum, isto é, o *pequeno capitalista*, precisa alienar o uso de seu capital. Isso ocorre da mesma maneira como o trabalhador precisa transferir o uso de sua capacidade física de trabalhar a um organizador de empreendimento de risco, se quiser auferir alguma vantagem desta capacidade”.

Porém, Hobson (1894/1983: 180) cai em lugar comum da comparação de bolsa de valores com cassino. “O sistema, como um todo, é um *jogo*: não, efetivamente, um jogo cego, mas uma *especulação* onde a previsão e a oportunidade desempenham papéis de dimensões variáveis. (...) A base financeira do sistema de ‘crédito’ como um todo é a estimativa da ‘capacidade de lucro’ (...); os males ou erros do sistema creditício podem ser atribuídos a falhas de mensuração ou representação dessa ‘capacidade de lucro’”.

A maioria dos financistas ou negociantes de dinheiro não está empenhada, principalmente, na promoção de companhias, mas na obtenção de lucros auferidos com a manipulação de ações e obrigações no mercado.

“Mas enquanto a ignorância da maior parte dos investidores amadores faz de suas aplicações financeiras simples apostas, o *financista profissional não é propriamente um jogador*. Quando ele se afasta das finanças ‘legítimas’ não é, fundamentalmente, para jogar, mas para *manipular preços*, como forma de aperfeiçoar seus cálculos.

Ao invés de apenas prever mudanças de preços, ele se esforça por provocá-las. Se pode, de alguma maneira, *provocar e regular flutuações de preços de qualquer tipo de valor mobiliário*, tem condições de *comprar na baixa e vender na alta*. Esta é uma prática obviamente vantajosa” (Hobson, 1894/1983: 185).

Especular na Bolsa de Valores consiste em provocar “altas e baixas de preços” alternadamente. Qualquer grupo de financistas, armados de recursos suficientemente grandes, pode controlar com firmeza um título, utilizando-o seja para esfolar o público investidor ingênuo, com movimentos predeterminados de preços enganadores, levando-o a comprar e vender com prejuízos.

“O acesso especial ou imediato a informações capazes de afetarem o movimento de preços assegura-lhes sua primeira vantagem. Ela pode ser suplementada pela manipulação da opinião pública por intermédio da imprensa. Finalmente, com sua posição financeira e o controle dos movimentos, eles podem, com mais eficácia se comparada à dos de fora, provocar altas e baixas no mercado” (Hobson, 1894/1983: 185).

Por tudo isso, entende-se o comentário de Hobson: “essas operações realizadas por financistas, no *manejo do movimento de títulos negociáveis de grande liquidez*, assemelham-se à manutenção de casas de jogo”.

Sob o ponto de vista destas, é um negócio. Sob o ponto de vista dos clientes, é um jogo. Em circunstâncias normais, em longo prazo, há pouco risco para os financistas – “eles têm de vencer e os amadores, seus parceiros, têm de perder”.

Enfim, Hobson denuncia a *nova oligarquia financeira*. Segundo sua opinião, o objetivo maior dela é “firmar mais ainda o *jugo no pescoço do proletariado do capital*. Dessa forma, privado cada vez mais de investimentos seguros, é levado a especular com ações e obrigações nos ‘subterrâneos do jogo’ mantidos por esses *senhores das finanças*” (Hobson, 1894/1983: 186).

Essa posição é diametralmente oposta à defendida por Adolf A. Berle (1895-1971) e Gardiner C. Means (1896-1988) nos prefácios, escritos em dezembro de 1967, da reedição de *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Eles falam da “revolução da Sociedade Anônima”.

Esses autores acham os desenvolvimentos, ocorridos desde sua primeira publicação em 1932, confirmam as tendências então indicadas de crescentes concentração, dispersão da propriedade das ações e separação entre propriedade e controle.

“Ao mesmo tempo, enquanto o poder econômico se desenvolveu nas mãos dos executivos das grandes empresas, a separação entre propriedade e controle liberou os administradores da pesada exigência de servir aos acionistas.

Os lucros são um elemento essencial do sistema de sociedade anônima. Mas o uso de seu poder com o objetivo exclusivo de servir aos acionistas provavelmente não equivale mais a servir ao interesse público. No entanto, ainda não se elaborou nenhum critério capaz de bem avaliar o desempenho de uma Sociedade Anônima moderna” (Berle & Means, 1932/1984: 23).

Apesar dessa indisponibilidade, eles se perguntam: há algum sistema alternativo capacitado a servir melhor ao interesse público?

Respondem em linguagem típica da direita em tempo de “guerra fria” entre os Estados Unidos e a URSS: “a crítica mais bem estruturada do sistema de empresa acionária livre, enquanto sistema, é feita, naturalmente, pelos comunistas, e os regimes comunistas oferecem as alternativas mais óbvias. Nesse caso, a principal alegação é de o capitalismo explorar os trabalhadores”.

No entanto, para eles, depois de constatarem apenas 12% do total da renda gerada na produção ter ficado com o capital sob forma de dividendos e lucros não distribuídos, destinando-se o restante ao trabalho e aos juros, “seria difícil sustentar o Sistema de Sociedade Anônima, da forma a operar hoje [1967] nos Estados Unidos, é um sistema sobrevivente ou dependente da exploração do trabalho.

A verdadeira diferença entre o sistema hoje [1967] a funcionar na Rússia e o a funcionar nos Estados Unidos relaciona-se ao poder e a quem toma decisões. (...) O sistema americano de Sociedade Anônima dá (...) uma liberdade, uma flexibilidade e um espaço para a iniciativa independente muitíssimo maiores se comparado ao existente na Rússia. Essa é a grande vantagem da livre iniciativa e a base tradicional de nossa sociedade democrática” (Berle & Means, 1932/1984: 25).

Em outro capítulo, resenharei com maior profundidade essa obra clássica.

## 2.6. Finanças Comportamentais

Finanças Comportamentais são, segundo expressa um de seus principais autores, Richard Thaler, “simplesmente, uma abordagem agnóstica moderada para o estudo do mercado financeiro”.

Para entender o que é esta corrente do pensamento econômico contemporâneo, e porque ela foi originalmente pensada para ser uma breve heresia, Thaler (1999: 12) acha ser necessário compreender, primeiro, a *abordagem convencional* das Finanças Racionais. Depois, porque seus seguidores acreditarem, em termos teóricos, os vieses cognitivos não afetarem os preços dos ativos.

Isto ocorre apesar das Finanças Comportamentais terem oferecido evidência para suportar a hipótese de determinado viés cognitivo – a sobre reação a alguma série de más notícias – poder provocar, previsivelmente, *má precificação* das ações negociadas em Bolsa de Valores.

As Finanças Tradicionais são baseadas na hipótese de o “agente representativo” na economia ser racional em dois sentidos:

- primeiro, toma decisões de acordo com os axiomas da teoria da utilidade esperada;
- segundo, faz previsões sem vieses heurísticos sobre o futuro.

A versão extrema dessa teoria, supondo todos agentes se comportarem de acordo com suas suposições racionalistas, é, reconhecidamente, *irrealista*. Na realidade, os investidores comuns são apenas tomadores esperançosos de decisões.

Face a essa constatação, defensores do modelo tradicional argumentam isso não constituir problema, se eles forem “investidores marginais”, isto é, se apenas alguns agentes econômicos tomarem decisões sub-ótimas. Porém, consideram o investidor, em geral, racional.

Investidores inexperientes não aprendem o comportamento racional porque evitam repetir “erro”, ou seja, qualquer experiência traumática. Entram e saem do mercado ao primeiro susto, isto é, quando realizam perda, jurando “nunca mais voltar”...

O argumento de os preços dos ativos serem ajustados por investidores racionais, sendo, portanto, “justos” de acordo com os fundamentos, possui dois problemas.

- primeiro, mesmo se os preços dos ativos fossem somente estabelecidos por investidores racionais, considerados no

agregado, o conhecimento a respeito de como os investidores se comportam, individualmente, pode ainda ser de interesse geral;

- segundo, embora o argumento tenha apelo, intuitivamente, e transmita certa tranquilidade, seus aderentes raramente o explicaram de maneira cuidadosa.

Thaler (1999: 12) ilustra a questão com exemplo similar ao seguinte. Suponhamos o mercado ter apenas dois tipos de investidores:

1. *os investidores racionais*, comportando-se como os agentes econômicos dos livros-texto, e
2. *os investidores quase-rationais* tentam, seriamente, tomar boas decisões de investimentos, mas cometem erros previsíveis, portanto, evitáveis.

Suponhamos também duas ações, GM e Ford, deste mercado, terem, fundamentalmente, valor de mesmo montante, porém elas não são substitutas entre si.

Finalmente, assumamos os quase-rationais pensarem a GM ter valor acima da Ford, uma opinião possível de mudar, pois os quase-rationais mudam suas mentes, frequentemente, enquanto os racionais sabem GM e Ford terem o mesmo valor fundamentado.

Quais condições são necessárias para assegurar que os preços de GM e Ford serão semelhantes, como deveriam ser, caso o mundo tivesse apenas investidores racionais?

Essa questão é complexa, mas algumas dessas condições essenciais são as seguintes.

Primeiro, em termos de valor predominante, tal mercado não poderia ter muitos quase-rationais, de maneira que os racionais ficassem marginais.

Segundo, o mercado deve permitir a venda em curto prazo sem dificuldade, então, se os preços estiverem muito elevados, os racionais podem trazê-los para baixo.

Terceiro, somente os investidores racionais podem vender em curto prazo, se não, os quase-rationais venderiam Ford, quando os dois preços estivessem semelhantes, pois eles acreditam que GM é mais valiosa que Ford. O resultado não alcançaria o equilíbrio fundamentado.

Quarto, em alguma data T, a verdadeira relação entre GM e Ford deverá tornar-se clara para todos os investidores.

Quinto, os racionais deverão ter horizonte longo o suficiente para incluir essa data T. Entretanto, essas condições resistem em ser alcançadas.

A lição tirada por Thaler (1999: 13) desse exemplo é, mesmo quando a relação entre dois preços é fácil de se calcular, e estabelecida em gráfico, os preços poderem divergir e os arbitradores serem limitados em sua arte de restaurá-los à paridade.

Considerando esse "limite à arbitragem", por qual razão, então, *o que se espera*, isto é, o prospecto dos preços seria previsível, racionalmente, em ajustes ainda mais complexos?

Considerando o caso de "bolha de ativos", por exemplo, o caso de ações da Internet, muitos, se não a maioria, dos analistas profissionais acreditavam a avaliação dessas ações estar muito otimista.

Suponhamos os profissionais estarem corretos e essas companhias ".com" valessem a metade dos preços correntes.

Suponhamos essa avaliação fosse o consenso entre os *experts* de Wall Street. Quanto tempo essa situação poderia perdurar?

A resposta seria isto poderia ser considerado em equilíbrio, embora não fosse equilíbrio racional, enquanto os *experts* de Wall Street não fossem apenas investidores marginais nessas ações. Se as ações da Internet fossem, principalmente, possuídas por investidores individuais, o pessimismo de Wall Street não derrubaria os preços. Isto porque a oferta dos vendedores, em curto prazo, seria ainda muito limitada.

Portanto, os preços das ações podem continuar em alta enquanto os investidores que desejarem apostar na queda colocarem à venda montante insuficiente para fazer prevalecer essa tendência.

Primeiro, os maiores investidores – fundos de pensão, fundos mútuos, administradores de grandes fortunas, etc. –, tipicamente, usam alguma regra empírica para a alocação de ativos, tal como 60% em ações. Então, não são sensíveis ao nível dos preços dos ativos.

Segundo, tal insensibilidade é ainda mais característica dos investidores individuais, nos seus planos de aposentadoria, pois eles raramente alteram seus portfólios.

Dessa forma, Thaler (1999: 13) mostra a premissa das Finanças Comportamentais – os vieses cognitivos poderem influenciar os preços dos ativos – é, no mínimo, teoricamente possível. Mas este é o maior problema para as Finanças Tradicionais?

Ele apresenta, brevemente, cinco áreas nas quais o comportamento humano no mundo real parece estar em desacordo com as teorias financeiras dos livros-texto. Todas elas são baseadas no *paradigma da racionalidade dos participantes de pressuposto mercado eficiente*.

Primeira, na questão do volume, a dedução lógica dos modelos *standard* é os participantes dos mercados de ativos negociarem muito pouco. A razão é, onde todo o mundo sabe os negociantes serem racionais, se alguém está desejando comprar alguma participação em sociedade anônima, quando encontra outro oferecendo para vendê-la, aquele terá de buscar saber qual informação possuída por este vendedor – e ele não detém.

Entretanto, no mundo real, as pessoas sentem necessidade de liquidez e de alterar portfólio, então, os bilhões negociados, diariamente, em Bolsa de Valores vão muito mais além do esperado de acordo com modelos *standard*. Da mesma forma, eles não sugerem ter expectativa de os administradores de recursos de terceiros fazerem *turn over* de seus portfólios pelo menos uma vez por ano.

Segunda, quanto à volatilidade, em mundo racional, os preços se alterariam somente quando novas notícias chegassem. Porém, não

se acertaria sempre na previsão do “caminho aleatório” de seus conteúdos, se positivo ou negativo.

Entretanto, os preços das ações no agregado parecem mover muito mais acima do justificado por mudanças no valor intrínseco ou fundamentado, isto é, medido pelo valor presente dos fluxos futuros de dividendos. Os preços das ações e dos títulos financeiros são mais voláteis do sugerido pela Hipótese do Mercado Eficiente.

Terceira, considerando os dividendos, Modigliani e Miller (1958) mostraram, em mercado eficiente sem impostos, a política de dividendos seria irrelevante. Mas, no mundo real, os dividendos são mais taxados se comparados aos tributos sobre ganhos de capital.

Portanto, as companhias poderiam propiciar melhor planejamento tributário para seus acionistas se elas readquirissem participações acionárias em vez de pagar dividendos. Recompras de ações podem ser alternativa interessante em lugar de pagamento de dividendos, para “devolver capital aos acionistas” – e aumentar o lucro por ação.

Surgem, então, duas questões sem respostas satisfatórias de acordo com a premissa da racionalidade.

1. Por qual razão as maiores companhias pagam, sistematicamente, dividendos?
2. E por qual razão os preços das ações se elevam quando esses dividendos são anunciados ou incrementados?

Quarta, referente ao enigma do *prêmio da ação*, historicamente, o prêmio pago é enorme, muito superior ao pago pelos títulos financeiros de renda fixa. Embora fosse de se esperar retornos sobre ações maiores, porque são mais arriscadas, o diferencial de retorno anual é muito maior face ao explicado apenas por diferença de riscos.

Finalmente, a quinta área envolve a previsibilidade. Em mercado eficiente, os retornos futuros não podem ser previstos apenas com base nas informações existentes. Neste caso, o mercado se tornaria *ineficiente*, ou seja, com nível de preço diferente do valor fundamental de cada ativo.



Entretanto, quase todos os experts concordam: os preços das ações se tornam, pelo menos parcialmente, previsíveis com base nos retornos passados, ao constituírem tendências capazes de serem analisadas graficamente. Mas reconhecem também todos os anúncios importantes a serem realizados pela companhia, no futuro, também os influenciarão.

Embora subsista considerável controvérsia a respeito – se a previsibilidade observada é melhor explicada por *má precificação* (observando o passado e não o cenário futuro) ou por *risco* –, ninguém ainda foi capaz de especificar alguma *medida de risco observável*, e não apenas teórica, possível de ser deduzida com base apenas no padrão dos dados existentes.

Enfim, parece se aproximar mais da verdade dizer, virtualmente, qualquer possível *choque* (evento inesperado) produzir retorno aparentemente excessivo, devido ao *overshooting* do preço do ativo. Mas não se sabe com certeza se o valor de mercado voltará corresponder ao “valor fundamentado”.

Thaler (1999: 14) tira destes e de outros fatos empíricos duas conclusões.

- De um lado, de muitas importantes maneiras, os verdadeiros mercados financeiros não parecem com aqueles imaginados quando apenas lemos livros-texto sobre Finanças.
- De outro, seriam evidência, aparentemente, de os mercados serem eficientes a ponto de propiciar boa performance da *gestão ativa* dos administradores de fundos.

Entretanto, muitos estudos têm documentado a performance inferior desse tipo de *gestão ativa* dos administradores de fundos mútuos e fundos de pensão relativamente à estratégia de *gestão passiva* dos investimentos. Não há garantia de continuidade de eventual bom desempenho.

No mundo real, os gestores treinados com a tradicional teoria financeira não têm vida fácil. Eles não conseguem sempre bater o mercado.

O comportamento do mercado, frequentemente, diverge daquele esperado, de acordo com a Hipótese do Mercado Eficiente. As

anomalias, porém, não criam grandes oportunidades para os gestores ativos de fundos, enquanto grupo, se aproveitarem para obter retornos anormais.

Uma proposição irônica de Thaler (1999: 14) ilustra o objeto das Finanças Comportamentais: “um bêbado andando em um campo pode criar um caminho aleatório, embora ninguém possa chamar sua escolha de *direção racional*. Se os preços dos ativos dependem do trajeto adotado pelo bêbado, seria boa ideia estudar como bêbados se orientam”...

As Finanças Comportamentais supõem o estudo do comportamento humano poder enriquecer nosso conhecimento sobre mercado financeiro. Talvez sua mais importante contribuição, no campo teórico, seja a investigação cuidadosa sobre a resultante, no plano do mercado, da agregação da variedade de comportamentos individuais.

Desafio importante também é a tarefa de modelagem da precificação de ativos na tentativa de explicar o padrão confuso dos resultados empíricos, em particular dos retornos exibidores de sub-reação no curto prazo e sobre reação no longo prazo. Trata-se de analisar a psicologia capaz de motivar o comportamento dos investidores nesse modelo. Utiliza-se das provas existentes (testes psicológicos em laboratórios) para elaborar a teoria das Finanças Comportamentais.

Thaler (1999: 15) acha ser possível “criar um modelo teórico coerente, fundamentado firmemente em Psicologia e Economia, capaz de explicar um padrão complexo de resultados empíricos. Até o momento, nenhum modelo rival (não comportamental) pode dizer o mesmo”.

O ramo de investigação empírica sobre o destino dado pelos investidores individuais ao seu dinheiro possui incontroversa importância. Mesmo se as ações individuais não tiverem efeito sobre os preços, o entendimento da qualidade de gestão dos portfólios pelas pessoas comuns é, certamente, útil, inclusive para investidores profissionais.

Essa pesquisa tem demonstrado os comportamentos comuns, documentados pelos psicólogos em laboratórios, tais como os

movidos por excesso de confiança e aversão à perda, são também adotados por indivíduos ao administrarem seus portfólios. Os indivíduos negociam excessivamente, pois confiam em poderem escolher as ações “vencedoras”, embora, recorrentemente, as compradas sejam piores se comparadas às vendidas.

São relutantes em vender “perdedoras” e, mentalmente, contabilizar a perda como definitiva. Mesmo considerando a vantagem tributária de realizar o prejuízo, geralmente, optam por realizar logo a venda de ações nas quais estão lucrando.

O problema é trabalhadores se esforçarem, durante toda a vida profissional, para acumular reservas destinadas à aposentadoria. Infelizmente, em sua maioria, têm pouco ou nenhum conhecimento a respeito de investimento financeiro.

Por exemplo, esse grupo de tomadores de decisões adota *estratégia de diversificação ingênua*. Usa regra empírica para investir seu dinheiro baseada na “heurística 1/n”: se há a alternativa de  $n$  fundos, aloca o mesmo montante em cada um desses fundos. Quando, nesse conjunto, há fundos multimercados e de ações, inconscientemente, sua alocação em risco é superior à desejada.

Logo quando os economistas financistas se acostumarem a pensar a respeito da influência dos diversos comportamentos humanos na trajetória dos preços das ações, em futuro não muito distante, Thaler (1999: 16) prevê o termo “Finanças Comportamentais” será, corretamente, visto como *redundante*. Qual outro tipo de finanças existirá?

Economistas irão, rotineiramente, incorporar muito mais “comportamento” em seus modelos, assim como eles observam no mundo real. Pós tudo, irracional será não observar comportamento...

## 2.7. Economia da Felicidade ou A Felicidade Está de Volta

Richard Layard tem sido um conselheiro de longa data do Partido Trabalhista para questões de mercado de trabalho. Ele é também membro de honra do partido. O seu livro, *“Happiness: Lessons from a New Science”* (Felicidade: Lições de uma Nova

Ciência) foi lançado (na Grã-Bretanha), pela editora Allen Lane, em 3 de março de 2005.

Ele sugere: “os responsáveis pelas políticas públicas deveriam se inspirar mais uma vez no *utilitarismo* do filósofo inglês Jeremy Bentham (1748-1831). Ele permaneceu fora de moda por muitas décadas, mas agora vem sendo reivindicado pela Neurociência moderna”.

Esta linha de pesquisa econômica contemporânea investiga como os critérios de renda e posse de riqueza realmente servem (ou não) para medir a felicidade e o sucesso em cada sociedade.

A primeira conclusão, aparentemente óbvia, implica em difícil mudança na Filosofia de Vida, pois dinheiro, consumo, poder e expectativa de vida longa não trazem felicidade. Layard (2005) estima, a partir da renda individual anual de cerca de US\$ 20 mil (em torno de R\$ 10.000,00 mensais per capita), padrão capaz atende às necessidades básicas de consumo, a felicidade não aumenta, proporcionalmente, à elevação dos rendimentos.

Embora comprar possa trazer felicidade, por algum (pouco) tempo, o mesmo não acontece com a posse. Se determinados anseios estão satisfeitos, logo surgirão novos, enquanto nos acostumamos com rapidez ao que possuímos como algo natural.

Há rápido “processo de habituação”. Quando se experimenta estilo de vida superior, surge o sentimento de ser preciso continuar a aprimorá-lo para voltar a sentir prazer. Esse estilo passa a ser *o vício do consumo conspícuo*.

“Riqueza” é termo muito relativo: somos tão ricos quanto nos sentimos. As pessoas de nosso convívio oferecem, não raro, o parâmetro para esse sentimento.

O sonho da independência financeira é o sonho de vida mais frequente em economia de mercado de capitais. Para isso, investimos a maior parte de nossa preocupação, mas, de fato, parte menor de nossa ocupação, para controlar nossos vieses heurísticos com Educação Financeira. Não é surpreendente que a maioria de nós nunca chegar a ser realmente “independente”...

Dinheiro e prestígio estão no topo de nosso sistema pessoal de valores, à frente da família e dos amigos.

Porém, de acordo com Precht (2009: 295/6), “segundo a escala dos ‘economistas da felicidade’, o que mais traz felicidade são os relacionamentos com as outras pessoas, ou seja, com a família, o parceiro, os filhos e os amigos. Em segundo lugar, está o sentimento de fazer algo de útil e, de acordo com as circunstâncias [isto é, quando as perdemos], saúde e liberdade.

A maior parte das pessoas no Ocidente rico vive de modo equivocado em relação aos valores dessa escala, pois priorizam o dinheiro, fazendo escolhas equivocadas de modo sistemático. Almejam segurança financeira que, provavelmente, nunca alcançarão. Sacrificam liberdade e autodeterminação por salário mais alto. Compram coisas de que não precisam, a fim de impressionar gente de que não gostam, com dinheiro que não têm”.

Há mais coisas na vida capazes de trazerem felicidade em lugar de apenas querer ter tudo. Quem continuamente almeja mais riqueza e *status*, comparando-se com outros, tem sintomas de comportamento viciado: o estado da alma não melhora com maior capacidade de gastar. Sempre será infeliz na comparação: *quem compara, perde!*

Desejos materiais geram estado contínuo de insatisfação, do qual não é possível surgir felicidade duradoura. Os “economistas da felicidade” concluem, por exemplo, os índices de divórcio e desemprego darem mais pistas sobre o bem-estar social do que o PIB.

Minha conclusão é, depois de 250 anos da história do pensamento econômico, neste de novo milênio/século, retoma-se a *característica transdisciplinar dos primórdios da ciência*.

Antes, havia apenas a Filosofia para tratar dos fenômenos sociais e do comportamento individual. Os primeiros economistas, por terem se formado no debate filosófico, acabaram sendo os psicólogos de seu tempo.

Hoje, os cientistas econômicos estão empenhados em saber quais são as verdadeiras motivações a nos levar a gastar, vender ou

investir. Para chegar mais perto dessa resposta, áreas distintas da Ciência estão somando recursos para estruturar o campo de estudo destinado a cumprir essa tarefa: a chamada *Neuroeconomia*.

Ela é resultado da união de ferramentas de investigação e conhecimentos da Filosofia, Psicologia, Sociologia, Economia e Neurologia, com a ajuda de aparelhos de diagnóstico por imagem de ressonância magnética.

Com o conhecimento maior de *como funciona a mente humana*, diminui nossa ignorância a respeito de como outras pessoas se comportam.

Antes, o modelo racionalista utilizava o recurso de extrapolar o pensamento racional para todas as pessoas. Agora, o modelo comportamental constata muitas decisões econômico-financeiras serem tomadas por impulso. Estão, primordialmente, relacionadas à região do cérebro ligada à emoção.

O processo cognitivo envolvido nas decisões racionais se encontra em outra região cerebral, cujo processamento sequencial de representações abstratas é defasado em relação ao ágil processamento paralelo de impressões e sentimentos daquelas decisões intuitivas.

Pesquisadores em Economia Comportamental (ou Psicologia Econômica) apontam a influência dos fatores individuais, abandonando a uniformidade comportamental, suposta pela “racionalidade genérica” do *homo economicus*, no momento de escolher. Reconhecem haver fatores variantes também entre grupos sociais no tocante à capacidade de suportar frustrações, ao tamanho das ambições, e à visão de curto ou de longo prazo.

Por isso, os elementos psicológicos, assim como os filosóficos e os sociológicos, fazem parte dos estudos contemporâneos de Economia.

### 3. Comportamentos dos Investidores: *do Homo Economicus ao Homo Pragmaticus*

#### 3.1. Introdução

As ideias básicas das Finanças Racionais não são difíceis de conhecer, porém dificilmente são aplicadas pelo investidor individual: descontar o valor do dinheiro no tempo, considerando o custo de oportunidade esperado, diversificar riscos e não achar ser capaz de sempre superar o mercado.

As decisões equivocadas em investimentos financeiros podem impor perdas graves às famílias. A educação financeira, inclusive nas escolas, poderá contribuir para diminuir esses dramas familiares.

Nesse sentido, as Finanças Comportamentais, ramo da Psicologia Econômica, apresentam os “erros recorrentes dos investidores”. Em geral, as pessoas tendem a confiar demasiadamente na própria capacidade de tomar decisões financeiras.

Há a crença otimista de sempre serem capazes de escolher ações cujos ganhos de capital (e renda de dividendos) superarão os da média do mercado. O excesso de confiança aparece com a adoção da estratégia de “comprar e vender no momento certo”, pois elas acham saberem “comprar antes de os preços subirem” e “vender antes de eles caírem”.

Infelizmente, neste entra-e-sai, em alguns dias, elas poderão estar fora do mercado, justamente quando houver alta acentuada. Em cerca de dez anos, se perderem apenas cinco dessas altas, provavelmente, elas ganharão menos do que ganhariam em renda fixa sem risco.

Seria melhor, então, adotar a simples estratégia de “comprar e manter” – a chamada “estratégia de viúva”. Aguardaria anos para chegar o momento oportuno de realizar os ganhos de capital com ações ou receber dividendos durante toda a aposentadoria.

A *pergunta-chave* a ser respondida neste capítulo é: bastam educação financeira e experiência em lidar com mercado financeiro

para se prevenir de seus riscos? Os investidores profissionais, inclusive gestores, assessores, consultores e especuladores assumidos, não incorrem nos mesmos “erros” (ou anomalias em relação ao comportamento racional recomendado teoricamente) cometidos pelos investidores comuns?

Para debater sobre a existência (ou não) de diferenças significativas entre os comportamentos dos investidores profissionais e os dos comuns “amadores”, não clientes daqueles, este capítulo será dividido em três seções e uma conclusão.

Na primeira, recuperar-se-á a concepção abstrata do *homo oeconomicus* (ou *economicus*) e sua adoção dos axiomas do núcleo central do Programa de Pesquisa Científica (PPC) das Finanças Racionais para reger seu comportamento.

Na segunda, o foco será dirigido sobre o comportamento “quase-racional” do investidor comum, isto é, descendente do *homo sapiens*, inventariado pelas experiências dos pesquisadores das Finanças Comportamentais.

Na terceira, tanto os axiomas das Finanças Racionais quanto os das Finanças Comportamentais serão confrontados com os “Axiomas de Zurique”, isto é, os conselhos dos banqueiros suíços para orientar as especulações financeiras do *homo pragmaticus*. Essas regras para se assumir riscos, segundo Gunther (1992), foram deduzidas da prática de participantes do mercado de Wall Street. Contradizem alguns dos mais estimados clichês da indústria do aconselhamento financeiro.

Finalmente, será apresentada a conclusão a respeito desse debate.

Em termos teóricos, esse debate ganha relevância porque diz respeito à verificação se o PPC das Finanças Comportamentais faz crítica imanente e construtiva ao PPC das Finanças Racionais.

Programa de Pesquisa Científica (PPC) é o aglomerado de teorias conectadas e derivadas de *hard core* comum, ou seja, de um núcleo central ou “rígido” composto das crenças comuns. Elas unem os seguidores de determinado PPC.



O *hard core* é cercado pelo “cinturão protetor” de teorias testáveis. PPC progressivo é o termo técnico da metodologia para designar o PPC cujas formulações sucessivas explicam todos os fatos que falsearam previsões de PPC rival. Além disso, faz a previsão de fatos novos.

PPC em degeneração ocorre quando, sem confirmação de previsões, o núcleo rígido se mantém somente com emendas. São adotadas hipóteses *ad hoc* (adicionais) para explicar-se face às “críticas perturbadoras”. Revela sinais de fraquejar sem a revisão das premissas ou *hard core*.

Como se caracterizam esses PPCs? Pela profusão de hipóteses *ad hoc* adotadas, as Finanças Racionais podem ser consideradas PPC degenerativo? Por que?

Em termos práticos, o debate também é relevante porque envolve a importante decisão de investir por conta própria ou transferir a responsabilidade de adotar melhor estratégia em investimentos financeiros para especialistas. Estes são os gerentes de contas, os gestores profissionais ou os administradores de recursos de terceiros.

O tema vai além do interesse imediato do investidor pessoa física por alcançar a difícil resolução de “terceirizar” a gestão das próprias carteiras de investimentos dos fundos de pensão.

### 3.2. Homo Economicus e Finanças Racionais

O homem econômico é abstração. Tal abstração ocorreu seguindo os procedimentos científicos do século XIX que aconselhavam a fragmentação do objeto de pesquisa, ou seja, a repartição da realidade para fins de investigação analítica.

Os economistas assumiram o estudo das ações econômicas do homem poder ser feito abstraindo-se as outras dimensões culturais do comportamento humano: dimensões morais, éticas, religiosas, políticas, etc., além das influências psicológicas.

Concentraram seu interesse naquilo identificado como as duas funções elementares exercidas por todo e qualquer agente econômico: o consumo e a produção. Na economia contemporânea,

cabe acrescentar também outra função essencial: o investimento financeiro.

Segundo Blaug (1993: 99), “devemos a Senior o primeiro enunciado da hoje conhecida distinção entre uma Ciência da Economia Pura e estritamente positiva e uma arte da Economia Impura e inerentemente normativa”.

É de Nassau William Senior (1790-1864) também a primeira formulação explícita da ideia de a Economia científica estar baseada essencialmente em poucas proposições gerais, entre as quais se destaca “toda pessoa deseja maximizar sua riqueza com o menor sacrifício possível”.

A distinção entre *o positivo* (“o que é”) e *o normativo* (“o que deveria ser”) surgiu a princípio nos escritos de Senior, defensor da aplicação do *método dedutivo-lógico* à Ciência Econômica. Também colaborou John Stuart Mill (1806-1873), proponente de a indução a partir de dados fornecidos pela experiência sensível ser o único método adequado para a descoberta da verdade.

Eles distinguiram a “Ciência” e a “Arte” da Economia Política. Ao passar da primeira para a última, eles compreenderam, necessariamente, entrarem no percurso *premissas éticas extra científicas*.

Também entenderam elementos não-econômicos tomados de outras Ciências (Sociologia, Política, Psicologia, etc.) serem requeridos, além dos julgamentos de valor, para resolver problemas práticos. Então, a Economia Pura nunca deveria aconselhar, diretamente, os tomadores de decisões práticas, seja de política econômica, seja de investimentos.

Schumpeter (1954/1964: 124/203) rotulou de “vício ricardiano” essa propensão tipicamente possuída por David Ricardo. Desejava aplicar modelos econômicos altamente abstratos diretamente à solução de problemas práticos.

John Neville Keynes (1852-1949) foi pai do famoso John Maynard Keynes (1883-1946). Foi autor de *Scope and Method of Political Economy*, obra publicada em 1891. Resumiu o pensamento metodológico dos escritores do século XIX.

Ele estabeleceu não apenas a distinção como tinha sido realizada por seus antecessores entre “Ciência Positiva” e “Arte Normativa”, mas efetuou a classificação tríplice de níveis de abstração diferenciados. O plano mais abstrato seria o da “Ciência Positiva ou Pura”; o intermediário, o da “Ciência Normativa ou Reguladora”; e, finalmente, o mais concreto da “Arte” da Economia, ou melhor, o plano menos abstrato da solução de problemas práticos.

Esta arte da tomada de decisões seria a elaboração de sistema de normas ou regras comportamentais para a obtenção de dados objetivos. Ambiciona saber “o que se tornará a economia no futuro”.

Em termos contemporâneos, estabeleceu-se a divisão entre “Economia Pura” e “Economia Aplicada”. Aquela seria apenas a “Economia Positiva” e esta última envolveria a ponte entre a “Ciência Positiva” e a “Arte da Política Econômica”.

Entre elas haveria uma camada intermediária de abstração onde se reincorporaria todas as outras ciências antes abstraídas. Esta mediação seria condição *sine qua non* para não se incorrer no “vício ricardiano”.

A economia aplicada à análise histórica necessita datar e localizar os problemas a ser enfrentados pela tomadores de decisões. Seus formuladores estariam, então, “iluminados” (ou esclarecidos) pelo conhecimento de teorias, conceitos e outras dimensões da realidade que envolvem as questões práticas.

O termo “homem econômico” [*homo economicus*] foi usado pela primeira vez no século XIX por críticos do método proposto por Mill (1836) para a Economia Política. O que incomodava aos seus críticos era a passagem onde sugeria “a Economia Política não deveria tratar o conjunto da natureza humana como modificada pelo ambiente social, nem do comportamento completo do homem em sociedade. Sua preocupação com ele deveria se restringir a tratá-lo como aquele com o desejo de possuir riqueza e a capacidade de julgar a eficácia relativa dos meios para obter aquele fim”.

Segundo Blaug (1993: 99), “o ensaio de Mill, publicado em 1836, *On the Definition of Political Economy*, começa com a distinção de Senior entre a Ciência e a Arte na Economia Política. É a distinção entre uma coleção de verdades materiais e um corpo de regras

normativas. Prossegue com a classificação da disciplina Economia, mais uma vez no estilo de Senior, como uma 'Ciência Mental', preocupada fundamentalmente com motivações humanas e modos de conduta na vida econômica (...). Isto leva diretamente a uma famosa passagem onde nasceu a concepção bastante difamada do '*homem econômico*'".

Nela, Mill (1836/1994: 52) sugere a Economia Política deve fazer abstração completa de todas as outras paixões ou motivações humanas, com exceção das consideradas como princípios permanentemente antagônicos ao desejo de riqueza. Eram a aversão ao trabalho e o desejo de desfrute presente de indulgências dispendiosas.

Assim, a economia "purificada" considera a humanidade como estando ocupada, unicamente, em *adquirir e consumir riqueza*. Esta motivação seria o guia absoluto de suas ações.

Mill (1834/1994: 54) salienta: "nenhum economista político chega ao absurdo de supor a humanidade ser realmente constituída dessa forma, porém esse é o modo de acordo com o qual a Ciência deveria necessariamente proceder".

Ele argumenta "talvez não exista uma ação na vida do homem onde ele não esteja sob a influência imediata ou remota de outro impulso a não ser *o mero desejo de riqueza*. Com relação aquelas partes da conduta humana onde a riqueza não constitui o objeto principal, a tais partes da Economia Política não pretende aplicar suas conclusões.

Porém, existem também certos departamentos dos negócios humanos onde a aquisição de riqueza é o fim reconhecidamente principal. A Economia Política toma conhecimento apenas desses departamentos. (...)

O economista político investiga as ações que seriam produzidas por esse desejo [de obter a maior quantidade de riqueza com o mínimo de trabalho e de renúncia], se dentro dos departamentos em questão ele não fosse impedido por qualquer outro".

Portanto, Mill não afirma a Economia Política considerar O Homem completo e múltiplo como ele é. Esta atitude seria adotar a

teoria do "homem real" (*homo sapiens*) e arriscar-se a fazer previsão correta de como ele se comportaria realmente nos negócios econômicos.

Ela deve abstrair os fenômenos impuros e teorizar apenas certa *motivação econômica*. Seria a de *maximizar riqueza* sujeita às limitações da renda salarial e do desejo de lazer. Sua teoria não teria a presença de *motivações não econômicas* como hábitos e costumes.

Em resumo, Blaug (1993: 101) afirma "ele opera com uma teoria do 'homem ficcional'. Além disso, enfatiza o fato de *a esfera econômica ser tão-somente uma parte de toda a arena da conduta humana*".

A Economia seria, então, apenas uma dentre várias Ciências Humanas e Sociais, cada qual com suas próprias teorias. Nesse nível mais abstrato, *as hipóteses econômicas não deveriam ser refutadas por interferências não econômicas*.

Sob esse ponto de vista, entende-se a proposição de Friedman (1953) sobre a Metodologia da Economia Positiva. O grau de realismo das hipóteses de determinada teoria é irrelevante para sua validade, porque todas as hipóteses são reconhecidamente abstrações.

Seu ponto de vista metodológico considera teorias e hipóteses científicas se e somente se suas previsões forem, pelo menos em princípio, empiricamente verificáveis e falsificáveis.

O "falsificacionismo ingênuo" afirma as teorias poderem ser refutadas por meio de um simples teste, enquanto o "falsificacionismo sofisticado" afirma ser necessário grande quantidade de testes para se refutar qualquer teoria.

Há ainda o argumento de nenhuma hipótese científica específica ser falsificada de forma conclusiva, pois necessariamente o teste da hipótese ocorre em conjunto com *condições auxiliares*. Portanto, nunca se pode localizar a fonte de refutação.

As previsões referem-se aos valores verdadeiros das variáveis, considerando o comportamento racional e *ceteris paribus*.

Hollis & Nell (1975/1977: 77) acentua: "o pressuposto de *racionalidade* não é meramente outra condição *ceteris paribus*. (...) o

*comportamento irracional*, resultante, por exemplo, de um ordenamento inconsistente de preferências, tornaria a previsão impossível. Podemos colocar essa nova qualificação dizendo: *a Economia é o estudo do homem econômico racional*".

Antes da Neuroeconomia, mesmo autores assumidamente heterodoxos assumiam essa hipótese: "a Economia é o estudo não do homem em geral, mas do homem econômico". É uma noção abstrata e unidimensional do homem, segundo a qual o homem seria motivado exclusivamente por razões econômicas, preocupando-se em termos imediatos em obter o máximo de lucro com o mínimo de sacrifício.

O homem econômico agiria racionalmente com o objetivo de maximizar sua riqueza, introduzindo novos métodos para enfrentar a concorrência no mercado. Ele é *hedonista*, isto é, partidário da doutrina onde *o prazer individual e imediato* é o único bem possível, princípio e fim da vida moral.

Vale citar, quase integralmente, a longa passagem desses autores (Hollis & Nell, 1975/1977: 77), para ser lida e relida.

"Poucos livros-textos contêm um retrato direto do homem econômico racional. Ele é introduzido furtivamente e gradualmente (...) espreita por entre os pressupostos capazes de levarem a uma vida esclarecida entre insumos e produção, estímulo e resposta.

Não é alto nem baixo, gordo nem magro, casado ou solteiro. Não se esclarece se ele gosta do seu cachorro, espanca a mulher ou prefere o jogo de dardos à poesia [NT: comparação onde se contrasta *o gosto popular* – jogar dardos ao alvo – e *o gosto da elite* – poesia].

Não sabemos *o que deseja*; mas sabemos, seja qualquer coisa, ele maximizará impiedosamente para obtê-lo. Não sabemos *o que compra*, mas temos a certeza de, quando os preços caem, ele ou redistribui seu consumo ou compra mais.

Não podemos adivinhar o formato de sua cabeça, mas sabemos suas curvas de indiferença [representa diferentes combinações de cestas de bens nas quais o consumidor atinge o mesmo grau de satisfação] serem côncavas em relação à origem.

Em lugar de seu retrato, temos um retrato falado (com os traços gerais). Ele é filho do iluminismo e, portanto, o individualista em busca de proveito próprio da teoria da utilidade [doutrina segundo a qual toda a felicidade está na obtenção do útil, ou seja, no afastar-se da dor e aproximar-se o máximo possível do prazer].

É um *maximizador*. Como produtor maximiza sua fatia de mercado ou seu lucro. Como consumidor, maximiza a utilidade, por meio da comparação onisciente e improvável entre, por exemplo, morangos marginais e cimento marginal. (Ele é, por certo, também um *minimizador*; mas porque *minimizar X é maximizar não-X*, não há necessidade de nos preocuparmos com isso.)

Está sempre no ponto considerado ótimo, acreditando (por mais falsa seja essa crença) qualquer mudança marginal seria para pior. Da indiferença individual ao comércio internacional, está sempre alcançando os melhores equilíbrios subjetivos entre desincentivo e recompensa. Este é o *primum mobile racional* da Economia neoclássica”.

Esse homem de caráter perene não se modifica mesmo em diferentes épocas históricas e condições sociais. Ele é abstrato, atemporal e onipresente. Se fosse também onisciente, seria sobrenatural, portanto, divino.

Possui dois papéis. Primeiro, vincula a teoria aos fatos. Dele é o comportamento a ser previsto. Todo modelo prevê sua reação racional.

“O homem econômico racional é tanto a média quanto o ideal, abstraído dos reais participantes do mercado com a ajuda de pressupostos gerais sobre os desejos humanos. Entretanto, não é uma pura ficção. Se for possível avaliar o grau de irracionalidade em uma situação real, é possível prever o desvio real em relação ao comportamento ideal” (Hollis & Nell, 1975/1977: 78).

O segundo papel é fornecer escape para teoria cujas previsões falham, embora “tudo mais, inclusive as condições não econômicas, sejam constantes”. Seu comportamento encarna o valor verdadeiro de variáveis econômicas comportamentais.

Esse valor verdadeiro não é um tipo de média de valores observados reais, mas sim aquele deduzido pelo agente perfeitamente racional nas condições especificadas. Portanto, se os agentes econômicos reais não o alcançam, não significa a previsão do racional ser refutada.

Em síntese, para (Hollis & Nell, 1975/1977: 79), “o *homem econômico racional não é um homem real*. É, antes, qualquer homem real ao se conformar ao modelo a ser testado. Assim sendo, não se trata de testar uma teoria econômica em confronto com o comportamento real do produtor ou consumidor [ou investidor] racionais. Os produtores e consumidores [e investidores] são *racionais precisamente porque se comportam como previsto* e o teste mostra apenas quão racionais são”.

De acordo com a Teoria de Seleção de Carteira, elaborada por Markowitz (1952), as Leis da Estatística determinam, cientificamente, o nível ótimo de diversificação entre uma variedade de ativos diferentes e por setores de atividades, no caso de ações. Se os fatores (“fundamentos”) afetam essas ações de maneiras diferentes, a probabilidade de todas as cotações caírem, em portfólio diversificado, não seria tão grande.

A teoria baseia-se na hipótese de os diferentes mercados e ativos financeiros não terem excessiva correlação. Isso não se verifica em situações de ocorrência de “efeito contágio (ou dominó)”, quando não é possível fugir do risco via diversificação.

Além desse problema macroeconômico, durante *crise sistêmica*, outros problemas técnicos surgem do pressuposto de Markowitz de os investidores não terem dificuldades em estimar as entradas de seu modelo, ou seja, os retornos esperados, as variâncias e as covariâncias entre todas as ações individuais.

Mas há também *problema informacional*. Berstein (1997: 337) alerta: *usar dados do passado é perigoso*. Graus de crença nem sempre se prestam à medição precisa.

Na prática dessa abordagem, é necessário *combinar a experiência passada com previsões*, resultando em cálculos com margem de erro significativa. A diversificação não é garantia contra o prejuízo, apenas contra perder tudo de uma vez.



Relacionados a esses problemas, vale ler os comentários de Blaug (1993: 318), “o Postulado da Racionalidade implica uma habilidade para o processamento de informações e cálculo beira o ridículo – ‘a paixão irracional pelos cálculos racionais de John Maurice Clark’. (...)”

O Postulado da Racionalidade se refere à motivação individual, porém o comportamento no qual os economistas estão interessados é o comportamento dos agregados de consumidores e produtores [e investidores] em diferentes mercados. Normalmente, esse problema do agregado é deixado de lado, presumindo-se, tacitamente, todos os indivíduos serem iguais e, portanto, têm a mesma função de utilidade (...).

Como realmente os indivíduos não são iguais tanto em preferências quanto em alocações – se eles o fossem, isso implicaria em ausência de transações –, é evidente as explicações bem-sucedidas do comportamento econômico pelos economistas são devidas ao uso do Postulado da Racionalidade”.

Não compreendendo bem esse papel da racionalidade na Economia, Karl Popper, grande teórico do *positivismo* e defensor do *monismo metodológico*, recomendou o tratamento da racionalidade como proposição *hard core* para todas as Ciências Sociais. Tornando-a um postulado, deixa de haver necessidade de sua demonstração direta.

Usa o argumento de ela ser o princípio utilizado para demonstrar todas as outras teorias testáveis, constituintes do “cinturão protetor”. Ele cerca o *hard core*, ou seja, crenças metafísicas unem os protagonistas desse PPC. Sendo *postulado ou axioma*, não pode ele mesmo ser demonstrado, pois *a cadeia de demonstrações deve ter o seu início*.

Blaug (1993: 318-9) considera “a hipótese da racionalidade em si própria é, na realidade, fraca. Para fazê-la gerar implicações interessantes, precisamos adicionar *hipóteses auxiliares* à noção geral de racionalidade, como *a homogeneidade de agentes* [na resolução do problema de agregação] ou, de forma mais geral, *conhecimento antecipado perfeito, resultados em equilíbrio, concorrência perfeita, e assemelhados*”.

Portanto, o sucesso da premissa racionalista está em muito mais, se comparado apenas à hipótese da *ação racional*.

Por exemplo, Nunes (2008: 29) salienta “a aplicação do conceito de expectativas racionais para a precificação de ativos tornou-se usual em decorrência da elaboração da Hipótese dos Mercados Eficientes [HME] por Fama (1970). A HME afirma: os preços dos ativos financeiros refletem completamente toda a informação disponível.”

“Em um mercado eficiente com informações perfeitas, os preços vigentes descontam automaticamente toda nova informação possível de influir no valor fundamental dos ativos. Similarmente ao apresentado pelas expectativas racionais, os preços correntes refletem o valor presente dos papéis e não há maneira alguma de se obter lucros extraordinários com o uso das informações já disponíveis.”

“Em seus esforços para fazer previsões, os investidores combinam as diversas fontes de informações, incluindo aquelas sobre as negociações já efetuadas e os padrões de comportamento passado dos preços. Se o desconto de fluxo de caixa futuro for corretamente processado, a sequência de observações de preços (de títulos e ações) seguirá um passeio aleatório e o valor atual será a melhor previsão possível.”

“Por conseguinte, os únicos fatores capazes de alterar os preços dos ativos são eventos aleatórios, não conhecidos *ex-ante*. Eles fazem parte de nossa ignorância”.

Na prática, não se consegue identificar qualquer padrão previsível nas séries temporais de preços no mercado acionário capaz de refletir perfeitamente *os fundamentos*, principalmente, o desempenho econômico da empresa emissora das ações. Os investimentos financeiros são dominados por *sentimentos de mercado*, isto é, psicologia errática e sem nenhuma regra lógica.

Mesmo assim, os movimentos aleatórios dos preços passaram a ser vistos, nas Finanças Racionais, como indicativo de eficiência em refletir o caminho aleatório das notícias. Não são vistos como resultantes de irracionalidade nas precificações dos ativos por parte dos investidores.

A grande dedução lógica desse *hard core* das Finanças Racionais – desconto de fluxos de caixa futuros, diversificação dos riscos, eficiência do mercado – é os lucros extraordinários serem obtidos apenas pelos investidores atuantes com base nas melhores previsões. Elas permitirão avaliar a oportunidade de compra de ativos abaixo do seu valor fundamental, para o qual, teoricamente, o valor de mercado se dirigirá no futuro.

As Finanças Racionais sugerem a natureza aleatória dos erros de previsão, baseada na adivinhação de qual será a nova notícia a respeito dos fundamentos, impossibilitar a obtenção de tais oportunidades, sistematicamente, e conseguir sempre superar o desempenho médio do mercado. Então, o comportamento dos investidores racionais seria apenas acompanhar o índice representativo do mercado.

Existiriam outros investidores, isto é, menos racionais, oferecendo oportunidades para arbitragem no mercado? “A consideração da *arbitragem limitada* mostra, se investidores irracionais causarem desvios do valor fundamental, investidores racionais serão, frequentemente, impotentes para fazer algo a respeito disso” (Barberis & Thaler, 2002: 11).

### 3.3. Homo Sapiens e Finanças Comportamentais

“O postulado da racionalidade é, provavelmente, falso (...). Os psicólogos experimentais demonstraram ro comportamento individual, sistematicamente, viola a racionalidade” (Blaug, 1993: 319). Este autor dá como exemplo de tais “anomalias” a *subavaliação sistemática dos custos de oportunidade por parte dos indivíduos*, ou seja, não contabilizam adequadamente o dinheiro perdido em oportunidades perdidas.

Os economistas ortodoxos reagem muitas vezes mal com relação à evidência de tais anomalias. Por exemplo, quanto ao comportamento individual, as anomalias são explicadas como resultado da natureza artificial da evidência laboratorial.

O motivo da divergência entre psicólogos e economistas a respeito da ação econômica racional das pessoas estaria, provavelmente, no procedimento científico negligente dos primeiros.

Ele enganam os participantes da pesquisa ao não lhe explicar a verdadeira intenção do experimento.

Os psicólogos observam um comportamento apenas uma vez e dispensam novas medições com o mesmo grupo de pessoas. Com isso, não enxergam como elas são capazes de *aprender com a repetição dos eventos*. Agir irracionalmente, na primeira vez, não implica em comportar da mesma forma em outras vezes.

Os psicólogos consideram essas críticas injustificadas, pois alguns temas simplesmente não poderiam ser estudados sem omissões. Não seria possível checar, por exemplo, posturas encobertas se os pesquisadores revelassem seus reais motivos como experimentadores.

O método de investigação adequado seria algo similar ao teste de reação a medicamentos com o uso de placebos. Seria também razoável deixar os participantes decidir apenas uma única vez em seus experimentos, pois a vida é composta de inúmeras "oportunidades únicas". Na vida, nem sempre há a chance de repetir tudo várias vezes até aprender com os erros.

Quando a evidência empírica se refere não a experimentos de laboratórios de Psicologia e sim a comportamento coletivo ou agregado do mundo real, os economistas ortodoxos argumentam, usualmente, as anomalias serem distribuídas ao acaso e os mercados competitivos tenderem a eliminá-las ao longo do tempo. É comum, nessa situação, se argumentar com base na "sobrevivência do mais apto" tal como na Teoria de Seleção Natural, elaborada por Charles Darwin (1809-1882).

Contudo, essa expressão não é originária dela, mas sim de seus divulgadores. Eles a vulgarizaram como a forma mais simples de explicar suas ideias ao público.

Em 1852, Herbert Spencer (1820-1903) começou a pensar a sociedade humana estar sujeita ao *processo de seleção natural*, assim como as espécies selvagens. Em sua opinião, a sociedade e o mundo natural podiam ser vistos através da mesma ótica científica.

Pior ainda, esse "darwinismo social" canhestro se desembocou, em 1883, na fundação por Francis Galton (1822-1911), primo de

Charles Darwin, do *movimento eugênico* dedicado à purificação genética da sociedade e ao aperfeiçoamento da raça humana. A Teoria da Seleção Natural foi subvertida para apoiar *preconceitos sociais extremos*: racismo, esnobismo intelectual e nacionalismo mal dirigido estavam na base da ciência da eugenia, uma mixórdia pseudocientífica.

Os pesquisadores das Finanças Comportamentais já acumularam observações empíricas suficientes para apoiar a crença de que a concorrência mesmo em mercados financeiros não consegue a eliminação de todas as anomalias do nível do indivíduo ao nível agregado. Os preços dos ativos financeiros não convergem para seus valores fundamentais, instantaneamente, pois a arbitragem no mercado é distante da perfeição pressuposta pela Hipótese do Mercado Eficiente.

Os investidores seriam sempre seres racionais, mesmo em decisão sob *stress*. Aplicariam as Leis das Probabilidades, de forma calculista, às suas escolhas financeiras?

As decisões costumam ocorrer sob condições complexas, desconcertantes ou indistintas, sem tempo para calcular, objetivamente, as Leis das Probabilidades. É comum entre os seres humanos acreditar, pessoalmente, estar acima da média em habilidade, inteligência, visão, experiência, refinamento, iniciativa e capacidade de cálculo. Infelizmente, por definição, todos não podem estar acima da média...

“De acordo com a Hipótese do Mercado Eficiente, os preços das ações seguem ao acaso porque os corretores e investidores possuem expectativas racionais e exploram toda oportunidade de lucro quando elas ocorrem. Porém, se a Hipótese das Expectativas Racionais, isto é, o Postulado da Racionalidade com outra roupagem, se desvanece nos mercados financeiros, por qual razão deveríamos considerá-lo convincente em outros mercados? (Blaug, 1993: 320)”.

Não se deve praticar o “falsificacionismo ingênuo” e descartar um PPC simplesmente por ser sujeito a “anomalias”, exceto se existir um PPC progressivo disponível. Entretanto, segundo Blaug (1993: 320), “tais alternativas estão de fato disponíveis, como, por exemplo, a ‘Teoria da Prospecção’ de Tversky-Kahneman (1986), uma Teoria da Utilidade não-esperada da tomada de decisões sob incerteza (...).

Seria bobagem tentar ensinar aos colegas economistas a retificar a economia da corrente principal [*mainstream*] de forma a fazê-la refletir a escolha de anomalias ou até mesmo abandonar a Microeconomia padrão em favor de uma das facções dissidentes da Economia. Estas dispensam totalmente *o individualismo metodológico*.

Entretanto, fica claro a investigação direta da ação racional, na tentativa de testar a urgência da Hipótese da Racionalidade, não deveria ser descartada como 'ultra-empirismo'. (...) será importante também testar-se a perfeição descritiva das hipóteses e levar o resultado a sério”.

Só em anos recentes surgiu um *modelo científico da mente*. Ele explica como tão grande parte do feito por nós pode ser induzida pela emoção – como podemos ser tão racionais em determinado momento e irracionais no seguinte – e o sentido no qual as emoções têm suas próprias razões e sua própria lógica.

“A *mente emocional* é muito mais rápida face à *mente racional*, saltando à ação sem parar um momento sequer para pensar naquilo sendo feito. Sua rapidez exclui a reflexão deliberada, analítica. Esta é a característica da mente pensante.

Na evolução, essa rapidez, com a máxima probabilidade, girava em torno da mais básica decisão: prestar atenção em qual possível diversidade e, uma vez vigilante, quando, digamos, enfrentando outro animal, tomar em frações de segundo decisões como: *eu como isso ou isso me come?*

Os organismos com necessidade de parar muito tempo para pensar, nessas respostas, não tinham probabilidade de ter muita progênie para passar adiante seus genes de ação mais lenta” (Goleman, 1996: 307).

A *mente racional* faz ligações lógicas entre causas e feitos, a mente emocional é indiscriminada, ligando coisas com apenas alguns traços visíveis semelhantes. Desta *mente emocional* brota o Pensamento Categórico, onde tudo é *preto ou branco*, sem matizes de cinzento. Em mundo binário, o terceiro está excluído, pois provoca complexidade.

O modo da mente emocional se expressar é via pensamento personalizado, com as coisas sendo vistas com distorção, pois a pessoa está centrada em si mesmo. Esse modo de pensar confirma a si mesmo, em Sistema de Validação Ilusória, eliminando ou ignorando lembranças de fatos relevantes.

Como eles solapariam suas crenças, só seleciona aqueles possíveis de apoiar as crenças pregressas. Enquanto a *mente emocional* toma suas crenças como verdades absolutas, descartando qualquer indício contrário, a *mente racional* possui crenças hesitantes, quando novos indícios objetivos podem não confirmar uma crença e substituí-la por outra.

“Quando algum traço de um fato parece semelhante a uma lembrança de forte carga emocional do passado, a *mente emocional* responde disparando os sentimentos acompanhantes do fato lembrado. A mente emocional reage ao presente como fosse o passado. O problema é, sobretudo quando a avaliação é rápida e automática, podermos não compreender aquilo válido antes não vale mais” (Goleman, 1996: 311).

Segundo consulta a dicionário, o termo *heurístico* significa o processo pelo qual as pessoas aprendem as coisas por si só, através de tentativa e erro. Esse *processo de aprendizagem experimental* leva as pessoas a desenvolverem as chamadas *regras de bolso* ou *regras simplificadoras*.

Elas são usadas para simplificar o processo de tomada de decisão prática. Em geral, se apoiam em generalizações perigosas ou falsas. Um dos grandes avanços da Psicologia Comportamental foi a identificação dos princípios orientadores dessas regras de bolso e os erros sistemáticos causados por elas.

Comumente, decisões tomadas sob incerteza são definidas por informações ou conhecimento incompleto sobre a situação. As possíveis alternativas, tanto suas probabilidades de ocorrência, quanto seus respectivos resultados em potencial, não são conhecidas pelos tomadores de decisões.

“Um aspecto intrínseco do processo de decisão sob condições de incerteza é a capacidade de ‘julgamento’. *Julgamento* significa a avaliação, estimação e dedução de uma ou mais possibilidades a

respeito de um conjunto específico de evidências e metas, ou seja, *julgar significa fazer inferências a respeito de algo*.

*Intuição* é baseada em experiência acumulada e concerne à compreensão rápida de uma situação sem um pensamento analítico consciente. Portanto, *juízos intuitivos* podem ser considerados processos de tomada de decisão sem raciocínio intencional” (Souza & Guedes, 2009: 38).

Modelos comportamentais sempre assumem alguma forma de *irracionalidade* específica. Para se orientarem a respeito, os economistas se debruçam sobre a extensa evidência de experiências compilada por psicólogos cognitivos sobre vieses heurísticos sistemáticos. Eles surgem quando as pessoas formam crenças ou preferências.

Barberis & Thaler (2002: 12-21) resumem o aprendido pelos psicólogos aprenderam a respeito de *formação de crenças*. Na prática, pode ser de particular interesse para os economistas financeiros.

Um componente crucial de qualquer modelo sobre mercado financeiro é a especificação de *como os agentes criam expectativas*. São via as seguintes *heurísticas de julgamentos*:

I. *Excesso de confiança (overconfidence)*: em geral, as pessoas tendem a confiar demasiadamente na própria capacidade de tomar decisões de investimentos financeiros. Há crença otimista de serem capazes de escolher aplicações com melhores resultados se comparados à média do mercado. O *excesso de confiança* aparece com a adoção da estratégia de comprar e vender no momento certo: comprar antes de os preços subirem e vender antes deles caírem. Um dos riscos dessa estratégia é estar fora do mercado durante alta acentuada. Com qual margem de erro esse investidor pode conviver para achar essa estratégia superar a estratégia simples de comprar e manter?

II. *Reação exagerada (overreaction ou overshooting)*: geralmente, a mudança nos fundamentos macroeconômicos produz reação exagerada dos investidores financeiros, seja devido à esperança de a economia ter entrado em “*nova era*” com futuro muito mais promissor, seja motivada pela *excessiva alavancagem*



*financeira*, resultante do período anterior de euforia. Seus compromissos contratuais levam rapidamente ao pânico, em caso de reviravolta, a vendas rápidas por qualquer preço.

III. *Representatividade (representativeness)*: é com base no “conhecimento popular” de estatística onde se infere as chances de ganho ou de perda. Os investidores utilizam *regras intuitivas de probabilidades*. Eles não seguem a lógica racional da estatística científica, para avaliar a ocorrência de algum fato. Por exemplo, se algum resultado já ocorreu várias vezes, acha-se a probabilidade de ele se repetir decair, mesmo sendo evento independente. Tomam decisões baseando-se em estereótipos ou mesmo preconceitos. Não avaliam se o tamanho da amostra é representativa, por exemplo, confiam em opinião de uma única pessoa sob a crença de bastar uma pequena amostra – um “argumento de autoridade” – para representar grupos de indivíduos similares.

IV. *Ancoragem (anchoring)*: é o ajustamento a uma “âncora” ou valor arbitrário à disposição no momento. Ele passa a influenciar o julgamento dos indivíduos quanto à estimativa do futuro. A âncora, isto é, a relevância de determinado valor, pode ser sugerida pela formulação do problema ou pode ser o resultado de computação apenas parcial. Os investidores individuais arbitram tal ponto de referência para realizar suas avaliações. Geralmente, é o valor de seu investimento inicial. Assim, o preço de compra da ação fica na memória do investidor e ele não a vende se o valor de mercado estiver inferior àquele, mesmo quando as perspectivas a respeito de “voltar ao passado” sejam muito pessimistas. É a tentativa de reduzir o sentimento de arrependimento, ao não realizar a perda. Opta-se por protelar situação, mas mais adiante não terá escapatória. Com medo de arrependimento, vende logo se subiu acima do valor de compra, para se garantir algum ganho certo. Evita assim qualquer risco de perder esse ganho. Mas acaba assumindo maior risco, no caso de perda: diante da opção entre a perda certa, quando o valor caiu abaixo daquele da compra, e a possibilidade, arriscada e incerta, de retorno futuro, prefere ficar com o risco desta segunda alternativa.

V. *Disponibilidade (availability biases)*: é a heurística cognitiva na qual o tomador de decisões confia no conhecimento prontamente disponível em vez de examinar outras alternativas ou procedimentos. Estima a probabilidade de ocorrência de determinado

evento baseando-se nas lembranças disponíveis a respeito das circunstâncias sob as quais aquele evento ocorreu no passado, sem julgamento de frequência com a qual tal evento ocorre na realidade. Quando as pessoas são solicitadas para avaliar a frequência ou a probabilidade de um evento, fazem-no considerando a de trazer à mente os exemplos ou as ocorrências similares prévias. Mas “a memória é curta”, isto é, não trata os acontecimentos antigos como os eventos mais recentes. Quando se julga a probabilidade de determinado evento se repetir, as pessoas buscam em suas memórias a disponibilidade da informação relevante e acham-na na mais recente. Esse procedimento pode produzir estimativas enviesadas, porque nem todas as lembranças estão igualmente disponíveis. Os investidores utilizam a ocorrência recente de evento mais saliente – a manchete escandalosa – para extrapolar sua continuidade ou mesmo seguem a tendência delineada no passado e não o novo cenário esboçado sobre o futuro.

VI. *Otimismo e pensamento positivo (wishful thinking)*: a maioria das pessoas superestima suas próprias habilidades, pois se considera acima da média. Logicamente, isso não pode ser verdade de maneira coletiva. Também há a “falácia do planejamento sistemático”: as pessoas predizem suas metas serem cumpridas mais cedo face à realidade habitual – e falham em cumprir o planejado. O otimismo gera menosprezo do risco de obtenção de resultados ruins e ilude a respeito da sensação de controle sobre condições futuras. Sobre elas, absolutamente, não têm nenhuma ingerência.

VII. *Perseverança ou validação ilusória (perseverance)*: geralmente, os investidores relutam em buscar informações contraditórias com suas crenças formadas previamente. São céticos quanto às evidências capazes de enfraquecerem suas opiniões. “Depois de feitas as previsões, os assessores financeiros buscam, constantemente, dados de modo a corroborarem suas projeções. Assim, falam com analistas com pensamento similar, leem matérias e reportagens só em busca de apoio de sua decisão. Cientificamente, deviam ter contatos com pessoas ou fontes contra suas projeções, fazendo-os refletir, procurar por pontos incapazes deles mesmos preverem. Depois de concluída a projeção, ao invés de buscarem dados e informações capazes de mostrarem eles estarem errados, estudam apenas os casos para comprovar estarem certos, descartando os demais. Essa sutil diferença pode causar *grandes*

*erros de previsão*, pois, dentro de sua “bolha” ou “câmara de eco”, o assessor de investimentos não recebe questionamentos e, portanto, não revê suas análises de maneira criteriosa” (Aranha, 2006: 37).

viii. *Similaridade*: essa ligação heurística conduz os investidores a acreditar todo novo evento “parecer igual” a alguma experiência prévia e confundir “aparência” e “realidade”. A heurística é usada para esclarecer como as pessoas fazem os julgamentos baseadas na similaridade entre situações atuais e outras situações vividas ou protótipos daquelas situações.

Alguns economistas racionalistas desconfiam desse conjunto de evidências experimentais. Eles acreditam todos os animais racionais, através da repetição, aprenderão seu próprio caminho fora dos costumeiros vieses heurísticos. Creem também os *experts*, em determinada matéria, como os operadores de bancos de investimentos, cometerem menos erros. Para eles, com incentivos mais poderosos, esses vieses desapareceriam!

Entretanto, segundo Barberis & Thaler (2002: 15), “há pouca evidência disso, de fato, ocorrer. O efeito da aprendizagem é anulado por erros de aplicação: quando o viés é explicado, as pessoas o entendem, mas imediatamente violam a racionalidade em outra aplicação específica.

*Especialização*, muitas vezes, é obstáculo em vez de ajuda: *experts*, armados com seus sofisticados modelos, costumam exibir mais excesso de confiança se comparados a leigos, particularmente, quando eles recebem apenas alguns *feedbacks* sobre suas predições. Finalmente, (...) incentivos podem algumas vezes reduzir os vieses heurísticos, mas “não há nenhum estudo replicável com a demonstração de as violações da racionalidade desaparecerem simplesmente pelo aumento de incentivos”.

A experiência sugere as pessoas não apreciam situações onde estão incertas a respeito da *distribuição de probabilidade* do jogo. Tais situações de incerteza são conhecidas como de ambiguidade, e o desgosto geral delas, como *aversão à ambiguidade*.

Segundo Santos (2007: 29), elas ocorrem “quando os investidores não se sentem competentes o suficiente para tomar decisão envolvendo risco (Heath e Tversky, 1991). Normalmente, os

indivíduos buscam dois caminhos: algum *mercado* no qual possui conhecimento suficiente, para avaliar os riscos, ou algum especialista com maior competência para avaliar melhor os cenários prováveis de ocorrência (Fox e Tversky, 1995)”.

A tendência reativa à *aversão à ambiguidade*, normalmente, gera a busca de *caminho conhecido*: denominada preferência pelo familiar, ocorre muito quando os investidores optam, demasiadamente, por aplicar em ações da empresa onde trabalham ou em outras conhecidas nacionalmente.

Partem para a “diversificação ingênua”, mas ela é insuficiente para mitigar os riscos dos investimentos.

Há a tendência de seleção da carteira de ativos baseada na “regra  $1/n$ ”, isto é,  $n$  é o número de opções disponíveis nas quais são distribuídas, igualmente, as alocações do dinheiro disponível.

“A *diversificação ingênua* ocorre quando indivíduos resolvem decisão complexa através de regra de bolso simplista. (...) não se deve colocar todos os ovos na mesma cesta” (Santos, 2007: 38).

No estudo apresentado por Thaler (1999), há quatro fatores com conexão direta com a *diversificação ingênua*.

O primeiro é a contabilidade mental: a maneira como os investidores individuais, cognitivamente, contabilizam as suas atividades financeiras. Eles possuem a tendência de manter contas mentais separadas para cada investimento, tendo dificuldade de olhar a carteira de investimentos como um todo.

Os investidores enxergam os dividendos como fluxo de renda a ser gasto e não como capaz de incrementar o estoque de capital. Logo, retirar os dividendos e gastá-los faz sentido e não é doloroso, ao contrário de vender ação com lucro, consumir parte desses recursos e comprar outra ação.

Segue-se, comumente, a regra de bolso “não se faz compra em supermercado com venda de sua casa. Usar qualquer fluxo de renda para o consumo é mais aceito pelos investidores em lugar de consumir parte do estoque de capital. Os juros do crédito ao consumidor costuma ser superior aos juros recebidos por reserva financeira – e não se usa esta para pagar a dívida cara!

A forma como os investidores separam “capital” de “renda” faz eles tomarem decisões diferentes em relação a seus investimentos, comprovando a *dependência pela forma*. Os teóricos das Finanças Comportamentais afirmam, quando um investidor ou tomador de decisão não consegue avaliar o problema por todos os ângulos, suas decisões dependem muito da maneira como ele enxerga o problema naquele momento. O comportamento depende da forma de apresentação da situação.

Segue daí o segundo fator da diversificação ingênua. Ele é a “*conta de riqueza*” (*wealth accounts*), ou seja, a propensão a resgatar aplicações classificadas em contas de maior liquidez. Ela interfere, inconscientemente, na alocação adequada de recursos. Nesse caso, os investidores individuais não seguem a seguinte regra de bolso dos profissionais: “dinheiro não tem carimbo”.

As maneiras diversas – até mesmo em extratos diferentes – pelas quais os mesmos retornos dos investimentos são demonstrados aos investidores influenciam muito em suas novas alocações. Os investidores reagem de maneira diferente ao mesmo problema quando a forma de apresentação desse problema é alterada.

O terceiro fator relacionado à diversificação ingênua refere-se à *aversão à perda*, somada à dependência da forma. Segundo leitura de Aranha (2006: 18) do trabalho de Kahneman & Tversky (1979), há assimetria entre os sentimentos de ganho e perda.

“Perda tem duas vezes e meia mais impacto emocional, em qualquer pessoa, do que ganho de mesma magnitude. A esse fenômeno foi dado o nome de *aversão à perda*. Esse fenômeno, amplamente estudado e empiricamente verificado, leva os investidores a não quererem vender nenhum ativo com prejuízo porque estariam, assim, assumindo a perda. A esperança pela recuperação do investimento, provavelmente, é a maior causa de perdas em carteiras de investimento. Pode fazer os prejuízos se perpetuarem e os lucros se limitarem”.

Finalmente, o quarto fator com conexão direta com a diversificação ingênua é o *medo do arrependimento*. Não é, exatamente, a aversão à perda, mas sim à sensação de ser o *responsável direto pela perda*.

Ele faz com as pessoas tomarem decisões uniformes ao longo do tempo, por exemplo, aplicar em ações o mesmo percentual de sua renda, todos os meses, independentemente do estado do mercado acionário, com expectativa de alta ou baixa.

A busca pela minimização do arrependimento também leva os investidores a preferir consumir os dividendos a vender ação para gastar os recursos. Isto porque, se sua cotação subir, depois, eles se arrependerão.

Cria-se a *heurística da afeição* em relação àquela ação ou qualquer outra propriedade. As respostas afetivas a determinado estímulo ocorrem rápida e automaticamente. São típicas dos "investimentos em paixão" de colecionadores.

A *aversão à perda* está também ligada ao "efeito da dotação" (*endowment effect*) e ao "viés do *status quo*" (*status quo bias*).

O primeiro é caracterizado pela exigência dos investidores por valores mais altos, se comparados aos quais eles mesmo estarem dispostos a pagar, para abrir mão de determinado bem.

O segundo descreve a predisposição dos investidores em manter as coisas da maneira como estão. Em oposição aos investidores ansiosos (*daytraders*), que negociam, freneticamente, em busca de melhores retornos, há os lentos com viés do *status quo*.

Investidores conservadores preferem guiar-se por aquilo lhes oferecido, em determinada conjuntura, e com o qual se comprometeram. Recusam-se a rever essa estratégia, mais tarde, ao verificar não ter havido acerto em vista dos resultados auferidos.

Há também a resistência a realizar qualquer tipo de investimento, dada a complexidade da estressante decisão. Daí se prefere manter, por muito tempo, o dinheiro inativo na conta corrente, arcando com custo de oportunidade pela perda de juros.

Heródoto disse: "as grandes façanhas são geralmente obtidas com grande risco". Winston (2006: 257) acrescentou: "grandes riscos frequentemente ocorrem sem se tentar qualquer grande façanha".

Várias realizações humanas devem sua existência ao desejo de se arriscar. O *instinto de sobrevivência* é constantemente minado pela capacidade humana de abandonar toda precaução.

Por qual razão se joga quando se sabe as chances estarem contra? O instinto de se arriscar é uma adaptação útil?

Em tempos remotos, ocasionais períodos de escassez em determinadas regiões só foram superadas pelas descobertas de regiões longínquas mais abundantes. Essa emigração não tinha garantia de sucesso.

A seleção natural pode ter favorecido aquele que se arriscou. Às vezes, o risco não vale a pena, mas a estratégia só será julgada em longo prazo.

Algumas pessoas sempre se arriscam muito, e não apenas quando avaliam a chance de perda ser menor. Winston (2006: 265) diz: "eu suspeito o instinto estar tão enraizado a ponto de se arriscar ser um elemento fundamental da Psicologia humana, independentemente do fato de estarmos ou não procurando uma parceira [sexual]".

Este autor também lembra: "a competição pode em algumas circunstâncias ser uma força extremamente positiva para a sociedade humana, não necessariamente, como Adam Smith poderia dizer, para garantir a eficiência do mercado livre e a geração de riqueza. O instinto de competição tem um papel em cada ramo da atividade humana (...).

Talento natural raramente é o bastante para os verdadeiros gênios. O talento é geralmente acompanhado de *persistência*, propensão para o *risco* e um desejo ardente de *ser o melhor*" (Winston, 2006: 268).

### 3.4. Homo Pragmaticus e Arte da Especulação

Todos esses fatores emocionais a envolverem as decisões financeiras levam os investidores individuais a confiar seus investimentos a gerentes de carteiras em atividade profissional. Isto apesar das evidências apontarem a maioria deles não conseguir, sistematicamente, superar os principais índices do mercado.

Os poucos gerentes ocasionalmente bem-sucedidos mostram pouca consistência de ano para ano, dificultando a distinção entre sorte e habilidade. A Lei das Médias prevê cerca de metade dos gerentes em atividade superar o mercado em cada ano.

O investidor comum se coloca a seguinte dúvida: o seu gerente não estará entre eles? Alguém irá ganhar, afinal...

Quando transfere a responsabilidade de decidir para outra pessoa, o investidor se livra da carga emocional de ser o responsável direto pela decisão causadora da perda. O *autoengano* é menos doloroso se comparado ao medo do arrependimento.

Entretanto, um dos debates na "fronteira teórica" das Finanças Comportamentais diz respeito a se as heurísticas dos investidores individuais, "amadores" e/ou pessoais de "investimentos pequenos" são distintas das dos investidores institucionais, "profissionais" e/ou terceirizados de "investimentos grandes".

Essa discussão é importante inclusive para deduzir se faz sentido segregar operações financeiras de grande porte, deixando-as restritas aos "investidores qualificados". Envolve também a avaliação da importância e dos limites da Educação Financeira. Nela, supostamente, se formaram os investidores profissionais.

Cabe a reflexão sobre o papel dos órgãos reguladores em exigir e das instituições em prover decisões *default*, de acordo com essa Educação Financeira, aos seus clientes. Eles a aceitarão por inércia ou acomodação costumeira.

Pode-se debater se o fato de existir *insider* e *outsider* provoca *boom* e *crash*, comportamentos miméticos de "seguir o líder da manada", etc. Os profissionais se saem sempre melhor em relação aos amadores?

Kindleberger (1996/2000: 37-8), por exemplo, afirma: "os *insiders* desestabilizam, elevando os preços mais e mais, e vendendo, no auge, aos *outsiders*. Estes compram nessa fase e vendem na baixa, quando os *insiders* estão retornando ao mercado. (...) *Insiders* profissionais desestabilizam, provocando exagero tanto nas altas quanto nas quedas, enquanto os *outsiders* amadores, ao comprarem



por preço alto e venderem por outro mais baixo, são vítimas da *euforia*, capaz de os afetar mais tarde”.

Outra crítica feita por ele à suposta *racionalidade única* dos participantes do mercado por parte das Finanças Racionais é: “os participantes da cotação por um ativo podem pertencer a classes distintas, com distintos interesses, experiências e propósitos: há diferentes graus de especialização diante de cada situação” (Kindleberger, 1996/2000: 281).

Há *capacitação dos investidores* em termos de cinco estágios:

1. Principiante, neófito ou amador;
2. Principiante avançado;
3. Competente;
4. Proficiente;
5. Especialista.

Berstein (1997: 297-300; 2008: 33-37) acaba distinguindo entre os seguidores de Ideias Capitais, isto é, Finanças Racionais, e os cometedores dos “erros” apontados pelas heurísticas pesquisadas pelas Finanças Comportamentais. Aqueles se aproveitam dos comportamentos “irracionais” destes.

O próprio Daniel Kahneman, autor das Finanças Comportamentais, laureado por Prêmio Nobel em 2002, em entrevista à FSP, em 31/05/09, afirmou: “os indivíduos comuns tomam direções diferentes da dos investidores institucionais. Estes atuam de forma muito diferente da Psicologia do investidor individual. Eles têm mais informação, utilizam pesquisas e tecnologia para detectar oportunidades.

Há pesquisa mostrando os investidores institucionais e os indivíduos não responderem da mesma forma às mesmas notícias. Aqueles são mais estáveis e costumam tomar vantagem destes últimos. Na tentativa de acertar, o investidor individual reage demais e erra mais e mais”.

Aranha (2006: 34-5) discorda de todos eles. “Como se não bastassem todas as armadilhas armadas pela natureza humana dos

investidores, estes por diversas vezes aconselham-se com assessores financeiros. Eles, claro, são mais treinados e acostumados ao dia a dia do mercado, mas, antes de mais nada, são humanos e, portanto, estão também sujeitos a diversos fenômenos comportamentais”.

Ele se coloca a pergunta: “Os assessores financeiros estão livres dos fenômenos comportamentais e conseguem aconselhar seus clientes de forma perfeitamente racional, sem se deixar levar pelas emoções de seus clientes ou sem cair em suas próprias armadilhas?”.

Responde: “A resposta, claro, é *não*, afinal, são eles, os assessores financeiros, mais treinados e habituados às práticas do mercado, mas sua Psicologia humana continua presente em seu comportamento e, portanto, apresentam *racionalidade limitada*”.

Com o propósito de oferecer mais um testemunho neste debate, vale a pena examinar os “*Axiomas de Zurique*”. Esta expressão foi cunhada em clube de investidores suíços, estabelecidos em Wall Street, depois da Segunda Guerra Mundial. Eles operavam em mercados futuros e acionários.

Além da nacionalidade, unia-os o desejo de enriquecer e a convicção de ninguém jamais ter ficado rico recebendo apenas salário. O trabalho de codificar os “*Axiomas de Zurique*” foi assumido pelo filho de um desses banqueiros suíços, chamado Max Gunther. Seu livro, publicado no Brasil, em 1992, encontra-se facilmente para *download* na internet.

Esses axiomas constituem regras para assumirem riscos. Segundo seu compilador, constituem não apenas uma “filosofia da especulação”, mas também referências para a obtenção de sucesso financeiro, pois “enriqueceram muita gente”.

Examiná-las, brevemente, servirá para verificar se essa cartilha do especulador profissional sobre *estratégia de mercado* colide com as Finanças Racionais e sanciona as Finanças Comportamentais, ou vice-versa.

Ele contraria, sem dúvida, o núcleo do PPC das Finanças Racionais. Primeiro, critica à dispersão (e conseqüente diminuição de escala de cada investimento) necessária à diversificação de riscos proposta pela teoria do portfólio.

Aconselha: “resista à tentação das diversificações”. Diversificação, no sentido usado pela comunidade de investimentos, significa “espalhar dinheiro”, isto é, colocá-lo em uma porção de pequenas especulações, em vez de em poucas e grandes.

A preocupação com segurança está por trás dessa atitude. Esta é a ladainha dos aconselhamentos convencionais de investimentos. “O fato é a diversificação, ao reduzir os riscos, diminuir também, na mesma medida, qualquer esperança de você ficar rico” (Gunther, 1992: 8).

A recomendação maior é, ao *especular*, colocar seu dinheiro em alternativas realmente atraentes – e em mais nenhuma. Jamais comprar algo apenas pela necessidade de ter uma “carteira diversificada”.

O clichê em Wall Street foi reformulado: “ponha todos os seus ovos no mesmo cesto e tome conta do cesto!”. Enfim, é muito mais fácil tomar conta de um, ou poucos cestos, em lugar de uma dúzia deles.

Seu horizonte de decisões restringe-se ao curto prazo, portanto, desdenha a comparação entre investimentos com base no desconto de estimados fluxos de caixa futuros, isto é, o segundo postulado do PPC das Finanças Racionais. Para evitar ser dominado pela ganância, sugere: “realize o lucro sempre cedo demais”.

O alerta é necessário porque os “amadores” demoram demais nas paradas – e perdem. Conseguindo dominar a ganância via autocontrole, isto é, parando quando está ganhando, o especulador aumenta as chances de ficar rico.

Ganância significa querer em excesso, querer mais, sempre mais, até perder o controle do seu desejo, ou seja, passar a querer mais além do querido no começo. *O “comprismo” descontrolado também é inimigo do especulador. Se ele quiser menos, vai para casa com mais.*

Outras advertências são feitas:

- “não force seu ganho”;
- “não estique sua sorte”;

- “aposte sempre por períodos breves e modestos”;
- “não se deixe dominar pela ganância, quando estiver com bom lucro, realize-o e caia fora”.

No curso de alguma jogada especulativa, de tempos em tempos, ocorrerão períodos de ganhos. Serão breves, não durarão para sempre. E não se pode saber de antemão quanto irá durar qualquer período de ganho. O melhor, portanto, é não ficar esperando lucro em excesso.

Finalmente, quanto ao terceiro postulado das Finanças Racionais, o *homo pragmaticus* não se importa com a chegada de novas informações sobre os fundamentos, isto é, se o mercado terá a eficiência de sujeitar seus valores a essa âncora.

Desdenha a análise fundamentalista como capaz de oferecer previsões acertadas: “o comportamento do ser humano não é previsível; desconfie de quem afirmar conhecer algo qualquer a respeito do futuro incerto”.

O conhecimento do futuro é um dos mais desesperadamente ambicionados. Mas, frequentemente, é erro ouvir os “profetas da Economia”. Eles sabem tanto do futuro quanto qualquer *homo sapiens*, isto é, quase nada!

O especulador de sucesso não baseia suas jogadas naquilo, supostamente, a acontecer brevemente. Ele reage imediatamente ao realmente acontecido.

Tem de traçar seu projeto especulativo baseado em reações rápidas a eventos a acontecer à sua frente, na hora. Sua postura é *reativa* – e não antecipatória ou preventiva.

O ato de colocar dinheiro em determinada operação exige pesquisar, estudar, pensar. Ela é, por si só, uma espécie de previsão pessoal.

Mas a aposta especulativa pode não dar certo. Se não estiver a caminho da linha de chegada preestabelecida, é necessário mudar de rumo, rapidamente.

Não acha relevante a pesquisa de padrões em médias de preços e eventuais deslocamentos. “Até começar a parecer ordem, o caos não é perigoso”. Caos se afasta das condições iniciais e não necessariamente em condições lineares previsíveis.

Gunther (1992: 27) adverte: “quando você começa a acreditar ter enxergado determinado *padrão de ordem*, em assuntos envolvendo seres humanos, destacadamente nos assuntos financeiros, está correndo risco”.

Todo teórico está buscando *encontrar algum padrão no meio ao caos*. Na visão pragmática do especulador profissional, o mundo do dinheiro é desordenado, sem nenhum padrão de comportamento, ou seja, *verdadeiro caos*.

De acordo com esta visão cética, *quem ficou rico foi porque deu sorte*. “Se você estiver em maré de sorte, qualquer arremedo de esquema o fará ganhar dinheiro. Na maré contrária, não há um lance sequer a funcionar. (...) isoladamente, a sorte é o dado mais poderoso no sucesso ou fracasso de qualquer especulação” (Gunther, 1992: 29).

Entretanto, a maioria dos “especialistas” não reconhece isso – o acaso –, pois o negócio deles é vender um elixir milagroso: o *conhecimento de sistema ordenado*. Na realidade, a fórmula dada certo no ano passado não tem compromisso em dar certo em um ano corrente com conjunto de circunstâncias financeiras distintas.

Não se pode confiar em nenhuma fórmula e ignorar o papel dominante da *sorte*. A verdade é a seguinte: o preço de qualquer coisa comprada para ser revendida, visando lucro, subirá se o comprador tiver sorte!

Em contrapartida ao abandono das Finanças Racionais, o *homo pragmaticus* demonstra também evitar alguns vieses heurísticos entre os levantados pelas experiências das Finanças Comportamentais. Em princípio, previne-se contra o *excesso de confiança*. Este leva à estratégia de comprar e vender no momento certo.

A regra – “entre no negócio sabendo quanto quer ganhar; quando alcançar a meta, caia fora” – ajuda a resolver o paralisante

problema de saber quanto é o bastante. Quanto mais se tem, mais se quer.

Quando se ganha, de repente, surge a sensação de dotação de poder natural de ganhar sempre. Esse é o *processo de habituação*. Logo produz a sensação de sempre, por seu mérito exclusivamente pessoal, ter tido “direito natural” àquele dinheiro.

Se a especulação dá certo e a fortuna do especulador cresce, a posição recém-atingida é realizada e novo investimento vira-a posição inicial.

Em vez de considerar aquela soma, obtida no sortudo ganho de capital, como sua posição final, na estratégia adotada, é comum trata-la como ela fosse se desdobrar, naturalmente, em novos ganhos. Perde-se a noção de ser necessário sair logo daquela posição vencedora, antes de uma esperada reversão.

Mas o especulador profissional tenta manter o autocontrole e não ter *nenhuma reação exagerada*, seja em alta, seja em baixa. Não guarda a esperança de recuperação: “quando o barco começar a afundar, não reze, abandone-o”.

A regra citada antes dizia sobre *o que fazer quando a estratégia dá certo*: dar o fora. Esta última é sobre *como escapar quando dá errado*. Dar o fora também!

Não se deve ter dúvida: tanto haverá acertos, quanto equívocos, nos palpites sobre o futuro. Parte das opiniões sobre os fundamentos macroeconômicos serão equivocadas.

Alguns conselhos ouvidos atrapalharão. Haverá falsas esperanças. Especuladores progridem ao sabarem o que fazer, sem hesitação, quando a onda especulativa se voltar contra eles. Cair fora!

“Saber *sair de situação complicada* talvez seja o mais raro dos dotes especulativos”, diz Gunther (1992: 17). A maioria dos profissionais prefere dizer ser capaz de “operar” no mercado, mas ele prefere a palavra correta para o feito por eles: *especulação*.

O talento essencial requisitado para se tornar “vencedor”, paradoxalmente, é “aprender a perder”. Enquanto o amador fica na

esperança de ocorrer um lance fortuito de sorte, o profissional estuda *o meio de se safar logo*. Esta é a grande diferença entre os dois. Este vive do jogo especulativo, aquele joga ocasionalmente.

O *homo pragmaticus* delimita, previamente, seu ganho e sua perda. Ele acha as pequenas perdas nos proteger das grandes: “aceite as pequenas perdas como fatos da vida, pois vai incorrer em várias, enquanto espera um grande ganho”.

É excelente proteção criar o hábito de *aceitar pequenas perdas*, caindo fora e partindo para outra operação. O antigo provérbio – “quem espera sempre alcança” – não é verdadeiro no mercado financeiro.

A atitude correta é aceitar como normais as pequenas perdas assim como se aceita pagar impostos ou tarifas de serviços públicos. Ninguém paga de maneira voluntária, mas sim porque é compulsório.

As pequenas perdas são parte do custo da especulação: através delas se adquire o direito de esperar os grandes ganhos. Uma maneira de preparar-se, antecipadamente, para as pequenas perdas, é dar ordens de *stop-loss* de caráter permanente para o corretor. Delimite-as.

Quanto à *heurística da representatividade*, independentemente de quanto representativa seja sua fonte, o investidor profissional não segue quaisquer palpites. Sua intuição é: “só se pode confiar em palpite possível de ser explicado”.

Palpite é parte de uma *sensação*, não chega a ser *conhecimento*. Aprender a usar palpites é fácil de falar, mas difícil de fazer. Pode se partir para o desprezo de todos os palpites e insistir em apoiar todas as manobras especulativas em fatos ou material com base em dados, não confiando nem mesmo na própria intuição.

Outros investidores se apoiam totalmente em palpites, com confiança indiscriminada e sem suficiente ceticismo. Eles apenas seguem seus palpites, mesmo quando a análise racional sugira uma ideia completamente diferente.

Finalmente, há a *utilização seletiva*. A intuição pode ser útil, mas deve separar entre os palpites os com algum valor e os sem valer nada.

Intuição ou palpite não é percepção extra-sensorial, mas sim *evento mental*. Ocorre, normalmente, envolvendo instintos ou informações das quais as pessoas não têm a consciência de dispor armazenados em seu cérebro. As sensíveis sabem quando um palpite é bom, mas não sabem como sabem disso.

Assim, o especulador profissional sugere: “nunca confunda palpite com esperança”. Quando se quer muito alguma coisa, é comum passar a acreditar “tal coisa certamente acontecerá”.

A melhor regra é manter em alta *o nível de ceticismo*. Em contrapartida, deve-se confiar em *intuição preventiva* e pensar: acontecerá algo de mau, não desejado, para se manter prevenido a respeito.

Sua *heurística da ancoragem* é colocada em termos de limites preestabelecidos de flutuação dos valores de mercado “para cima” ou “para baixo” do valor inicial do investimento. Na linha temporal, o presente pode ser *o início de novo ciclo*, como também *o fim de tendência anterior*.

Como isso somente será confirmado *ex-post*, não se deve confiar na permanência do sucesso obtido em eventos já transcorridos. O prudente é sempre avaliar *ex-ante* qual é o grau de incerteza quanto ao futuro.

Qual será a resultante das interações entre decisões descentralizadas, descoordenadas e desinformadas umas das outras? A análise da configuração emergente é complexa, mas é o desafio.

No mundo dos jogos financeiros especulativos, as posições finais não são claramente visíveis, percebidas e compreendidas. O próprio investidor terá de decidir quanto basta.

Saber qual é o ponto final, quando já cumpriu seu objetivo inicial, sem o alterar, é técnica essencial. Todo bom especulador tem de a dominar.

Antes de começar a corrida especulativa, deve estabelecer onde é *a linha de chegada*. Seja qual for seu objetivo, não pode buscar nada inalcançável, mas sim meta viável em certo prazo.



É melhor habituar-se a vender cedo demais face a imaginável ganho maior mais adiante. Uma vez realizado o ganho e resgatado o dinheiro, comemorar e não se atormentar se a alta continuar sem sua presença.

Se durar muito, é o caso de se consolar, pensando: *protegeu ganhos certos*. A única razão para não liquidar a posição, quando se atingiu o previamente traçado, é *o surgimento de algum fato novo* capaz de, praticamente, garantir a continuidade do ganho durante algum tempo mais.

Seu olhar está voltado para a frente, o futuro, e não para trás, o passado. Então, adverte: “cuidado com a ilusão do grafista”!

É uma extensão gráfica daquilo denominado Armadilha do Historiador: *o grafista tem sua própria ilusão de ordem*, visualizada em gráficos, pois acredita o preço futuro de uma ação ser determinado por meio de curvas nas quais são registradas as oscilações de preço passadas.

Acha o mercado ser previsto pelos gráficos, desde se ele for capaz de perceber *os padrões corretos*. Faz um monte de números desordenados parecer uma importante tendência.

Então, ela irá vazar a “reta de suporte” ou a “reta de resistência”, indicando momentos de comprar ou de vender. Entretanto, *a vida jamais acontece em linha reta...*

*O homo pragmaticus* sabe: a história não se repete e pouco se importa com a disponibilidade de informações do passado. Está passado – e não existe dado da história do futuro.

Adverte: “cuidado com a armadilha do historiador”! É um tipo especial de ilusão de ordem. Baseia-se na crença, totalmente sem fundamento, de a história se repetir. Com essa falsa pressuposição, a repetição ordenada ou regular da história permitiria, em determinadas circunstâncias, *previsões corretas*.

Os eventos raramente ocorrem como esperam, mas *a necessidade de acreditar em ordem é forte demais*. Fica-se a esperar a mesma configuração de circunstâncias passadas tornar a ocorrer.

Alguns acham O Mercado estar errado, enxergando o mundo real pelo avesso, pois fórmulas teóricas podem estar erradas. Outros respeitam demasiadamente O Mercado: nunca erra por ser sobrenatural, ou seja, *onipresente, onipotente e onisciente*. Não percebe a contradição lógica entre esses dois dons divinos: um ou outro, jamais podem ocorrer ambos.

Simplesmente, porque O Mercado é “o que é”, isto é, resultado de múltiplas decisões descentralizadas, descoordenadas, desinformadas uma das outras e conflitantes. O Mercado não é “o que deveria ser”, isto é, sobrenatural segundo seus crentes apologetas.

Critica também *a falácia do planejamento para prazo longo*. Afirma: “planejamento para longo prazo gera a perigosa crença de o futuro estar sob controle. É importante não levar a sério qualquer plano de longo prazo”.

Este plano provoca apenas o nascimento de raízes imobilizadoras. O inesperado vai contra qualquer planejamento.

Não se deixe embromar pelo próprio plano, seja decenal, seja anual, pois, de fato, a continuidade dos acontecimentos mal permite divisar a próxima semana. Um mês adiante, a visibilidade cai muito; um ano após, quase tudo fica opaco; dez anos, 35 anos, todo esse tempo de vida profissional não permite enxergar nada com a certeza de saber o que virá pela frente. Como planejar para o futuro impossível de ser visto?

Ele diz ainda: “quanto a dinheiro, tudo necessário a se pensar, em matéria de planejamento em longo prazo, é sobre a intenção de ficar rico”. Não questiona essa meta, não discute se ela entra em conflito, por exemplo, com *a meta de ter qualidade de vida*.

Escolhida a área de especulação (com respeito ao futuro), no mercado, a única preparação possível de fazer é continuar estudando O Mercado, continuar aprendendo tudo disponível sobre os negócios mais atraentes, melhorando sua capacidade de avaliação... do breve futuro! Essa postura é a de planejamento em curtíssimo prazo.

Suas apostas são de curto prazo, pois aconselha: “fuja de investimentos em longo prazo”. Não se deve imaginar: “colocar todo

o dinheiro em ações da melhor empresa é suficiente para viver feliz para sempre, recortando cupons de dividendos”.

Na realidade, o dinheiro perdido em especulação de curto prazo é ninharia se comparado à imensa soma perdida pelos investidores, devido ao custo de oportunidade, com seus capitais empatados durante muito tempo em um só negócio. Os investidores ao fazerem apenas uma única aposta, plantarem-se nela, se der errado, podem perder tudo.

Apostar no amanhã já é risco. Apostar como estará o mercado, no dia da aposentadoria, daqui a vários anos, é o maior risco.

O maior entre os encantos dos investimentos em longo prazo é, mais uma vez, emocional: o alívio de ter de tomar decisões frequentes e, talvez, penosas. Comprar e reter o ativo relaxa o investidor.

Menos ruim, em relação a essa inércia, é comprar formas mais baratas de seguro de vida até que seus dependentes já não precisarem mais de você por terem se tornado independentes financeiramente. Como os prêmios a pagar são baixos, fica-se com dinheiro livre para investir em outras coisas mais rentáveis... enquanto não se usufrui do seguro de vida.

Quanto ao *otimismo e pensamento positivo*, diz claramente a respeito: “otimismo significa esperar o melhor, mas confiança significa saber como se lidará com o pior. Jamais faça uma jogada apenas por otimismo”.

Ele adverte: *o otimismo pode ser inimigo do especulador*. Costuma toldar completamente o raciocínio. Pode levar a caminhos sem saída. Antes de alocar dinheiro em negócio é necessário se perguntar *como se safará se der errado*. De posse dessa resposta se terá *confiança*.

Ironiza a *heurística da perseverança*. O que é importante ter é mobilidade: “evite lançar raízes para tolher seus movimentos”. Esta regra diz respeito ao *desarraigamento*: quanto mais procurar aquela sensação de estar cercado pelo antigo, conhecido e familiar, menor será o sucesso como especulador.

O especulador profissional alerta: “em operação sem dar certo, não se deixe levar por sentimentos como lealdade ou saudade”. Há momentos necessários de se escolher entre *raízes ou dinheiro*.

Se o objetivo da especulação é ganhar dinheiro, não tem sentido deixar-se prender demais a coisas materiais nas quais o capital esteja investido. Prenda-se a afetos por certas pessoas, não a casas, bairros, cidades, empresas.

Assim, aconselha: “jamais hesite em sair de negócio se algo mais atraente aparecer à sua disposição”.

Deve-se separar especulação de *hobby*. Coleção de moedas raras ou quadros, alcançada a meta pretendida, por exemplo, ao dobrar o capital, deve se passar adiante sem apego.

Porém, a “culpa” de especular com arte e visar lucro pode levar ao dilema: *ser ou não ser especulador?* A recomendação, novamente, é jamais se apegar a coisas, somente a pessoas.

Critica a *teimosia*, ou seja, a insistência em estratégia já revelada ser perdedora: “se não deu certo da primeira vez, esqueça”.

A *perseverança* sempre teve estímulos favoráveis do tipo: “se não deu certo da primeira vez, tente de novo”. Em especulação, embora tenha momentos onde ela é de utilidade, há outros quando pode levar ao desastre, pois *o papel não recompensa o afeto...*

Relacionada ainda à precaução contra a perseverança, propõe: “jamais tente salvar mau investimento com a técnica do ‘preço médio’”. Este sistema, à primeira vista, parece absolutamente lógico: melhorar a posição, na média, comprando mais da mesma ação na qual está perdendo, agora por preço bem inferior ao adquirido antes.

Quando se faz preço médio, tudo o obtido é *se iludir*, ou seja, *fazer uma situação ruim parecer menos ruim*. Colocar dinheiro novo, na parada perdida, para se sentir, emocionalmente, um pouco melhor, durante algum tempo, não melhora em nada a situação financeira.

Quanto à busca de similaridade entre o presente e alguma experiência vivida, adverte: “cuidado com *as ilusões de correlação ou de causalidade*”!

É característica das mentes racionais tentarem perceber *relações de causa e efeito* onde não existem. Quando for necessária, a mente humana a inventa, pois é um órgão *em busca de ordem*, não se sentindo à vontade diante de conflito cognitivo.

Quando ocorrem dois ou mais eventos perto uns dos outros, a mente inquieta vai logo tentando buscar *correlação* entre eles, quando não vai descobrindo *elos causais*, sendo o fenômeno antecedente colocado como causador do evento posterior. As correlações simplesmente acontecem e nada mais além deve se concluir delas para tomar decisões de investimento.

O estilo de vida do especulador profissional é peculiar. Nele, "*preocupação* não é doença, mas sim sinal de saúde; se o investidor não está preocupado, ele não está arriscando o bastante".

Geralmente, preocupam-se em solicitar conselhos sobre investimentos aqueles indivíduos com seus salários começando a estar acima do necessário para a sobrevivência com estilo de vida sóbrio ou austero, isto é, cobrindo as necessidades básicas de suas vidas. Mas "o diabo" tenta ao considerar o fluxo de renda insuficiente ainda para obterem o *status* de quem não necessita trabalhar, produtivamente, ou seja, de ser membro da "classe ociosa", segundo a concepção de Veblen (1899). Almejam riqueza por pura busca de status social!

A maioria sonhadora dessas pessoas agarra-se à segurança como se fosse a coisa mais importante do mundo. Os psicanalistas espalharam, sem provar, a convicção de *as preocupações fazerem mal à saúde* – e a sanidade mental significar, antes de tudo, manter-se calmo.

Algumas seitas místicas e meditativas sugerem: "quanto menos o indivíduo tiver, menos terá com que se preocupar". A filosofia dos "Axiomas de Zurique" diz exatamente o oposto: "se o seu principal objetivo na vida é *fugir das preocupações*, então *você nunca deixará de ser pobre*".

Se quiser manter o dinheiro apenas protegido da inflação, é melhor aplicar em poupança ou títulos de dívida pública, isto é, renda fixa. Mas, quando o risco é baixo, o retorno é relativamente menor se

comparado ao obtido em aplicação com maior risco, senão ninguém correria este risco.

Há supostas diferenças entre *investir* e *especular*. Os seguidores dos “*Axiomas de Zurique*” se denominam de *especuladores*. São o contrário de professores de Economia preocupados apenas com a prevenção da incerteza e com a preferência por segurança absoluta.

Embora ser investidor pareça mais seguro, na verdade, não existe nenhuma diferença: *todo investimento é especulação*, pois não existe investimento sem risco. Toda jogada financeira será sempre especulação.

O aconselhamento heterodoxo diz: “só aposte o que valer a pena”. Um antigo clichê afirmava: “só se deve apostar o que se possa perder”. Por ser tão repetido, acabou adquirindo aura de verdade.

Como a maioria das pessoas o interpretam, parece ser a fórmula capaz de, praticamente, garantir contra maus resultados. Uma *soma possível de se perder* é tão diminuta a ponto de não representar diferença significativa no bem-estar financeiro. Mas, se o investidor apostar pouco e dobrar o dinheiro, continuará pobre!

Uma primeira lição a ser retirada da análise dessa prática profissional é desconfiar do consenso: “fugir da opinião da maioria, porque, provavelmente, estará errada”.

Deve-se estudar cuidadosamente os jogos especulativos. Eles envolvem, além de sorte, cálculos e psicologia, rejeitando todos os clichês e lugares comuns, insistindo em descobrir verdades e falácias por conta própria. O truque é rejeitar tudo o que lhe dizem, até ter pensado tudo por conta própria.

Prudente é recusar a ouvir a opinião da maioria, mesmo sendo ela composta por autoproclamados especialistas. Contar votos em questão técnica não significa nada, porque é mais provável a verdade ser descoberta por uns poucos em lugar de ser por muitos.

Conhecendo o poder coercitivo da maioria, é melhor desconfiar de resoluções estratégicas de comitês. A maioria das pessoas acredita os antigos clichês serem verdades indiscutíveis. A maioria das pessoas não é rica...

Outra lição sugere: “jamais embarque nas especulações da moda. Com frequência, *a melhor hora de se comprar alguma coisa é quando ninguém a quer agora – mas poderá querer no futuro*”.

A fórmula de “comprar na baixa e vender na alta”, aparentemente simples, é difícil de ser posta em prática. Isto porque o especulador tem de ir contra a pressão da opinião pública.

Como regra geral, o preço de determinada ação cai quando número significativo de pessoas passa a crer não valer a pena comprá-la. O paradoxo é *a hora de comprar* ser, precisamente, quando a grande maioria está aconselhando não a comprar. Na *hora de vender*, a maioria faz o contrário.

Portanto, deve-se entrar comprando, quando os outros querem vender, e sair vendendo, quando os outros querem comprar. Isso é simplesmente *entrar na baixa e sair na alta*.

Evidentemente, não se deve cair no “contrarismo”, ou seja, adotar *o dogma de ir sempre contra a maioria*. Ele começa como boa estratégia, mas vira *ilusão de ordem*. Comprar, automática e impensadamente, apenas por que se trata de ativo não mais desejado por ninguém, é tão equivocado como seguir o “comportamento de manada”. O rebanho nem sempre está errado.

Cada caso é um caso – e tem de ser pensado em si para sua avaliação correta. Entretanto, *a especulação “Maria-vai-com-as-outras”* muitas vezes leva a comprar na alta e vender na baixa.

Finalmente, a última advertência é: “cuidado com *a falácia do jogador*”! É uma espécie peculiar de ilusão de ordem.

Neste caso, a ordem não é percebida no mundo caótico à volta, mas dentro de si mesmo, quando expressa o sentimento “hoje é meu dia de sorte”! Supostamente, os fatos deixariam de acontecer de maneira tresloucada e passariam, naquele dia, obedecer à sua ordem...

Assim, a gente teria de “testar” a sorte todos os dias, fazendo algumas apostas pequenas, para ver como ela anda. Pessoas assombradas pelos demônios (ou iluminadas divinamente) gostam de acreditar nessa ilusão de ordem.

Haveria, supostamente, imbatíveis dias ou períodos de sorte, tendo por trás alguma espécie de mecanismo ordenador, porém inexplicavelmente discriminador. Não dá para saber com antecedência quando tal sequência de sorte começará e, uma vez iniciada, ninguém poderá garantir quando encerrará ou quantas vezes ocorrerá.

“Tudo o que se pode saber sobre o futuro é que, quando chegar, chegou”, diz Gunther (1992: 64). O que se pode fazer a respeito é se preparar para reagir às suas oportunidades e aos acasos.

Resume sua filosofia de vida de especulador: “só existe um plano financeiro em longo prazo necessário: o plano de ficar rico”.

*Quis? Quid? Ubi? Quibus auxiliis? Cur? Quomodo? Quando?* [Quem? O que? Onde? Por que meios? Por que? Como? Quando?]: o *homo pragmaticus* nada mais tem a dizer sobre o método para circunstanciar a pessoa, o fato, o lugar, os meios, os motivos, o modo, o tempo.

### 3.5. Conclusão: Estereótipos dos Investidores

Traçamos três perfis de investidores no mercado de capitais: o *homo economicus*, o *homo sapiens*, e o *homo pragmaticus*. Respectivamente, seriam os perfis do homem teórico, do homem real e do homem prático, isto é, das práxis do especulador profissional.

O homem econômico racional é o idealizado, ou seja, abstraído dos comportamentos reais dos participantes do mercado com a ajuda de pressupostos gerais sobre os desejos humanos. Entretanto, não é pura ficção.

Como é possível avaliar o grau de irracionalidade em determinada situação real, é possível prever o desvio real em relação ao comportamento ideal. Deste comportamento idealizado deriva o valor restrito a variáveis econômicas comportamentais.

Esse valor não é um tipo de média de valores observados reais, mas sim aquele deduzido pelo agente perfeitamente racional nas condições especificadas. Portanto, se os investidores reais não o alcançam, não significa a teoria do comportamento racional ser refutada.



Em síntese, *o investidor racional não é homem real*. É, antes, qualquer homem real ao agir conforme a lógica das Finanças Racionais.

Assim sendo, não se trata de falsear o raciocínio da teoria financeira ortodoxa. Evidentemente, ela não se adéqua ao comportamento real do investidor comum, como afirmam os autores das Finanças Comportamentais.

O investidor seria racional, precisamente, se comportasse como o sugerido pelas Finanças Racionais. O teste mostra apenas qual é o grau de sua racionalidade. A conclusão é, naturalmente, existirem também os investidores *quase racionais*.

A tipologia adotada classifica os investidores pragmáticos como aqueles capazes de adotarem ponto de vista, modo de pensar, resolução, etc., com considerações apenas de ordem prática. O *homo pragmaticus* é, inteiramente, voltado para objetivos práticos.

Busca ser sempre realista e objetivo. Averso à discussão teórica, sacrifica também princípios ideológicos para a consecução de objetivos em curto prazo. Não se interessa em ganhar dinheiro seja denunciando, seja defendendo o capitalismo.

A etimologia da palavra "pragmático" é concernente à ação e ao bom êxito de algum empreendimento. Sua origem em grego (*pragmatikós*) indica *aquele capaz de agir, eficaz*.

É relativo a negócios, isto é, o indivíduo próprio para manejo de negócios. A ele importa mais *os fatos* em lugar de *as palavras*, *o gesto* em vez de *o verbo*, a ação em substituição da inação.

O termo é derivado do substantivo grego *prâgma* somado ao sufixo *atos*, no significado de "negócio, coisa por fazer, o que se faz, ação, atividade, obrigação". Do latim *pragmaticus* derivou o vernáculo português "pragmático", relativo aos possuidores de experiência ou habilidade em negócios públicos.

A *práxis* envolve o conjunto de atividades humanas caracterizadas especialmente por sua natureza concreta, em oposição à reflexão teórica. Refere-se à ação objetiva, superando e concretizando a crítica social meramente teórica, capaz de possibilitar

ao ser humano construir a si mesmo e o seu mundo, de forma livre e autônoma, nos âmbitos cultural, político e econômico.

É a maneira de proceder na prática, o comportamento costumeiro na ação de aplicar, usar, exercitar uma teoria, arte, ciência ou ofício. Evidentemente, cabe falar em *práxis especulativa*, no mercado de capitais, principalmente baseada no instinto “pré-científico” de *caça à riqueza financeira*.

Os racionalistas acham o senso comum necessitar dar lugar à Ciência. Se isso não ocorre, como disse o mais conhecido divulgador de conhecimentos científicos para o grande público, Sagan (1996), “o mundo fica assombrado pelos demônios”.

No senso comum, a superstição e a pseudociência estão sempre se intrometendo. Seus seguidores baseiam-se em evidência insuficiente ou ignoram pistas. Elas apontam para outro caminho explicativo.

No mundo real dos investidores, não há apenas racionalidade. Aparecem crenças baseadas na religião e no ocultismo, embora seja improvável, entre os desígnios de qualquer Deus para o Universo, se incluir o de fazer determinado investidor ficar rico...

Não se fica rico apenas rezando. Se alguém depende de alguma força ou entidade sobrenatural, para alcançar a fortuna, há grandes possibilidades de, em algum dia, cair em conto-do-vigário.

Apoiar-se no sobrenatural tem o mesmo efeito de apoiar-se em previsões ou em ilusões de ordem. Nenhuma força divina se preocupa com o saldo bancário. Este problema é pessoal.

Uma ironia traduz essas crenças: “se astrologia funcionasse, todos os astrólogos seriam ricos”. A astrologia é a mais popular das crenças ocultas. Mas astrólogos não sabem sobre o mercado nem mais nem menos que qualquer leigo.

Outra ironia adverte: “não é necessário exorcizar uma superstição, caso ela conheça o seu lugar”. Dinheiro e sobrenatural fazem mistura perigosa. É melhor manter os dois mundos bem separados.

Face à diversidade de comportamentos existentes entre os investidores, a conclusão óbvia deste capítulo é não existir a uniformidade racional possível de se inferir de leitura apressada da hipótese abstrata do *homo economicus*.

Da mesma maneira, os vieses heurísticos estudados pelas Finanças Comportamentais se distribuem de forma heterogênea entre os investidores. As mentes do *homo sapiens* são múltiplas.

A arte da especulação, sugerida pela práxis do *homo pragmaticus*, por sua vez, é particular, discricionária, datada e localizada em cada mercado.

O problema é todos esses comportamentos de investidores se referirem à motivação individual, porém o comportamento no qual os macroeconomistas estão interessados é o comportamento coletivo resultante das interações entre decisões de investidores em diferentes mercados.

Tradicionalmente, esse problema da resultante das decisões microeconômicas era deixado de lado, presumindo-se, tacitamente, todos os indivíduos serem igualmente racionais. Portanto, tinham a mesma lógica comportamental.

Na realidade, os indivíduos não são iguais, tanto em preferências, quanto em alocações. Se eles o fossem, isso implicaria em ausência de transações.

Logo, é evidente as explicações do comportamento macroeconômico tradicionalmente dadas pelos economistas estavam baseadas no uso do postulado da racionalidade como micro fundamento.

Quando a evidência empírica se refere não a experimentos de laboratórios de Psicologia e sim a comportamento coletivo do mundo real, os economistas ortodoxos argumentam, usualmente: as anomalias são distribuídas ao acaso e os mercados livres tendem a eliminá-las, ao longo do tempo, via arbitragem.

Os pesquisadores das Finanças Comportamentais já acumularam observações empíricas suficientes para apoiar a crença de a concorrência mesmo em mercados financeiros não conseguirem eliminar todas as anomalias do *nível do indivíduo* quando considerado

o *nível sistêmico*. Os preços dos ativos financeiros não convergem para seus valores fundamentais, pois a arbitragem no mercado é distante da perfeição pressuposta pela Hipótese do Mercado Eficiente.

Não tendo os fundamentos como âncora para o sistema de preços relativos, torna-se extremamente complexo o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, seja para verificar qual é a correlação entre seus movimentos, seja para calcular o Beta de cada ativo em relação ao mercado. Daí ser ilusão, na prática, os investidores conseguirem fazer a seleção de portfólio diversificado, exatamente, como propõem as Finanças Racionais.

Caso o mercado tenha, de fato, todos esses três tipos de comportamentos de investidores descritos, desde os *racionais* até os teoricamente *irracionais*, passando pelos *quase-racionais*, porém anômalos em relação às teorias convencionais, a questão chave para cada investidor será deduzir qual será o valor predominante de cada ativo no futuro esperado.

Em tal mercado, caso tenha a maioria predominante composta por investidores quase-racionais e pragmáticos, enquanto os racionais ficam marginalizados quanto ao seu poder de influência, é de se esperar os valores se afastarem dos fundamentos. *O mercado não pode, então, ser considerado eficiente.*

## 4. Capitalismo Coletivo ou Socialismo dos Fundos de Pensão

### 4.1. Introdução

De acordo com um Projeto de Investidor Institucional da Faculdade de Direito da Columbia, os vinte principais fundos de pensão dos Estados Unidos, em 1989, possuíam 10,6% das ações ordinárias da General Motors e 9,1% da IBM. Além disso, as instituições possuíam pelo menos metade do estoque de 27 das 50 maiores corporações dos EUA.

Peter Drucker se referiu a esse fenômeno como "*socialismo de fundos de pensão*". O termo foi um pouco mais presciente daquilo antecipado. O papel mais ativista, no mercado de capitais, desde então, tem sido o dos fundos de pensão patrocinados pelo governo.

Treze dos vinte maiores fundos de pensão são controlados por governos estaduais ou locais. Os cinco principais fundos de pensão estaduais – três de Nova York e dois da Califórnia – controlavam US\$ 202 bilhões, ou cerca de 8% dos ativos totais dos fundos de pensão de US\$ 2,5 trilhões.

Ao formar um Conselho de Investidores Institucionais, um grupo de gestores de grandes fundos de pensão estatais criou um mecanismo pelo qual um pequeno número de grandes fundos de pensão acionistas (ou melhor, seus dirigentes) podem trabalhar juntos.

Em alguns casos, alguns dos maiores investidores institucionais, notadamente fundos de pensões de funcionários do governo estadual, entraram em batalhas de aquisição específicas. Vários grandes investidores institucionais se apoiaram para obter a garantia de poderem nomear três membros do Conselho de Administração para participar das direções estratégicas.

Drucker mostra como a parcela da economia americana de propriedade dos trabalhadores vem crescendo. Em breve, os fundos de pensão possuirão a maioria do capital das empresas americanas. Essa mudança terá implicações de modo a caracterizar uma transição

sistêmica para um “socialismo de fundo de pensão” com relação à estrutura e às diretrizes econômicas como acumulação de capital, geração de empregos, aposentadoria e seguridade social?

Mas, antes do estudo do caso brasileiro, analisarei como se organizam as Finanças Corporativas de empresas não-financeiras em uma *economia de mercado de capitais*. Essa alternativa de financiamento das empresas não-financeiras está ainda em início de desenvolvimento se comparado ao caso norte-americano.

Conhecemos mais como funciona a *economia de endividamento público e bancário*. Precisamos estudar mais aquela alternativa de companhias abertas para entender as perspectivas futuras da economia brasileira: será novamente ultrapassado o neoliberalismo e predominará um Capitalismo de Estado?

Aliás, esse capitalismo com maior intervenção e/ou planejamento do Estado está se configurando nos Estados Unidos. É a maneira de enfrentar a polarização competitiva (“Guerra Fria Tecnológica”) com o Socialismo de Mercado na China.

#### 4.2. Financiamento de Expansão de Empresas Não-Financeiras

Há três tipos principais de limitações para o processo de crescimento de empresas não-financeiras.

Em primeiro lugar, a expansão limita-se pela concorrência com demais empresas no mesmo mercado, ramo industrial ou setor de atividades.

Em segundo lugar, há restrições quanto ao ritmo de crescimento da nova capacidade produtiva relacionado ao grau de utilização da capacidade existente ao longo de seu ajustamento ao ciclo econômico.

Em terceiro lugar, limita-se pela capacidade de financiamento dos ativos a serem adquiridos pelas empresas.

Talvez esta última seja a maior restrição para empresas não-financeiras quando encontram oportunidades de investimentos operacionais, encontrada uma inovação técnica e considerando a disputa com a concorrência. Mas há conjunturas quando elas não

conseguem criar novas atividades produtivas lucrativas ou aproveitar melhor as existentes.

Essas limitações se distribuem desigualmente. Cabe a redistribuição das fontes de financiamento como indicadora de redirecionamento dos investimentos para os segmentos mais dinâmicos, onde elas sejam mais necessárias.

A expansão de uma empresa capitalista é, por um lado, financiada internamente através dos lucros retidos e aos quais podem ser acrescidos de capitais incorporados através da subscrição de ações por parte dos acionistas fundadores da empresa. Por outro lado, ela é financiada externamente através do capital de terceiros tomados emprestados ou através da emissão de ações para novos acionistas em sociedade aberta.

O *autofinanciamento* depende do poder de geração e retenção de lucros, determinados:

1. pelos investimentos anteriores,
2. pela margem bruta de lucros, obtidos sobre seus custos diretos, e
3. pela distribuição do excedente, gerado no processo de produção e vendas, a diversas categorias de despesas indiretas.

O *financiamento externo* é determinado pelo volume de capital próprio da empresa não-financeira. Impõe um limite ao montante de capitais de terceiros possível de ser tomado emprestado, dado um grau de aversão ao risco de endividamento. Mas é determinado também pela taxa prospectiva de lucro. A rentabilidade esperada é a referência para o pagamento da alavancagem financeira.

A decisão crucial da empresa não-financeira, modificadora de sua inserção no contexto de forma irreversível, a não ser a custa de grande prejuízo, se refere ao montante do capital total a ser investido. É uma função do volume de capital próprio disponível e da taxa de endividamento compatível com o princípio do risco crescente.

A concorrência intercapitalista vincula a capacidade de se financiar internamente à expansão do tamanho do capital da

empresa. Em última instância, este tem seu limite determinado pela flutuação da taxa de lucro ao longo do ciclo econômico.

Por sua vez, os limites à capacidade de financiamento externo da expansão dependem da capacidade de endividamento. Esta é duplamente determinada por considerações de risco do devedor (empresa não-financeira) e risco do credor (banco).

Antes de tudo, o sistema financeiro supervisionado pela Autoridade Monetária impõe determinado grau de alavancagem financeira em relação ao capital próprio.

Da mesma forma, a capacidade de uma empresa mobilizar capital através da emissão primária de ações a novos acionistas se relaciona também ao princípio de risco crescente. A cotação para aquisição dessas ações constitui uma demarcação da rentabilidade dos antigos acionistas face aos novos acionistas.

Esse preço de ação não pode deixar de ser crescente a parte de determinado volume mínimo de emissão. Isso se refere à questão da manutenção do controle da empresa não-financeira.

O financiamento interno e o externo da acumulação de capital no processo produtivo interagem de forma diferenciada em função da intensidade do processo de expansão. A ambição de maximizar o lucro induz a empresa a expandir-se acima de sua capacidade de autofinanciamento, recorrendo em maior grau à fontes de financiamento externo.

A articulação entre o capital financeiro e o capital industrial reflete a mudança de composição entre fontes internas e externas de financiamento. Tem implicações evidentes sobre a repartição do lucro:

1. entre antigos e novos acionistas, quando houver emissões de novas ações, e/ou
2. entre o capital próprio e o capital de terceiros, quando houver aumento de endividamento.

O recurso ao financiamento externo tende a diminuir a rentabilidade patrimonial das empresas não-financeira, seja pelo maior capital incorporado ao patrimônio líquido através de emissões de



novas ações, seja pelo custo dos empréstimos contraídos ainda não serem repassados aos preços dos produtos enquanto a nova capacidade produtiva não entrar em operação. Transcorrida essa fase de maturação do investimento, o impacto do financiamento externo dependerá da própria rentabilidade dos novos investimentos, do custo financeiro e do preço de venda de novas ações.

O caráter cíclico do processo de investimento reverte o processo de expansão das empresas não-financeiras diante da redução das expectativas de retorno de novos investimentos, seja pela redução das vendas, seja pelo aumento da capacidade produtiva ociosa. Havendo excesso além do planejado desta, acumulam-se fundos não absorvidos por novos investimentos produtivos. Cai a relação financiamento externo / financiamento interno.

Na fase de baixa do ciclo de negócios, o capital liberado dirige-se a investimento improdutivo – não gerador de renda e emprego – com compra de ativos já existentes. A troca de propriedade privada concentra capital em função da especulação dela ganhar mercado quando este se recuperar. Na crise, o reduzido nível de crescimento das atividades poderá até aumentar a relação entre financiamento externo / financiamento interno, devido à necessidade de refinanciamento dos custos financeiros e amortizações dos financiamentos anteriormente contraídos.

#### 4.2.1. Interesses dos Acionistas

Adrian Wood publicou um livro clássico, denominado “*Uma Teoria dos Lucros*” (Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra; 1980). Nele, destaca serem *os dois aspectos principais do comportamento financeiro de empresas abertas*, relacionado aos interesses dos portadores de suas ações:

1. a política de dividendos e
2. as emissões de novas ações.

A maior preocupação do acionista é obter *a maior taxa de retorno possível de suas ações*, considerando sua aversão ao risco.

*A taxa de retorno de uma ação* em dado período depende de três fatores:

1. da cotação no início do período;
2. do valor dos dividendos líquidos distribuídos durante o período;
3. do valor do ganho ou perda de capital, descontados impostos e custos de transação com ações, resultante da alteração de sua cotação no período.

Esta é a regra do jogo especulativo, normal ou esperado. Porém, o acionista é intolerante quando mudança no comportamento da empresa afeta a taxa de retorno, embora esta só dependa em parte do procedimento desta empresa em questão. A taxa depende mais do desempenho do mercado secundário de ações.

Enquanto a empresa só define a política de dividendos, o mercado acionário determina tanto a cotação inicial no momento da compra quanto a cotação final no momento da venda. Mas os acionistas adotam a hipótese do mercado eficiente. Aham a precificação refletir de imediato as expectativas dos especuladores quanto aos dividendos e aos ganhos futuros. Nessa avaliação pensam como fundamentalistas e não como grafistas.

Na verdade, a cotação de qualquer ação dependerá mais das expectativas correntes dos participantes do mercado de ações sobre suas próprias expectativas futuras. É um jogo especulativo de adivinhações sobre o futuro a se tornar predominante para o antecipar antes dos outros.

No entanto, no caso de empresas não-financeiras ainda sem capital aberto. Quando ocorre a abertura com lançamento primário de ações, a expectativa de retorno vai depender unicamente do comportamento de seus acionistas em reação ao pagamento de dividendos.

Será obtida uma taxa de retorno acima da média quando a empresa superar as expectativas prévias do mercado de ações e uma taxa abaixo da média quando ela for capaz de alcançá-las. Isso nada tem a ver com o bom ou o mau desempenho da empresa com relação aos seus dividendos.

A empresa excelente em comparação com outras pode ter sido previamente subestimada – e vice-versa. Uma empresa com

antecedentes insatisfatórios pode superar as expectativas ainda mais pessimistas dos participantes do mercado de ações.

Naturalmente, as expectativas dos retornos de uma dada ação variam amplamente, dependendo dos comportamentos dos diferentes acionistas. *Ex-ante*, haverá discordância a respeito de qual perspectiva é "boa" ou "ruim" – e de como o mercado de ações vai reagir face ao futuro desempenho da empresa. Por isso, uns acionistas escolhem uma, outros privilegiam outra. Cada qual espera uma perspectiva distinta.

O comportamento usual é simples:

1. compram-se as ações subestimadas e
2. evitam-se as ações superestimadas.

A *sub* e a *superavaliação* se referem ao preço da ação em relação aos retornos esperados por cada participante do mercado.

A regra deduzida é simplória: basta ter *expectativas mais corretas* em comparação às dos demais acionistas. *Ex-post*, o desempenho da empresa vai afetar, indiretamente, a taxa de retorno obtida por seus acionistas.

As empresas cujas ações oferecem as melhores taxas de retornos são as capazes de:

1. alcançar as expectativas de seus acionistas e
2. burlar as expectativas iniciais do mercado de ações.

Caso contrário, os acionistas obterão uma baixa taxa de retorno, quando foram demasiadamente otimistas, quer em relação ao desempenho da empresa das ações possuídas, quer em relação à reação do mercado de ações face àquela performance.

Na realidade, embora uma companhia não possa garantir aos seus acionistas uma taxa de retorno acima da média, ela deve tentar impedir eles receberem uma baixa taxa de retorno.

1. Para tanto, deve *anunciar, previamente, quais são suas próprias expectativas e intenções* com relação ao futuro.

2. Depois, esforçar-se para *agir em conformidade com o anúncio*.

Na verdade, o comportamento da empresa só tem uma influência limitada e indireta sobre a segurança dos acionistas. Ela tem *pouco controle sobre as expectativas*. A influência mais importante é *o comportamento especulativo do mercado de ações*.

#### 4.2.2. Acionistas em Longo Prazo e Acionistas em Curto Prazo ou Especuladores

Adrian Wood, em seu livro denominado "*Uma Teoria dos Lucros*", disserta a respeito do *tempo de conservação de determinada ação por um acionista*. Nem todos os acionistas alteram constantemente suas carteiras de ações de acordo com os preços correntes das ações e suas expectativas da situação futura. Se houvesse uma propensão à variação de ações em suas carteiras, o interesse dos acionistas não focalizaria o comportamento das empresas.

Consideradas as condições de incerteza, são as variações as facilitadoras da especulação, baseada em tentativas de superar os outros investidores quanto às previsões do comportamento das empresas e às expectativas do mercado de ações. Porém, na realidade, os acionistas não consistem em um grupo tão mutável, porque *o período médio de conservação de ações ocorre entre cinco e dez anos*. Uma parcela significativa das ações boas pagadoras de dividendos são mantidas por períodos ainda mais longos.

Nenhum acionista antecipa o momento exato das flutuações dos preços das ações e das expectativas em relação a elas de modo a alterar sua carteira em intervalos curtos e frequentes, mesmo porque ele incorreria em *elevados custos de transação*. Estes explicam em parte:

1. os longos períodos de conservação das ações,
2. a inércia e a irracionalidade dos investidores.

Contudo, a principal razão da duração desses períodos reside no *desconhecimento do curso futuro*, tanto do comportamento da empresa, quanto do mercado de ações. Além disso, as atividades especulativas de parcela de acionistas influentes causam alterações

substanciais em curto prazo nos preços das ações. Como são virtualmente imprevisíveis para a maior parte dos investidores, esta evita entrar nesse *jogo especulativo grafista* e se pauta por *análise dos fundamentos estruturais e mais permanentes da empresa*.

Os acionistas em longo prazo se prendem às suas ações na esperança de uma série temporal de dividendos e ganhos de capital favoráveis até um momento quando tenham segurança de, eventualmente, se desfazer delas, senão as deixar como legado para a(o) viúva(o). Nesse caso, não se importam com flutuações em curto prazo por não poderem as prever. E nem observam o custo de oportunidade com variações de cotações de outras empresas. Sobre estas ignoram ainda mais.

Assim, devido à ignorância e à incerteza, os proprietários de empresas de capital aberto não são muito diferentes em relação aos comportamentos de muitos proprietários de empresas fechadas sem ações cotadas no mercado. Os acionistas em longo prazo não necessariamente estão presos à empresa até a morte, mas não consistem em um bando itinerante de especuladores.

Logo, dependendo do peso destes no mercado de ações, a segurança dos investidores em “segurar ações” se relaciona mais com a política de dividendos das empresas cujas ações eles possuem. A performance de cada uma delas referente ao pagamento de dividendos ou retenção de ganhos é observada e avaliada. Em longo prazo, o aumento de ativos por ação é a principal (e certamente a mais confiável) fonte de ganhos de capital.

O acionista em longo prazo vai empenhar-se para comprar suas ações em baixo do ciclo do curto prazo e para vendê-las nas altas, mas quanto mais longo o período de conservação das ações, em relação à duração do ciclo de curto prazo, tanto menor será a importância dos momentos de compra e venda.

Existe também um outro grupo de acionistas composto por especuladores em curto prazo. Visam ganhar dinheiro, principalmente, fazendo uma suposição mais acertada do que o restante dos participantes do mercado no curto prazo.

As empresas tendem a ser indiferentes aos interesses desses acionistas infielis. Seus dirigentes buscam atender, principalmente, os

interesses dos acionistas em longo prazo. Os próprios dirigentes muito frequentemente são também substanciais acionistas em longo prazo. Além disso, os administradores podem temer a direção de suas firmas ser assumida por outras pessoas, caso os preços das ações caíam muito.

Mesmo combinados, esses três fatores não conferem poder absoluto aos acionistas de modo uma empresa aberta ser administrada de forma a satisfazer unicamente os interesses de seus proprietários em curto prazo. Não visam o crescimento máximo de suas ao invés de maximização de seus ganhos.

As mais importantes decisões administrativas são as políticas de distribuição de dividendos e de novas emissões de ações.

Ambos, dirigentes e acionistas em longo prazo têm bastante interesse na lucratividade da empresa. Ela provê meios para uma rápida taxa de expansão e fundos para elevados dividendos. Sabendo privilegiar cada qual, em certos períodos, em longo prazo haverá uma alta taxa de crescimento de ativos por ação e, em consequência, um impacto favorável na avaliação da companhia. Os interesses comuns, obviamente, não implicam em inexistência de conflitos de interesses entre os administradores e os acionistas em longo prazo.

#### 4.2.3. Política de Dividendos

Adrian Wood, em seu livro denominado *“Uma Teoria dos Lucros”*, alerta: *o mercado de ações é dominado pelas atividades especulativas dos acionistas em curto prazo. Só existe uma pequena quantidade de informações verídicas disponível, daí a importância exagerada atribuída às informações duvidosas e boatos incomprovados.*

Em consequência, observam-se flutuações amplas e irregulares, no decorrer do tempo, tanto na média dos preços das ações, como nos preços das ações individuais em relação à média. Essas flutuações são causadas pelos efeitos combinados de:

1. as notícias de fatos reais,
2. a interdependência especulativa e

3. as expectativas variáveis sobre um futuro altamente imprevisível.

Esses fatores são considerados imprevisíveis pela maioria dos acionistas. Muitos chegam a acreditar o comportamento dos preços das ações serem mais bem compreendidos como o resultado de um processo aleatório. Entretanto, o preço da ação de uma empresa é muito mais incerto (*ex-ante*) e inconstante (*ex-post*) do que o são o futuro e os lucros da própria empresa.

Na prática, outros fatores exercem uma influência muito maior nas preferências dos acionistas com relação à política de dividendos. Quatro desses fatores são de particular importância.

O primeiro se refere às *expectativas dos acionistas* concernentes à inconstância e incerteza do mercado de ações. Diz respeito tanto ao nível médio dos preços das ações quanto aos preços de ações individuais em comparação com a média. Por exemplo, uma "blue-chip" não é tão vulnerável a boatos ou rumores de maneira a fazerem oscilar muito. Quanto maior for a inconstância esperada do preço da ação de uma determinada empresa, tanto maior serão os custos esperados de se ter de vender em uma época predeterminada. Daí maior será a preferência dos acionistas por uma alta taxa de distribuição de dividendos.

O segundo é o *grau de liquidez preferido pelos acionistas*. Expressa opiniões sobre a forma como a riqueza é empregada, como também aponta a necessidade de uma renda regular e garantida, em oposição aos recebimentos irregulares e incertos. Tanto acionistas quanto empresas têm de enfrentar problemas financeiros de fluxos de caixa. Quanto mais sólido o grau de liquidez preferido pelo acionista, mais inclinado ele estará a privilegiar uma taxa de distribuição de dividendos elevada.

O terceiro é o *grau de aversão ao risco vigente entre os acionistas*. Ele é função, em parte, das personalidades individuais e, em parte, dos efeitos esperados dos ganhos ou perdas no mercado de ações sobre a situação financeira do acionista. Quanto menos avesso ao risco for o acionista, mais baixa será a taxa de distribuição de dividendos preferida por ele.

Finalmente, o quarto se refere à *posição do acionista e da empresa em relação aos impostos*. Há impacto da taxa de distribuição de dividendos sobre o total dos impostos pagos pela empresa e pelo acionista. Depende de:

1. a estrutura do sistema tributário incidente sobre a Pessoa Jurídica,
2. as alíquotas dos impostos,
3. o nível de renda do acionista,
4. a taxa esperada de o mercado de ações capitalizar os ganhos retidos e
5. a duração do intervalo de tempo esperado entre o momento quando têm lugar os ganhos de capital e a realização destes.

Quanto mais alta a alíquota de imposto efetiva sobre os dividendos, mais forte será a preferência do acionista por uma taxa baixa de distribuição de dividendos.

São basicamente essas as considerações na mente dos dirigentes das empresas ao escolher uma taxa de distribuição de dividendos de modo a ir de encontro aos interesses dos acionistas. Consideram também o efeito de informações da política de dividendos, isto é, o efeito dos dividendos correntes nas expectativas de dividendos e ganhos futuros. Refere-se a uma regra sólida e auto mantenedora de estabilidade dos dividendos a serem distribuídos.

#### 4.2.4. Novas Emissões de Ações

No último capítulo, Adrian Wood, em seu livro denominado "*Uma Teoria dos Lucros*", trata das chamadas "*emissões de dinheiro novo*". Elas aumentam a quantidade de financiamento disponível às empresas não-financeiras cujas ações já são cotadas em bolsa de valores. Distinguem-se dos aumentos de capital através de:

1. incorporações de reservas em vez de distribuição de bonificações e



2. novas emissões destinadas a trocas de ações de outras companhias em processo de fusão/incorporação ou de aquisição.

Essas “emissões de dinheiro novo” tomam forma de emissões de direitos concedidos aos acionistas de preferência da subscrição das novas ações. Na prática, são vistas como uma fonte de financiamento secundária. As empresas são dissuadidas pela inconveniência e pelos custos administrativos e de corretagem implicados.

Mas a principal causa da raridade das novas emissões é elas não serem apreciadas pelos acionistas em longo prazo. Uma nova emissão, por aumentar o suprimento de ações de uma empresa, tende a levar o preço delas a diminuir e a infringir uma perda de capital aos acionistas correntes.

O mercado de ações não é perfeito, no sentido de o preço da ação em um dado período depender do número de ações à venda nesse mesmo período. Mantendo-se todos os outros fatores constantes, inclusive a situação objetiva e o comportamento da empresa, as opiniões do mercado sobre suas perspectivas e o tamanho do estoque total de suas ações emitidas, um aumento do número de ações colocadas à venda gera uma queda da cotação.

Para vender as ações necessita um incentivo para persuadir os investidores a introduzir as novas ações em suas carteiras. Tal incentivo é fornecido por um aumento da taxa de retorno esperada das ações da companhia, superior ao que teria havido se não houvesse a emissão. Obtém-se isso através da redução do preço da ação.

A demanda por ações de uma determinada empresa não é perfeitamente elástica com relação ao preço. Isto por razão da ignorância dos investidores com relação ao futuro.

Por isso, as novas emissões infringem uma perda de capital aos acionistas correntes. No entanto, se a nova emissão por si só acusasse uma melhoria das expectativas sobre o fluxo de retornos por ação da empresa em questão, isto tenderia a elevar o preço da ação a ponto de anular completamente o tipo de tendência descendente do preço. Seria caso o mercado acreditasse o “dinheiro

novo emitido” ser aplicado em determinado projeto particularmente lucrativo, permitindo futuro ganho de capital.

Isto requereria, logicamente, os investidores estarem bem informados sobre a lucratividade das oportunidades de investimento da empresa. Na prática, não costuma acontecer, porque é muito difícil convencer e superar a desconfiança dos acionistas a respeito da ocorrência de uma iminente reviravolta na sorte da empresa.

Pelo contrário, os investidores passam a desconfiar de uma nova emissão puxar outras novas emissões em função da incapacidade da companhia de financiar seus investimentos a partir de seus lucros retidos e de empréstimos. É como o grau de endividamento impedisse refinanciamentos e pressagiasse lucros futuros pouco elevados.

Somente em casos excepcionais a empresa se valerá de novas emissões, embora preocupada em fixar limites à quantidade de ações emitidas. Ocorre quando ela tem fortes razões para empreender uma substancial profusão de investimentos em consequência de um avanço nas perspectivas de vendas. Ou então ocorre quando as empresas se deparam com necessidades forçadas de implementar um programa imprevisto de modernização e de substituição de ativos para evitar a deterioração do poder competitivo.

No caso dessa profusão de investimentos ser empreendida, uma nova emissão pode se constituir em uma forma apropriada de obtenção do financiamento necessário. Dado o limite de endividamento da empresa, só uma parcela dos investimentos poderá ser financiada por novos empréstimos e aumentar os lucros retidos até serem suficiente para autofinanciar o restante. Mas isso poderia implicar em uma acentuada redução da taxa de distribuição de dividendos.

Nesse caso, seria menos prejudicial aos interesses de seus acionistas uma nova emissão de ações. Há duas razões explicativas para isso.

Primeiramente, embora uma nova emissão tender a infringir uma perda de capital aos acionistas, os *efeitos de informações negativos causados pela redução da distribuição de dividendos* também implicariam em perda de capital para os acionistas.

Em segundo lugar, *uma nova emissão tem um efeito menos prejudicial à posição de liquidez dos acionistas em lugar de uma redução dos dividendos*. É dada ao acionista a opção de contribuir ou não para a profusão de investimentos.

Quanto melhor a avaliação de uma companhia, tanto menor será o aumento do número de ações necessárias a serem emitidas para financiar uma dada expansão de seus ativos e, conseqüentemente, mantendo os outros fatores iguais, tanto menor será a baixa do preço de suas ações. Logo, o momento ideal para novas emissões é durante um *boom* do mercado de ações, quando a taxa de avaliação tende também a crescer. Poucas emissões são efetuadas em baixas do mercado, quando as taxas de avaliação afundam após o *crash*.

Empresas fechadas podem abrir seu capital e angariar fundos através de novas emissões de ações. Porém, os custos administrativos e de corretagem de uma emissão de empresa iniciante em bolsa de valores são, proporcionalmente, muito maiores se comparados aos de uma emissão de direitos de uma empresa já com o capital previamente aberto. Além disso, muitas das empresas fechadas são familiares e seus controladores são extremamente relutantes em expandir sua propriedade além da família e correr o risco de perda de controle.

Só em oportunidade excepcionais elas abrirão o capital. Preferem recorrer a bancos de negócios, agências de financiamento governamentais ou mesmo capitalização pelos diretores da empresa e membros da família. Consideradas em termos de potencial, tais fontes de fundos constituem uma contribuição pequena para todos os financiamentos de um setor de atividade.

#### 4.3. A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada

A obra de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (*The Modern Corporation and Private Property*, original de 1932, traduzido na Coleção Os Economistas; Abril Cultural; 1984) sobre corporação constituída por ações tornou-se um livro clássico duradouro. Muitos de gerações posteriores o citam, mas poucos o leem.

Como seria de se esperar, a releitura corrente se preocupa mais em afirmar grande parte do livro ter se tornado *uma peça de época*. Portanto, estaria datado como qualquer outro.

Em parte, *seu sucesso foi sua ruína*. A reação inicial à sua publicação levou uma geração de pesquisadores para responder às questões levantadas no livro. Conseqüentemente, muito do campo de estudo com foco no sistema corporativo foi além daquilo escrito a respeito pelo advogado Adolf Berle e o economista Gardiner Means.

Além disso, a economia evoluiu. Quem, escrevendo no auge da Grande Depressão da década de 1930, teria antecipado a chamada “financeirização”?

No entanto, este clássico levanta muitas das questões fundamentais a respeito da Sociedade Anônima (SA). Ainda estão incomodando quem se preocupa tanto com o papel das empresas na sociedade quanto com o poder de governança sobre a grande corporação.

Na verdade, o livro é tão rico em ideias e instigantes análises a ponto de Murray L. Weidenbaum e Mark Jensen, em ensaio introdutório, poderem fazer pouco mais além de aguçar o o apetite do leitor. Ao mesmo tempo, alertam sobre a série de detalhes legais e estatísticos passaram a ser apenas de interesse histórico.

O tema mais duradouro de *The Modern Corporation and Private Property* é o divórcio entre a propriedade e o controle da empresa moderna. O ponto de vista dos autores é, na prática, os acionistas trocam sua posição jurídica de propriedade privada pelo papel de destinatário dos retornos de capital (Livro I, Capítulo I).

Além disso, um paralelo próximo é traçado entre os trabalhadores sem o controle da direção de seu trabalho e os acionistas, tornados meros recebedores dos “salários de seu capital”.

Sem usar o termo, Berle e Means mostram uma aguda consciência da preocupação da Moderna Teoria da Agência: os interesses dos diretores e gerentes podem divergir daqueles dos proprietários da empresa, e frequentemente, o fazem. Esta separação entre propriedade e controle de uma empresa através da propriedade

expandida da empresa cria o chamado por Berle e Means de *corporação quase-pública*.

As características encontradas em uma corporação quase-pública são:

1. seu tremendo tamanho e
2. sua dependência do mercado público de capitais.

No Livro I, Capítulo II, Berle e Means preveem, com base na experiência histórica, “praticamente toda” a atividade econômica será exercida sob forma corporativa quase-pública. Essa previsão foi prejudicada pela rápida ascensão do setor de serviços da economia.

Neste, considerando o caso futuro das “big-techs”, após a “bolha de tecnologia” com suas ações nos anos 90, as propriedades individuais e parcerias permaneciam, de início, como os métodos ainda amplamente utilizados de organização da atividade empresarial. A dependência dos mercados de capital organizados era muito menor se comparada ao caso das grandes corporações.

No entanto, Berle e Means estão muito perto do alvo da projeção mais recente e amplamente divulgada, no final dos anos 1970, por Michael Jensen e William Meckling: “a forma corporativa de organização provavelmente desaparecerá completamente... as grandes corporações como as conhecemos estão destinadas a serem destruídas.”

Dada a separação efetiva entre propriedade e gestão, Berle e Means notaram o provável aumento característico no tamanho da corporação moderna e a concentração da economia. No entanto, dois desenvolvimentos mais recentes devem ser mantidos em mente.

Como os autores perceberam corretamente no Livro I, Capítulo III, as fusões e as aquisições são um método importante para aumentar o tamanho da empresa. No entanto, as mudanças no controle corporativo também podem levar à redução do tamanho da empresa. Um exemplo durante a década de 1980 foi a divisão da Beatrice Foods em uma variedade de empresas menores. Ocorreu em conexão com a estratégia daquela gigante corporação de US\$ 12 bilhões, tornando-se “pulverizada e privada”.

Uma crítica mais básica da abordagem de Berle and Means é as fusões entre empresas existentes não significarem necessariamente a economia estar se tornando mais concentrada. Na dinâmica sociedade industrial, característica da economia de mercado de capitais dos Estados Unidos, o surgimento de novas empresas ofusca o declínio das antigas.

Assim, Berle e Means puderam lamentar com precisão a morte de 49 das maior 200 empresas em uma década. Ainda assim, podemos celebrar a sorte de muitos gigantes de hoje fora de sua lista – IBM, Philip Morris, Boeing, United Technologies, Dow Chemical, Xerox, Pepsico, Digital Equipment, Hewlett Packard, Sara Lee, Conagra, Unisys, Lockheed, Motorola, Monsanto, TRW e Textron. Mesmo Berle e Means teriam de admitir esta ser uma impressionante variedade de “corporações recém-chegadas”.

As fusões e aquisições continuam a ser uma força importante na manutenção de uma economia dinâmica. Só em 1989, trinta e cinco fusões gigantescas ocorreram com um valor agregado de mais de \$ 117 bilhões. Às vezes, mudanças no controle, ou mesmo ameaças de aquisições hostis, podem servir para aumentar a eficiência e a lucratividade de firmas individuais.

#### 4.3.1. Administração da Corporação Aberta por Ações

Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (*The Modern Corporation and Private Property*, original de 1932, traduzido na Coleção Os Economistas; Abril Cultural; 1984) deram uma contribuição fundamental na análise de até qual ponto a gestão da empresa moderna foi separada de sua propriedade. Mas eles podem ter exagerado ao declarar o poder e o controle terem sido transferidos dos acionistas ordinários (Livro I, Capítulo IV).

Berle e Means afirmam essa separação ter eliminado totalmente os freios e contrapesos exercido antes pelos proprietários sobre a gestão. Com este poder destemido, a gestão supostamente busca seu próprio interesse, alheio ao bem-estar dos proprietários.

Uma visão contrária foi desenvolvida nos anos mais recentes. De acordo com Harold Demsetz: “em um mundo onde o interesse próprio desempenha um papel significativo no comportamento

econômico, é tolice acreditar os proprietários de recursos valiosos sistematicamente renunciarem ao controle para gerentes não orientados para servir a seus interesses”.

Como o leitor pode suspeitar, nenhuma das alternativas polares descreve com precisão a complexa realidade do mundo da tomada de decisões corporativas. A alta administração possui poder discricionário significativo sobre o uso de recursos corporativos. Considere simplesmente a capacidade do CEO de uma grande empresa de satisfazer seus caprichos em termos de seleção de instituições de caridade e causas favoritas às quais a organização apoiará.

No entanto, os acionistas não ficam impotentes. Amplas evidências são fornecidas pelas lutas por procuração e batalhas de aquisição entre diferentes grupos de proprietários. Eles lutam pelo controle e, ocasionalmente, iluminam as páginas financeiras dos jornais diários. Claramente, o poder da alta administração está longe da posição absolutista, prevista por Berle e Means.

Um desenvolvimento fundamental não previsto em *The Modern Corporation and Private Property* é o uso por investidores institucionais dos poderes latentes possuídos. Embora Berle e Means estivessem cientes do papel dos fundos de pensão e das seguradoras, também não previram o crescimento da importância desses investidores ou seu desejo de participar da tomada de decisões corporativas.

Em um sentido mais amplo, o aumento do ativismo dos investidores institucionais é uma resposta à preocupação dos autores com *a eutanásia do acionista*.

Berle e Means definem vagamente o conceito de *controle da corporação*. Eles se referem a um subgrupo de acionistas com o poder real de selecionar o Conselho de Administração por qualquer uma das seguintes formas:

- (1) propriedade total das ações ordinárias,
- (2) controle majoritário,
- (3) dispositivos legais,

- (4) controle minoritário e
- (5) controle de gestão.

Os autores observam no Livro I, Capítulos V e VI, os interesses daqueles no "controle" diferem dos desejos de maximização de lucro dos outros proprietários. Quando esses interesses se distanciam, "o controle" estará, em última instância, nas mãos da administração.

Berle e Means fornecem uma visão inicial e uma declaração terrena a respeito do *problema de agência*. Quem controla a corporação, mesmo possuindo um grande bloco de ações, pode servir melhor a seus próprios bolsos ao *lucrare com corte das despesas da empresa em vez de obter lucros com contínuos aumentos de preços e receita*.

Isso levanta uma questão séria sobre os incentivos para os gerentes das corporações modernas conduzirem seus negócios de acordo com o bem-estar dos proprietários. Os Conselhos Diretores responderam a essas preocupações de várias maneiras.

A concessão de opções de ações [*stock options*] aos principais executivos sob a forma de compra de ações a algum preço prefixado acima do valor de mercado vigente, fornece a eles um poderoso incentivo para maximizar o desempenho das ações. *Bônus em forma de opções de ações* garantem aos destinatários, pelo menos em algum grau, começar a pensar como acionistas.

Previsivelmente, no entanto, alguns *ativistas corporativos* (críticos corporativos seria uma frase mais precisa) se opõem a esses métodos de compensação, via transferência de parte acionária, sempre quando o assunto for apresentado na Assembleia Anual da sociedade. No entanto, a aprovação dos acionistas é esmagadora em praticamente todos os casos.

Entretanto, muitos analistas sérios da corporação afirmam esses incentivos normais, descritos anteriormente, não serem suficientes. Eles escrevem favoravelmente sobre "aquisições alavancadas" e "fechar o capital", métodos de aumentar a posição de propriedade da administração em uma certa ordem de magnitude.

Se esses tipos de respostas às questões fundamentais, levantadas por Berle e Means, se tornaram mais generalizadas, eles



tornariam a corporação um lugar menos atraente para muitos investidores privados. Eles não têm nenhum interesse em “controlar” os negócios da empresa, cujas ações – ou títulos de dívida direta (debêntures) – eles compram.

#### 4.3.2. Posição do Acionista em Bolsas de Valores ou Mercados de Ações

Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (1932) lamentam a mudança em direção mais passiva do papel do acionista na empresa moderna. Eles observam até qual ponto o titular do título de propriedade empresarial é superior à alta administração, sendo garantido um retorno fixo contínuo sobre os recursos investidos na corporação. Em contrapartida, o acionista está em uma posição menos desejável, sem saber se haverá qualquer retorno sobre o investimento (Livro II, Capítulos VIVIII).

Esta parte do livro pode ter resistido menos bem. No momento, ouvimos tantas vezes sobre os detentores de títulos de propriedade sofrerem uma erosão do valor de mercado do capital principal, porque os gerentes alavancaram muito a empresa. Normalmente, isso é feito com a emissão de “*junk bonds*” de alto rendimento, mas muito arriscados.

Mesmo em relacionamentos corporativos mais estáveis, os acionistas podem receber benefícios não disponíveis aos detentores de títulos de direitos de propriedade, principalmente participando do crescimento da empresa. Escrevendo durante a Grande Depressão dos anos 30 do século XX, Berle e Means não podiam imaginar a rápida inflação no mundo do pós-Período da Segunda Guerra, quando os estoques de ações se tornaram uma grande proteção contra a erosão de valor real dos ativos de rendimentos fixos.

Ao mesmo tempo, os detentores de títulos de propriedade muitas vezes experimentaram graves declínios no valor de mercado de suas carteiras de ações, mesmo quando o valor nominal de seus ativos e fluxos de renda permaneceram intactos.

Berle e Means consideraram a listagem de ações corporativas em uma bolsa de valores e uma sociedade aberta resultante para esses títulos lançados em Oferta Pública Inicial (IPO) como essenciais

para (e como um produto de) a ascensão da empresa moderna. Em sua opinião, os acionistas vendedores de ações trocam o controle por liquidez.

Os autores discutem os muitos mecanismos possíveis, possuídos pelos diretores, para afetar o valor dos ativos das ações ou a distribuição dos lucros da empresa (Livro II, Capítulos II e III). Com base nas imperfeições da proteção judicial normal dos direitos dos acionistas, *The Modern Corporation and Private Property* estuda o caso para a regulamentação substancial dos mercados de títulos (Livro II).

Como vimos em mais de meio século desde sua publicação, essa proteção pode ser exercida tanto pelo setor privado quanto por instituições do setor público. Então, a Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) privada determina muitas “regras do jogo” e, de acordo com os autores, faz “um progresso lento, mas constante” para garantir a disponibilidade de títulos pelo seu valor de mercado para todos os potenciais investidores.

Além disso, a NYSE exige todas as empresas listadas criarem Comitês de Auditoria, dotados inteiramente de profissionais externos à empresa. Simultaneamente, a Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos desempenha o papel de “policia em trânsito”, para garantir um fluxo adequado de informações aos compradores em potencial e atuais proprietários de ações corporativas.

A presciência dos autores é especialmente evidente no Livro III, Capítulo III, onde eles descrevem o problema da informação privilegiada. Eles afirmam o sistema legal só poder escolher aleatoriamente entre os muitos atos antiéticos cometidos nos mercados de valores mobiliários e, ocasionalmente, decidir sobre um caso especial no qual agir. Contudo,

Berle e Means chegam a uma conclusão mais otimista da experiência até agora justificada: “À medida que os padrões de divulgação de assuntos corporativos se tornam mais exigentes, o problema dos diretores e gerentes do mercado se tornará cada vez menos importante”.

Sem defender as práticas antiéticas de operadores astutos como Ivan Boesky, o fato é: em 1990, ainda não existia uma

definição legal de *insider trading* para orientar o honesto participante do mercado de ações desejoso de cumprir a lei. Em vez disso, os consultores jurídicos só podem fornecer exemplos dos tipos de comportamento condenados em processos governamentais e aqueles não merecedores de condenação por informações privilegiadas.

Afinal, em benefício de quem a corporação opera? O Livro IV, Capítulo I, levanta essa questão fundamental. A resposta legal tradicional é: a corporação aberta (SA) deve ser conduzida para o benefício dos proprietários.

Berle e Means vêem a responsabilidade corporativa para com os acionistas no sentido de "controle equitativo", onde os administradores, tendo obtido o poder do grupo disperso de acionistas, agem no melhor interesse dos proprietários da empresa. Os autores então questionam isso, analisando o incentivo de lucro aos executivos.

De acordo com os autores, os executivos têm uma fração "insignificante" dos direitos de propriedade tradicionais. Daí o incentivo aos lucros não é forte o suficiente para garantir eles não fazerem uso eficaz da propriedade corporativa.

O alto grau de discricão gerencial sobre os recursos corporativos é confirmado por uma variedade de estudos de caso. Pesquisadores da *Harvard Business School* relataram nenhum dos principais executivos de doze empresas americanas de sucesso estar muito preocupado com o valor de mercado das ações da empresa.

Um executivo-chefe declarou esta posição com muita força: "A maior prioridade para mim é a perpetuação da empresa. Gostaria de deixar esta companhia aberta em melhor estado comparado ao daquele quando alguém me passou o bastão. Eu tenho de cuidar dos acionistas, mas não me preocupo muito com os acionistas."

Ao longo dos anos, desenvolveu-se uma definição muito mais ampla de responsabilidade. Alguns a chamam de responsabilidade social da corporação.

Em um influente e amplamente citado relatório sobre o assunto, o Comitê de Desenvolvimento Econômico (CED) descreve o gerente profissional como um "curador" com o dever de equilibrar os

interesses de diversos participantes e constituintes da empresa, incluindo clientes, funcionários, fornecedores e a comunidade. Os acionistas são listados apenas como um entre os dignos grupos de interessados – e eles são listados por último.

Acontece essa declaração CED não ser muito diferente da descrição fornecida em *The Modern Corporation and Private Property*: “Novas responsabilidades para com os proprietários, os trabalhadores, os consumidores e o Estado, portanto, repousa sobre os ombros de quem está no controle.”

Berle e Means argumentaram: o divórcio entre propriedade e administração destruiu a crença tradicional de a maximização do lucro levar a empresa a usar mais eficientemente seus ativos (Livro IV, Capítulo II).

Em boa medida, *a onda de aquisições hostis*, no fim dos anos 1980, foi uma resposta aos gerentes ao darem insuficientemente atenção às preocupações dos acionistas. Muitos executivos se concentraram apenas no epítome (resumo da ópera): *há responsabilidade de uma grande empresa corporativa para com a sociedade*. Eles pareciam esquecer da visão neoliberal: *uma empresa é uma instituição econômica*, projetada para fornecer bens e serviços aos consumidores a fim de beneficiar os acionistas.

#### 4.3.3. Conselho de Administração: Autoperpetuação e Transferência de Responsabilidades

Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (1932) previram, à medida que o tamanho da corporação e o número de acionistas de suas ações crescessem, chegar-se-ia a um ponto quando “o controle” seria mantido por uma autoperpetuação do Conselho Administrativo. Como o processo judicial pelo entendimento dos autores seria incapaz de lidar com as complexidades e caprichos do “controle”, eles não viam como as leis seriam estabelecidas para evitar tais situações ocorrerem.

Portanto, o papel fiduciário do Conselho de Administração corporativo (Livro II, Capítulo V) merece atenção contínua. Precisa ser atualizado a partir da visão bastante simples da apresentada por Berle e Means.

Tanto na teoria jurídica, quanto na prática empresarial, o Conselho é o elo entre os acionistas proprietários da empresa e os executivos administradores. Até um passado recente, os executivos seniores da empresa frequentemente constituíam a maioria do Conselho corporativo típico, completado por advogados e banqueiros (comercial e investimentos) da empresa, atuantes como espécie de "diretores externos," junto a importantes clientes e personalidades políticas da localidade onde a empresa mantinha sua sede.

Nos últimos anos, no entanto, a maioria dos Conselhos das grandes empresas consiste principalmente de pessoas externas (diretores não gerenciais), a maioria dos quais, pelo menos nominalmente, independentes da gestão. No entanto, o executivo-chefe (CEO) geralmente atua como presidente do Conselho de Administração, definindo a agenda para as reuniões e presidindo as deliberações.

Atualmente, os Conselhos de Administração de cerca de 60% das grandes corporações criaram Comitês de Nomeação para propor candidatos para o Conselho e os cargos de altos executivos da empresa. Esses comitês, geralmente, têm uma grande maioria de diretores externos, normalmente quatro em cada cinco. No entanto, essas estatísticas fazem pouco para iluminar a contínua função poderosa do executivo-chefe ao iniciar ou aprovar as seleções do Comitê.

Na prática, aproximadamente 80% dos diretores externos são escolhidos pelo presidente, isto é, o executivo-chefe. Este CEO, geralmente, exerce um veto efetivo sobre as outras seleções. Nessas circunstâncias, muitos críticos afirmam o diretor típico agir como um carimbo de borracha, aprovando rapidamente a recomendação do presidente do conselho - CEO.

Embora não falte substância a essa acusação, a realidade é muito mais complicada. Praticamente todas as autoridades modernas em governança corporativa concordam: em tempos de crise, o Conselho de Administração, liderado por diretores externos, exerce seus poderes, geralmente, sob a aclamação de observadores imparciais. No entanto, fora das emergências, o Conselho permanece relutante e considera difícil ignorar as recomendações da alta administração da grande Sociedade Anônima.

Em seu estudo de 1989 sobre Conselhos de Administração, Jay W. Lorsch e Elizabeth MacIver relataram essa visão amplamente aceita de direções: "...para aconselhar a gestão... ele não pode fazer muito mais do que isso".

São muitos os motivos para essa situação, vários de todo sensatos. A direção sabe mais sobre os detalhes da gestão das operações da empresa em lugar dos diretores externos. Logo, há uma tendência natural de transferir a responsabilidade das decisões práticas para os diretores internos.

Mais fundamentalmente, um Comitê pode definir políticas estratégicas, mas não pode administrar o dia-a-dia de uma organização, apenas um líder pode. Conseqüentemente, um Conselho sábio não tenta competir com o presidente (CEO), mas vê seu papel principalmente como fornecer uma assessoria ou um aconselhamento eventual.

Tudo isso está correto. No entanto, há ocasiões quando o Conselho deve recusar propostas da administração direta por causa dos interesses dos acionistas ditarem tal ação. Os exemplos incluem uma aquisição recomendada possível de diluir, indevidamente, o valor do investimento dos acionistas, ou um pedido de uma forte divisão do capital principal para fazer um investimento de capital, provavelmente, sem produzir um retorno adequado para cobrir o custo de capital.

Infelizmente, é raro o Conselho, nessas circunstâncias, dizer "não". Do lado positivo, CEOs sábios revisam, informalmente, propostas polêmicas com alguns "diretores externos" respeitados, antes da apresentação formal ao Conselho. Assim, eles evitam situações onde forçam seus Conselhos a rejeitá-los em assuntos importantes. Frequentemente, porém, o CEO presidente simplesmente domina a tomada de decisões do Conselho, embora os conselheiros externos independentes constituam uma clara maioria.

#### 4.3.4. Gerentes versus Proprietários

Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (1932), no Livro IV, Capítulo III, voltam a analisar o papel e a influência motivadora do gerente profissional.

Nos anos mais recentes, evidências claras têm aparecido sobre as motivações constituintes da força motriz das corporações modernas. Os gerentes corporativos não são fundamentalmente diferentes de outros indivíduos, nem eles diferem daqueles do passado. O interesse próprio tende a dominar sua tomada de decisão.

Os mesmos fatores encorajam os administradores a serem generosos consigo mesmos, na alocação de recursos corporativos, mas também podem ser a força motriz por trás das aquisições corporativas.

Afinal, as aquisições aumentam a quantidade de recursos corporativos na amplitude de controle da administração vencedora. Os estudos do *Conference Board* confirmam essa observação, revelando estatísticas sobre aquilo sabido pela maioria das pessoas instintivamente: altos executivos em empresas maiores recebem muito mais além dos vencimentos de seus colegas em empresas menores. O tamanho da empresa é o fator atraente máximo.

Com certeza, a lucratividade e outros fatores ajudam a determinar o pagamento da administração e os benefícios adicionais. Mas, em média, o presidente-executivo de uma empresa de US\$ 10 bilhões obtém pagamento muito maior se comparado ao do chefe de uma empresa cujas vendas anuais são de apenas US\$ 5 bilhões. Em linguagem simples, quanto maior a empresa, maiores serão as recompensas para a alta administração.

Os benefícios intangíveis de gerenciamento do controle de grandes empresas também são substanciais. Estar na capa da *Fortune* ou da *Business Week* é uma experiência inebriante.

Berle e Means escreveram: a grande corporação como uma instituição pode se tornar não apenas igual às instituições do Estado, mas até mesmo substituí-lo como a organização social dominante (Livro IV, Capítulo IV). Do ponto de vista econômico, eles estão corretos.

A empresa privada é a forma predominante de organizar a produção e distribuição de bens e serviços nos Estados Unidos e também em outras nações capitalistas. É provável a corporação continuar desempenhando esse papel por um futuro indefinido, como o falecido Neil Jacoby afirmou: "Simplesmente, não existe uma forma

alternativa promissora de organizar e realizar a maioria das tarefas de produção.”

Além disso, o surgimento de Comitês de Ação Política com grandes orçamentos para contribuições políticas deu a muitas empresas acesso direto a poderosas instituições governamentais tomadores de decisão. Além disso, a falta de limites geográficos ao exercício do poder corporativo, característica observada de passagem por Berle e Means, deu origem à empresa multinacional.

No entanto, o contraste entre os poderes governamentais e empresariais permanece impressionante. A maior empresa não pode nos tributar, por exemplo, enquanto a menor unidade do governo local pode. A empresa mais lucrativa não pode nos jogar na prisão, mas o menor município pode.

Quase um século depois, o que podemos dizer sobre *The Modern Corporation and Private Property* de Berle e Means? Apesar de suas muitas deficiências específicas, o livro continua a ser uma introdução útil à organização interna da corporação na sociedade moderna. A análise desta combinação única de advogado e economista ainda é relevante para explorar as relações entre os proprietários da empresa e seus gerentes.

Para estender uma frase antiga, muitas das respostas fornecidas por este livro foram substituídas por eventos mais recentes, mas as questões levantadas continuam a ser dignas da atenção do estudioso e do executivo das grandes corporações de Sociedade Anônima.

#### 4.3.5. Sociedade Anônima: Propriedade Coletiva em lugar de Propriedade Privada

Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (1932), escreveram o seguinte em seu Prefácio.

“O deslocamento de cerca de 2/3 da riqueza industrial do país da propriedade individual para a propriedade de grandes empresas financiadas pelo público transforma radicalmente a vida dos proprietários, a vida dos trabalhadores e as formas de propriedade. O divórcio entre a propriedade e o controle, resultante desse processo,



envolve quase necessariamente uma nova forma de organização econômico da sociedade.”

Defenderam os dois atributos da propriedade terem se divorciado:

1. arriscar a riqueza coletiva em empreendimento visando lucro;
2. assumir a responsabilidade final por esse empreendimento.

Levantaram, então, as seguintes questões.

Não estamos mais lidando com a propriedade privada no sentido antigo da expressão?

A lógica tradicional da propriedade privada ainda se aplica?

Um proprietário quando renuncia ao controle direto de sua riqueza deve ser completamente protegido para a plena fruição das vantagens daí derivadas?

Essa renúncia não pode ter mudado a relação com sua riqueza de maneira essencial a ponto de a lógica aplicável a seu interesse nessa riqueza também mudar?

É possível encontrar uma resposta a essa questão nos fundamentos econômicos e sociais da Lei?

Basearam essas questões em:

1. o predomínio crescente da forma de Sociedade Anônima (SA);
2. o poder de decisão cada vez maior de seus administradores profissionais;
3. a postura cada vez mais passiva dos acionistas;
4. a inutilidade crescente das justificativas éticas e econômicas apresentadas pela Ciência Econômica neoclássica.

Concretamente, a tendência à predominância do *capitalismo coletivo*, chamado por Berle e Means de “sistema de incorporação acionária”, não enfraqueceu. A evolução da SA fez da propriedade de ações a forma dominante pela qual os indivíduos possuem a riqueza

representada pela propriedade dedicada à produção, em contraste com a propriedade dedicada ao consumo.

A grande maioria da produção – não do emprego na Era da Robotização e Automação progressiva – se deve a grandes corporações onde a administração está teoricamente desligada da propriedade. Os diretores das SAs não são representantes de todos os acionistas – e não são obrigados a seguir suas instruções.

Segundo Berle e Means, “cada vez mais o americano tem sua casa, seu carro e seus utensílios domésticos: isso é para seu consumo. Ao mesmo tempo, cada vez mais tem suas ações, seu seguro de vida e direito a pensões, a fundos de seguro social e programas semelhantes. E um emprego a lhe pagar um salário ou uma comissão”.

Salientam, na época da publicação do livro clássico em coautoria (1932), não havia um bom sistema de estatística social. E não havia uma divisão entre a riqueza de propriedade individual e de propriedade de empresas.

Estimaram em uma só década (1922-1932), mais de 1/6 de toda a riqueza norte-americana ter passado das mãos dos particulares para as dos executivos, isto é, dirigentes das empresas. Dentro daquele ritmo, prognosticaram dentro de quarenta anos estaria fragmentada a riqueza de todo o país, a maior parte dela movimentada pela direção das empresas, embora sua “propriedade” pudesse ser representada pela “posse” individual de ações, cotas de fundos de investimentos, e títulos e valores mobiliários.

Esquemáticamente, a maioria dos “proprietários” tem ações, apólices de seguro, pensões e congêneres, mas não as administram. A maioria dos administradores das empresas não são proprietários delas. O corpo de acionistas tem o título legal de propriedade da riqueza produtiva tangível do país – para benefício de outros.

Berle e Means consideram essa mudança revolucionária. Os Estados Unidos não estão mais antecipando *um processo de capitalismo coletivo*. Estão digerindo um fato de sociedade de executivos.

#### 4.3.6. "Capitalismo Coletivo" no Brasil

Numericamente, a maioria das empresas no Brasil é "fechada", onde os acionistas são também os diretores ou estão ligados a estes, portanto, o poder de decisões continua em sua posse. Qualitativamente, cerca de 330 empresas maiores, cujos investidores Pessoas Físicas em suas ações atingiram, em dezembro de 2020, 3.229.318 (contra 813.291 no fim de 2018), respondem por boa parte do volume das operações econômicas do país.

O fator concentração é maior, historicamente, nas empresas de bens e serviços de utilidade pública. A Era Industrial *strictu sensu* foi ultrapassada por Era de Serviços Urbanos, inclusive financeiros, mas também pelas misturas *agroindústria* e *servindústria*.

Os produtos econômicos e suas respectivas dimensões tempo-espaço evoluíram, de maneira mesclada, na seguinte ordem cronológica:

1. *Commodities* (Economia Extrativa e/ou Rural): Safra – Armazenamento – Entressafra;
2. *Bens* (Economia Industrial): Produção em Série – Produção sob Encomenda;
3. *Serviços* (Economia Urbana): Produtor em Contato Direto com Consumidor;
4. *Experiências* (Economia Digital ou Tecnológica): Produção Remota Gravada e sob Demanda.

A propriedade individual da riqueza tem maior referência pelas DIRPF em *ativos financeiros*, porque os *ativos imobiliários* são declarados por *valor histórico* – e não por *valores de mercado atualizados*. E os valores de mercado das ações das SAs se alteram diariamente.

Residências ocupadas pelos proprietários (cerca de 72% delas), embora para muitas famílias sejam a maior riqueza, destinam-se ao consumo final e não têm liquidez imediata. Não propiciam poder de decisões econômico-financeiras, assim como casas de veraneio no campo, serra ou praias.

Da mesma forma, os bens de consumo durável compostos de automóveis e utensílios domésticos são destinados também ao uso pessoal. Destinados ao desfrute, não têm em vista o lucro ou a produção.

O valor de mercado das ações representativas de 330 SAs, cotadas na bolsa de valores de São Paulo, depois de terem atingido R\$ 4,7 trilhões em janeiro de 2020, caíram para R\$ 3,2 trilhões no *crash de março*, devido ao início da pandemia, e subiram para R\$ 5,1 trilhões em dezembro. Em dólar, respectivamente, foram de US\$ 1,247 trilhão para US\$ 651 bilhões e só aumentaram até US\$ 989 bilhões.

Segundo a B3, os investidores estrangeiros, no fim de abril de 2021, participaram de 49% do valor total de compras e vendas no mercado à vista de ações no Brasil com R\$ 607 bilhões. Os investidores institucionais negociaram 24%, os individuais, 21%, instituições financeiras 4% e empresas públicas e privadas 1%.

O segmento de clientes bancários denominado *Private Banking* considera aplicadores com pelo menos R\$ 3 milhões, mas algumas instituições exigem eles serem "milionários em dólares". No caso do Banco Itaú, detentor de 32% do valor dos investimentos desses clientes endinheirados, a exigência mínima está em R\$ 10 milhões.

Em março de 2021, após um ano do pandemônio da pandemia, *o estoque de investimentos financeiros* somava R\$ 3,916 trilhões distribuídos nos mais diversos produtos aplicados pelos três segmentos, conforme as tabelas abaixo. Dados os juros compostos e as variações dos valores de mercado, elevou-se R\$ 826 bilhões enquanto *o fluxo de renda agregado* (PIB) caía -4,1% em 2020.

O PIB nominal, convertido em US\$ correntes, sofreu queda de -23,5%: de US\$ 1,877 trilhão em 2019 para US\$ 1,437 trilhão em 2020. Quem possuía R\$ 4,030 milhões, no fim de 2019, era *milionário em dólares*. O mesmo valor em reais, no fim de 2020, equivalia a US\$ 775 mil.

Consolidado dos Segmentos (R\$ Milhões)	VAREJO	Mar/20	VAREJO	Mar/21	Evolução (%) Anual	PRIVATE	Mar/20	PRIVATE	Mar/21	Evolução (%) Anual
<b>TOTAL</b> <sup>[1][2]</sup>	<b>1.899.479,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.209.498,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>16,3%</b>	<b>1.190.715,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.706.405,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>43,3%</b>
1. FUNDOS DE INVESTIMENTO 555 / FMP <sup>[1]</sup>	569.860,1	30,0%	554.765,1	25,1%	-2,6%	608.080,7	51,1%	763.117,4	44,7%	25%
Ações <sup>[1]</sup>	32.024,3	1,7%	47.110,9	2,1%	47%	75.823,6	6,4%	155.532,6	9,1%	105%
2. FUNDOS ESTRUTURADOS / ETF	28.560,9	1,5%	42.399,8	1,9%	48%	29.294,0	2,5%	32.114,7	1,9%	10%
3. TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS	516.144,2	27,2%	679.951,0	30,8%	32%	441.627,9	37,1%	782.957,2	45,9%	77%
Renda Variável	64.573,7	3,4%	132.779,5	6,0%	106%	164.457,1	13,8%	469.798,6	27,5%	186%
Renda Fixa	439.160,7	23,1%	530.942,6	24,0%	21%	273.162,7	22,9%	309.208,5	18,1%	13%
Títulos Públicos	41.721,2	2,2%	41.601,5	1,9%	0%	23.245,2	2,0%	28.130,1	1,6%	21%
Títulos Privados	397.439,5	20,9%	489.341,1	22,1%	23%	249.917,4	21,0%	281.078,4	16,5%	12%
Híbrido	12.409,8	0,7%	16.228,9	0,7%	31%	4.008,1	0,3%	3.950,1	0,2%	-1%
4. POUPANÇA <sup>[2]</sup>	784.914,5	41,3%	932.382,5	42,2%	19%	2.218,6	0,2%	2.653,4	0,2%	20%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

O que houve neste último ano de pandemia na área de *riqueza financeira*? Os clientes *Private Banking* como um todo enriqueceram mais 43% enquanto os clientes do Varejo aumentaram sua fortuna em mais 16%. O IPCA (Índice de Preço ao Consumidor Amplo) evoluiu 6,1% nesses 12 meses de março de 2020 a março de 2021.

Todos ganharam de maneira homogênea? Evidentemente, não, porque houve movimentos substantivamente distintos nesse ano do *pandemônio da pandemia*.

No *crash* do ano passado, o saldo médio per capita do *Private* caiu de R\$ 10,901 milhões em fevereiro para R\$ 9,865 milhões no fim de março, ou seja, cada qual perdeu um “milhãozinho de reais” no primeiro mês da pandemia. Felizmente, para eles, apesar de terem aumentado em número de contas de 120.424 para 130.447, um ano depois a riqueza financeira média per capita deles se elevou para R\$ 13,081 milhões!

Desde dezembro de 2015, essa fortuna per capita dos clientes do *Private* dobrou: de R\$ 6,5 milhões para R\$ 13 milhões. Enquanto isso, a do Varejo Tradicional caiu de R\$ 46.410 para R\$ 32.242 e a do Varejo de Alta Renda de R\$ 164 mil para R\$ 161 milhões. Pior, tem direitistas ainda vestindo camisa verde-e-amarela e gritando impropérios!

Para se ter uma ideia do significado dessa acumulação dos endinheirados, é como durante toda a vida ativa (35 anos ou 420 meses), com um juro mensal de 0,5%, fizesse depósitos mensais na poupança de R\$ 33.429. Ou então bastaria ter um depósito a prazo, no início de 1995, no valor de R\$ 320.000 com rendimentos de 100% do CDI – e deixasse os juros compostos fazer sua magia no Brasil. Sem nenhuma retirada, apenas ¼ de século após, esse depositante teria R\$ 13.268.563, pouco acima da riqueza média do *Private*!

Evidentemente, clientes do *Private* se beneficiam da acumulação da “renda do trabalho” (sic) da Sociedade de Executivos na alta administração das maiores companhias abertas. Recebem bônus e outras benesses. Por exemplo, nos maiores bancos privados, recebem desde remuneração mensal de R\$ 400 mil e anual de R\$ 4,8 milhões no BTG-Pactual a, respectivamente, R\$ 3.400 mil e R\$ 40,918 milhões no Itaú-Unibanco Holding S.A., maior banco em ativos.

Por que houve esse “milagre de multiplicação dos pães” para os graúdos endinheirados? Disparadamente, a maior elevação percentual em sua carteira de ativos financeiros foi a de renda variável com 186%. A carteira de ações evoluiu de R\$ 164 bilhões (13,8% do total) para R\$ 470 bilhões (27,5%) e fundos de ações elevaram de 6,4% para 9,1%. Logo, esses investimentos, direto e indiretos, foram de 20% para 37% da carteira dos ricos.

Em comparação, a do Varejo aumentou pouco além do dobro, indo de R\$ 65 bilhões (3,4%) para R\$ 133 bilhões (6%). Fundos de Ações de 1,7% para 2,1%. Então, esses investimentos, direto e indiretos, foram só de 5% para 8% da carteira da classe média.

O número de contas dela em Fundos de Ações evoluiu de 1,241 milhão para 1,256 milhão e diretamente em compra de Ações de 714 mil para 965 mil, ou seja, a ANBIMA só registrou 252 mil acionistas a mais. No total, foi de 1,955 milhão para 2,222 milhões com aumento de 14% em clientes investindo em ações, direta ou indiretamente.

Segundo a B3, no último ano, entraram 1,318 milhão de clientes Pessoas Físicas na Bolsa de Valores brasileira. Com aumento de R\$ 226 bilhões, atingiu R\$ 482 bilhões investidos diretamente em ações.

Investidores individuais fizeram, em março de 2021, cerca de 19% das compras e vendas, enquanto investidores institucionais quase alcançaram 24%. Sendo assim, investidores estrangeiros abocanharam a maior participação em valores dessas negociações (52%), devido à entrada de especuladores, seja 993 mil até 45 anos, seja 325 mil acima dessa meia-idade. Quem tem mais a perder, arrisca-se menos.

Quando abrimos o Varejo nos subsegmentos Tradicional e Alta Renda, este com renda do trabalho acima de R\$ 10 mil (5% mais ricos) ou volume de negócios a partir de R\$ 100 mil, fica mais nítida a estratificação social da riqueza financeira no Brasil entre camadas de renda média e baixa.

Consolidado dos Segmentos (R\$ Milhões)	TRADICIONAL	Mar/20	TRADICIONAL	Mar/21	Evolução (%) Anual	ALTA RENDA	Mar/20	ALTA RENDA	Mar/21	Evolução (%) Anual
<b>TOTAL</b> <sup>[1][2]</sup>	<b>981.257,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.134.123,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>15,6%</b>	<b>918.221,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.075.375,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>17,1%</b>
1. FUNDOS DE INVESTIMENTO 555 / FMP <sup>[1]</sup>	139.251,4	14,2%	151.302,7	13,3%	9%	430.608,7	46,9%	403.462,4	37,5%	-6%
Ações <sup>[1]</sup>	5.949,0	0,6%	9.332,6	0,8%	57%	26.075,3	2,8%	37.778,3	3,5%	45%
2. FUNDOS ESTRUTURADOS / ETF	4.119,4	0,4%	5.922,9	0,5%	44%	24.441,5	2,7%	36.476,9	3,4%	49%
3. TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS	178.369,2	18,2%	195.203,3	17,2%	9%	337.775,0	36,8%	484.747,7	45,1%	44%
Renda Variável	11.831,0	1,2%	20.885,2	1,8%	77%	52.742,8	5,7%	111.894,4	10,4%	112%
Renda Fixa	164.996,6	16,8%	172.219,4	15,2%	4%	274.164,1	29,9%	358.723,2	33,4%	31%
Títulos Públicos	10.215,2	1,0%	8.951,4	0,8%	-12%	31.506,0	3,4%	32.650,0	3,0%	4%
Títulos Privados	154.781,4	15,8%	163.267,9	14,4%	5%	242.658,1	26,4%	326.073,2	30,3%	34%
Híbrido	1.541,6	0,2%	2.098,8	0,2%	36%	10.868,2	1,2%	14.130,1	1,3%	30%
4. POUANÇA <sup>[2]</sup>	659.518,0	67,2%	781.694,3	68,9%	19%	125.396,5	13,7%	150.688,2	14,0%	20%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Salta à vista as evoluções maiores nos saldos investidos em renda variável, tanto no Tradicional (+57% em Fundos de Ações e +77% em Ações), quanto na Alta Renda (+45% nesses Fundos e +112% direto em Ações). Essas Pessoas Físicas possuem 13% do valor de mercado possuído por todos os proprietários de ações: R\$ 4 trilhões.

Outro fenômeno inusual é o aumento da chamada “poupança”, isto é, abstinência do consumo no presente para consumir mais no futuro. Nesses 12 meses, houve elevação das reservas financeiras preventivas contra desemprego, doença ou outro infortúnio, além da preparação para a manutenção do padrão de vida durante a aposentadoria. Será quando a renda do capital financeiro substituirá a renda do trabalho. Todos os trabalhadores intelectuais de alta renda virarão rentistas!

No fim de março de 2021, existiam 73,612 milhões de contas em depósitos de poupança no Varejo, mas 70,545 milhões eram do Tradicional e 3,066 milhões da Alta Renda. Os R\$ 781,7 bilhões nesses depósitos do Tradicional davam uma média per capita de R\$ 15.243 e os R\$ 150,7 bilhões da Alta Renda resultava em média per capita de R\$ 5.011.

Seriam os depositantes em poupança os socialmente excluídos, espécie de “párias” brasileiros? Somando também os clientes de Fundos e Títulos e Valores Mobiliários, o Varejo Tradicional se compõe de 81,5 milhões clientes e o de Alta Renda 8,8 milhões.

Se considerarmos apenas os clientes desses investimentos mais sofisticados (FIF + TVM), desconsiderando os depositantes de

poupança, eles somam 16,679 milhões. Ao acrescentar mais os 130.447 clientes *Private*, seriam 16,809 milhões os componentes das castas de natureza ocupacional no Brasil.

Esse número está se distanciando dos 23,6 milhões de pessoas de 25 anos ou mais de idade graduados em Ensino Superior em 2019, cerca de 17,4% dessa faixa de população. A massificação desse ensino, por não garantir ocupação na profissão, embora propicie alguma mobilidade social, já não conduz à meta de ser *Private*, sequer garante se tornar membro de casta. Priva-te desse sonho, busque pertencimento a relações afetivas.

Essas cifras significam o item mais importante da propriedade individual, representando os ativos de empreendimentos no país, encontra-se sob a forma de ações de SAs. Mas, em sua grande maioria, elas não se encontram de posse de Pessoa Física brasileira.

Entre os haveres de Pessoas Jurídicas financeiras e empresas não-financeiras, nacionais e estrangeiras, encontram-se o volume substancial de ações – e títulos de dívida direta (debêntures) – das grandes companhias abertas. Elas não a negociam com frequência.

#### 4.3.7. Novo Conceito de Propriedade

Segundo Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (1932), os advogados estão acostumados a conceber a propriedade em termos de uma classificação antiga.

Quanto tangível, era “real”, isto é, terra ou direitos derivados da terra, ou “pessoal”, móvel, passível de ser usada, tomada, deslocada, transferida, etc., por seus donos. Quando intangível, era um direito sobre ou contra outros indivíduos ou entidades, passível de ser imposto ou garantido pelos tribunais.

Parte dessas propriedades era “negociável”, sendo regulada pela Lei do Comércio. Supunha-se a relação entre ou o indivíduo ou possuidor com sua propriedade (real, pessoal ou direito) fosse algo estável.

Mudou o conceito de “propriedade”. Divide-se agora em duas categorias:



1. *propriedade de bens de consumo*;
2. *propriedade produtiva*, dedicada à produção de manufaturas, serviços ou comércio, com a finalidade de oferecer, por certo preço, bens ou serviços ao público, com os quais seu possuidor espera obter um lucro.

Esta *propriedade produtiva* está sujeita a uma determinação global e política pelo tipo de civilização adotada democraticamente pelos Estados nacionais do Ocidente.

Esse processo civilizatório em andamento se completar-se-á com a *propriedade coletiva dos meios de produção*, como tentaram algumas sociedades euroasiáticas, ou com a *propriedade por parte dos trabalhadores sob autogestão* sem corporativismo?

A propriedade produtiva divide-se em dois tipos:

1. primeiro, embora não dirigida por proprietários ativos, é administrada de forma a proporcionar um retorno sob forma de juros, dividendos ou distribuição do lucro;
2. segundo, dominada e controlada por representantes de proprietários passivos, cujas decisões estão sujeitas ao processo político em favor do desenvolvimento social.

A função da propriedade de consumo pode depender de serviços bem como de regulações proporcionados pelo Estado. Por exemplo, a proibição do uso de automóveis em certos horários, as regras de trânsito, o controle do uso da terra, o direito de venda ou transferência restringido por leis anti-discriminação, etc.

O direito consuetudinário reza: use sua propriedade de modo a não prejudicar os outros. O objetivo fundamental é preservar o maior grau possível de liberdade de escolha no consumo sem invadir a vida alheia.

Houve impacto da evolução econômica e social sobre a propriedade produtiva em seus dois aspectos:

1. executivo-produtivo (administração);
2. passivo-receptivo (propriedade de ações e títulos de dívida direta).

A enorme ampliação do alcance do termo "propriedade" a colocou divorciada do poder de decisões de seus donos, seus supostos beneficiários (acionistas). Porém, os homens de negócio descrevem uma empresa, grande ou pequena, como "a propriedade".

Não se referem apenas à estrutura física da fábrica, pois incluem o acesso a todos os serviços necessários à produção, transporte, distribuição e venda. Referem-se a toda uma organização de funcionários, sem os quais nada funcionaria, e a uma hierarquia de executivos, técnicos, diretores de vendas e pessoal, sem falar da rede de vendedores.

Essas relações são cada vez mais protegidas, não apenas por normas de relações de trabalho e leis contratuais, mas também por leis determinantes de lealdade com a empresa. Por exemplo, não se pode adquirir ou vender informações técnicas confidenciais, dados sobre as vendas ou a clientela, como se fossem posses devidas a suas aptidões pessoais.

O termo "propriedade", quando usado no sentido legal de posse legal, isto é, de Sociedade Anônima está, portanto, mudando de significado por causa do acréscimo de uma proporção enorme de novos conteúdos, inclusive intangíveis. Por exemplo, a marca.

Isto ocorreu durante o andamento da 3ª. Revolução Industrial, depois da referente à utilização da energia do vapor e à difusão da eletricidade. Na II Guerra Mundial, houve a liberação de energia nuclear e termonuclear.

A conversão eletrônica da energia em trabalho e o uso de cibernética e dos computadores, para liberar o ser humano das tomadas de decisões rotineiras estavam em seus primeiros passos. Na 3ª década do século XXI, a 4ª. Revolução Tecnológica se dará pelo 5G e Internet das Coisas.

Assim como a tecnologia e sua organização para a produção e o uso de bens e serviços evoluem, o mesmo acontecerá com a propriedade. Os aspectos "privados" e "individualizados" vão se atenuar cada vez mais.

Em lugar dos inventores convidar investidores privados a se associarem para aproveitarem produtivamente a inovação

tecnológica, é mais provável uma equipe trabalhando em Universidade pública ou centro de pesquisa financiada pelo governo federal ser a inovadora. As novas técnicas deixam de ser propriedade privada para ser de um Estado. Ele não precisa de investidores entrarem com capital de risco.

A noção de propriedade inerente às SAs surge, em parte, da diferente origem do capital financeiro. Ela dedica-se à produção e não ao consumo pessoal. Não é mais o resultado do esforço ou da escolha individual.

Originalmente, as SAs eram grupos de investidores associados por suas contribuições individuais de capital de risco para organizar e manter um empreendimento. Equiparavam-se ao proprietário por terem trabalhado na geração de seu capital para o desenvolvimento do produto. Era algo útil para a comunidade disposta a pagar por ele.

Uma SA atual não recorre, tipicamente, ao capital fornecido pelo investidor desde o desenvolvimento da ideia-chave. Cobra um preço por seus produtos com o qual pode pagar os impostos, os custos, os fundos de depreciação e ainda realizar lucros, apesar de todas as despesas.

Com vistas à capitalização, a sociedade aberta acumula boa parte dos lucros não distribuídos, além dos fundos de depreciação. Não é um fenômeno de investimento, mas sim de poder de mercado.

Esse processo pode continuar indefinidamente de modo a mais da metade do capital acumulado ser gerado internamente, ou seja, pelos preços determinantes de um valor agregado acima do consumo intermediário. É arrecadado da clientela.

Parcela menor é tomada emprestada dos bancos, sobretudo, em capital de giro antes desse processo acumulativo. Grosso modo, se o autofinanciamento atingir 60%, o crédito poderia ser 20% e as ofertas subsequentes de ações contribuiriam com mais 20% de seu capital para investimento.

Dessa forma, a SA torna-se a “proprietária” legal do capital assim arrecadado e detém o poder absoluto de decisão sobre ele, seguindo seu curso econômico próprio de maneira relativamente autônoma. Seus acionistas, herdeiros do patriarca fundador ou dos

sócios-fundadores cessionários, têm e esperam ter, mediante suas ações, o “usufruto da propriedade” dos ativos e lucros assim acumulados e realizados, depois de pagos os impostos pela companhia aberta.

Desse modo, o executivo torna-se o administrador sem controle de uma espécie de truste sem o privilégio de acumulação perpétua. O acionista é usufrutuário passivo não só do truste original como também de seus acréscimos anuais.

Daí há um corpo de leis constituído para proteger e tratar dessa mudança entre propriedade e gestão. Há sujeição da propriedade em mãos dos administradores, dedicada à produção de bens e serviços, às regras gerais correspondentes às expectativas de desenvolvimento da civilização mundial.

#### 4.3.8. Instituição da Propriedade Passiva

Adolf A. Berle em novo prefácio do livro *The Modern Corporation and Private Property* (1932) adverte: o comprador de ações, geralmente em mercado secundário, não contribui com suas economias para uma empresa, possibilitando-a aumentar suas instalações ou suas operações.

Não assume o risco de uma operação econômica nova ou maior. Simplesmente, avalia a possibilidade do aumento do valor das ações da empresa.

A contribuição dada com sua compra de ações é a manutenção da liquidez para outros acionistas poderem converter suas ações em dinheiro. O acionista minoritário não pode e não pretende contribuir para as realizações ou serviços administrativos ou empresariais.

A ética social promove um debate legal: por qual razão é necessário ter acionistas? Quais são suas contribuições de modo a ter direito a pelo menos 25% dos lucros distribuídos sob forma de dividendos, senão sob a forma de maiores valores de mercado das ações, resultantes indiretos dos ganhos não distribuídos da empresa?

Os acionistas não trabalham nela para merecer essa recompensa. São beneficiários somente por sua posição acionária.

A justificativa pode ser encontrada nos fundamentos sociais da economia de mercado capitalista. Há um valor atribuído à solução individual de problemas pessoais pela escolha particular do consumo e de sua atividade.

A riqueza aumenta a capacidade de ação do indivíduo em sua busca de felicidade e autodesenvolvimento. A comunidade é favorecida quando os indivíduos cuidam de si mesmo.

Essa justificativa depende da distribuição, bem como da existência da riqueza. A justificativa para a existência do acionista depende, portanto, da distribuição crescente da riqueza entre a população. Idealmente, todas as famílias deveriam ter uma fatia dessa posição em riqueza através da qual a oportunidade desenvolver a individualidade efetivar-se-ia plenamente.

O privilégio de ter uma renda e uma fração da riqueza sem a obrigação correspondente de trabalhar por ela não pode ser justificado, eticamente, se a comunidade não está em boa situação. Seria justo, socialmente, se a maioria dos membros trabalhadores da comunidade participassem da distribuição dessa riqueza de acordo com suas contribuições, reservada uma parte para atender aos incapazes mais necessitados de apoio para a sobrevivência.

Uma Renda Básica Universal (RBU) garantida a todos sem capacitação profissional para encontrar ocupação face à revolução digital, provocadora de desemprego tecnológico, é um auxílio para dar capacidade a todos os cidadãos a capacidade de ordenar suas próprias vidas. Não é justo, socialmente, deixar suas vidas serem ordenadas por forças de mercado cegas, pela coação da pobreza extrema ou pelas exigências exclusivas de uma burocracia assistencialista.

Berle defende a ampla distribuição de ações ser uma forma de lidar com isso.

As instituições intermediárias financeiras não se justificam apenas porque aumentam as vantagens da posição de acionista, mas também porque a racionalizam. Os fundos de pensão, tendo possivelmente todas as ações mais líquidas, distribui as perdas e os benefícios entre um grande número de empregados.

Seria de esperar, na opinião de Berle, a lei favorecer crescentemente uma distribuição cada vez mais ampla de ações, quer através de incentivo fiscal (tipo PGBL), quer através de outros dispositivos. Incentivaria a entrada dos Fundos Previdenciários (abertos ou fechados) ou de Previdência Social no mercado de ações.

Há, no entanto, um conflito de interesses entre O Estado e O Mercado a respeito de quem pode melhor atender à Comunidade. Seria o mercado de títulos de dívida pública soberanos ou o mercado de ações e/ou os títulos de dívida direta das grandes corporações?

À medida que os Fundos Previdenciários e a Previdência Social abrangem cada vez mais a população trabalhadora, a posição do acionista, embora perdendo sua antiga justificativa, poderia tornar-se um veículo para a distribuição racionalizada da riqueza, correspondendo e servindo ao ideal ético de uma civilização justa.

O sistema de incorporação acionária, acompanhado de políticas tributárias esclarecidas e auxiliado pela produtividade crescente da 4ª. Revolução Tecnológica, pode chegar a qualquer distribuição de riqueza socialmente desejada.

No entanto, os problemas mais profundos não são só os econômicos, mas os de educação e automação também terão de ser resolvidos. A capacidade produtiva tem de ser aumentada para financiar sua solução ao mesmo tempo de gerar renda e emprego.

A essência da revolução econômico e institucional pregada por Berle é composta por cinco forças motrizes:

1. um enorme aumento de produtividade propiciada pela 4ª. revolução tecnológica;
2. a coletivização maciça da propriedade dedicada à produção através da distribuição de ações, acompanhada do enfraquecimento do controle e do poder de decisões individuais em favor da autogestão;
3. a dissociação profunda entre a riqueza e a administração ativa;
4. a pressão crescente para se fazer uma distribuição maior dessa riqueza acionária passiva;

5. a afirmação do direito individual de viver e consumir como quiser sem prejudicar os demais.

A SA demonstrou ser um instrumento e veículo vital dessa revolução. É a forma predominante de organização da produção no mundo. Criou, progressivamente, uma forma passiva de riqueza. Liberou-se, em grande medida, da dependência da poupança individual e do mercado de capitais.

Educação, Pesquisa e Desenvolvimento Científico, artes, moradias de interesse social, saúde públicas, segurança pública, entre outros exemplos, são funções não mercantis. São essenciais ao bem-estar social e devem ser providos por um Estado assistencialista.

Essa revolução não ocorrerá através de uma única explosão ideológica ou utópica, concebida e imposta por uma vanguarda, mas através de um consenso evolutivo a respeito de defender um processo de usufruto dos resultados da produção massiva e na primazia da liberdade individual. O consenso imporá seu ritmo e seu alcance.

Em síntese, a propriedade ativa, isto é, produtiva, de uma grande organização corporativa pode cada vez menos invadir a privacidade e a liberdade individual ao fazer discriminação contra pessoas no emprego ao usar seu controle de mercado. A propriedade passiva via ações perde cada vez mais sua função de capital explorador da força do trabalho livre. Constitui, basicamente, um método de distribuição da riqueza líquida e um canal de distribuição de renda,

A grande corporação aberta por ações distribuídas ao público pode reter ganhos para a manutenção e a ampliação de suas operações. O direito de o acionista gastar a renda ou usar o valor líquido de suas ações como desejar é mantido como defesa de seu direito de dispor de sua própria vida.

Consumismo desenfreado não traz satisfação permanente. A reivindicação é por pertencimento ou participação em causa social.

Isso significa a demanda crescente de empregos significativos, isto é, de trabalho não-alienado, mas sim criativo, disponíveis para

todos. Vivemos uma Grande Depressão, mas à véspera de uma época quando a automação robótica poderá diminuir o número de todos as ocupações comercialmente criadas como hoje as conhecemos.

Ao diminuir as jornadas semanais de trabalho, inclusive em Home Office, sobrarão mais tempo para a criação estética, as artes, o esforço de estudar e entender, usar e desfrutar as possibilidades abertas pela Ciência. Ultrapassará a busca infundável por significado em uma vidinha besta cujo o único fim é o progresso econômico desfrutado por poucos.

#### 4.4. Capitalismo de Estado Neocorporativista

*“Existem somente os indivíduos: tudo o mais – as nacionalidades e as classes sociais – é mera comodidade intelectual”*

(Jorge Luís Borges; 1973; apud Stortini; 1990: 113).

Esta frase em epígrafe é uma provocação de escritor humanista aos sociólogos, marxistas e nacionalistas. Mas não basta estes classificarem Borges como um conservador e “virarem a página”.

Fica a reflexão hegeliana: se a verdade é o todo, a repartição da realidade não é, de fato, “mera comodidade” para a divisão de trabalho em sua interpretação sob as diversas disciplinas, isto é, *abstrações?*

Assim, os *economistas* nunca encontrarão, isoladamente, fenômenos econômicos puros como a produção, a distribuição, o consumo e o investimento. Os *sociólogos* não verificarão a luta de classes em alinhamento uniformemente bilateral entre trabalhadores e capitalistas. Os *psicólogos* pesquisarão o subconsciente individual, porém não poderão ignorar a influência do ambiente familiar, escolar e profissional. E assim por diante.

Pois o nosso desafio intelectual neste tópico é justamente esse: retornar ao espírito transdisciplinar da Economia Política. Necessitamos de baixar o nível de abstração para elaborar a análise do desenvolvimento capitalista no País.

A Ciência Econômica de maneira isolada, não dará conta. Necessitamos da Ciência Aplicada, ou seja, reincorporar as abstrações



feitas antes para destilar o sumo da Economia Pura. Especialmente, recorreremos a conceitos da Ciência Política e da Sociologia, sem esquecer das lições da história contemporânea.

Nossa hipótese é estar se configurando o Capitalismo de Estado Neocorporativista no Brasil. Apuraremos os indícios para tentar convencer ao leitor.

Caso sejam frágeis, falsearemos a hipótese e seguiremos adiante em pesquisa de outra visão sistêmica. Nosso propósito não é fazer mais uma análise de especialista em algum setor de atividade, mas sim detectar a parceria estratégica, em longo prazo, dos grandes *players* na economia brasileira.

Embora tenha ocorrido enorme redução do peso do Estado, promovida pelas privatizações neoliberais, ele ainda mantém sua capacidade de coordenação da negociação de megaprojetos. Agora, entretanto, há novidade, pois o Capitalismo de Estado Neocorporativista costura interesses trabalhistas, privados nacionais e estrangeiros.

Para o “teste dessa hipótese”, inicialmente, discutiremos a aplicação desse conceito de Capitalismo de Estado, inclusive fazendo análise comparativa internacional. Depois, examinaremos a etimologia do Neocorporativismo.

Estudaremos casos concretos de reestatização. Esboçaremos o perfil da gestão de fundos de pensão, atores cada vez mais atuantes nessa estratégia de desenvolvimento socioeconômico. Por fim, concluiremos com reflexão sobre a Nomenclatura à brasileira.

#### 4.4.1. Capitalismo de Estado

O conceito de Capitalismo de Estado abrange, à primeira vista, dois modos de produção distintos. De um lado, aplica-se a países capitalistas com forte intervenção do Estado na economia, onde ele se esforça para desenvolver as forças produtivas, em ritmo superior ao do liberalismo, não aguardando indefinidamente “iniciativas particulares das livres forças de mercado”. Por outro lado, autores críticos classificaram também os países com o “socialismo realmente existente” (SOREX) como experiências de Capitalismo de Estado.

A esquerda crítica democrática não aceita os Estados totalitários do SOREX terem mantido a exploração dos trabalhadores tal como no capitalismo privado. A única diferença teria sido o Estado se transformar no principal proprietário dos meios de produção.

Ele extraía a mais-valia e, além do reservado para investimento no processo de acumulação de capital, redistribuía o restante entre os burocratas. Estes passaram a usufruir de diversos privilégios, formando o que alguns autores se apressaram em classificar como “burguesia de Estado”, sem aprofundar a análise dos critérios de recrutamento e rotatividade de seus membros.

Adrian Wooldridge, em reportagem-dossiê publicada na revista liberal de circulação internacional, *The Economist* (21/01/12), constata: “a crise do capitalismo liberal ocidental coincidiu com a ascensão dessa nova forma de *capitalismo de Estado* nos mercados emergentes”. Usou e abusou do conceito.

Vamos resumir seus argumentos para esse resgate conceitual. Entre os anos 1900 e 1970, os pró-estatistas obtiveram sucesso em impor a governos a política pública de tecer as redes de segurança social. Daí, eles terminaram nacionalizando setores prioritários e/ou estratégicos da economia.

Contudo, entre 1970 e 2000, os defensores do livre mercado tais como Ronald Reagan e Margaret Thatcher conquistaram hegemonia ideológica em todo o Ocidente com a privatização de indústrias estatais e o desmantelamento do Estado de Bem-Estar Social. Por exemplo, a venda barata de casas antes usadas na locação social, na Inglaterra, seduziu os novos proprietários para adesão ao conservadorismo e conseqüente quebra da força eleitoral do Partido Trabalhista britânico.

No final dos anos 1980, o último líder soviético Mikhail Gorbachev tentou reformar o Estado com suas políticas de *perestroika* e *glasnost*, mas a União Soviética entrou em colapso. Ela foi formalmente dissolvida em dezembro de 1991, após tentativa abortada de golpe em agosto. A Federação Russa assumiu os direitos e obrigações soviéticos.

A Era do Triunfalismo do Livre Mercado, denominada também de “Era Neoliberal”, começou sua derrocada com sucessivas

explosões das bolhas de ativos (ações, ponto.com e imobiliária), criadas por euforia irracional. A crise detonada pela avaliação equivocada de o Banco Lehman Brothers não ser “grande demais para falir”, em setembro de 2008, envolveu os países com Capitalismo maduro e seus satélites do bloco europeu.

“A Crise do Capitalismo Liberal”, segundo diagnóstico apresentado na revista *The Economist* (21/01/12), “foi agravada pela ascensão de uma poderosa opção: o *Capitalismo de Estado*. Ele tenta fundir os poderes oficiais com os poderes do capitalismo.

Depende de o governo escolher vencedores e promover o crescimento econômico, mas também usa instrumentos capitalistas como o lançamento de ações das companhias estatais nas bolsas e abraça a globalização. Elementos do capitalismo de Estado já foram vistos no passado, por exemplo, na ascensão do Japão na década de 1950 e até na Alemanha nos anos 1870, mas nunca antes ele operou em tal escala e com instrumentos tão sofisticados”.

É meritório o reconhecimento neoliberal de o Estado ter sido um instrumento utilizado no passado, em alguns países de capitalismo retardatário, para dar “salto de etapas”. Os britânicos conhecem e respeitam a História.

Entretanto, a matéria do *The Economist* (21/01/12) não discute se a história recente da China poderia justificar a classificação de sua economia não como Capitalismo de Estado, mas sim como Socialismo de Mercado.

Afirma, taxativamente: “o Capitalismo de Estado agrupa, hoje, a grande economia mais bem-sucedida do mundo. Durante os últimos 30 anos, o PIB da China cresceu a uma taxa média de 9,5% ao ano e o seu comércio internacional, em 18% em termos de volume. Nos últimos dez anos, o seu PIB mais que triplicou, para 11 trilhões de dólares.

A China tirou do Japão o posto de segunda maior economia do mundo e superou os Estados Unidos como o maior mercado mundial de bens de consumo. O Estado chinês é o maior acionista das 150 maiores empresas do país e determina os rumos de milhares de outras. Ele conforma o conjunto do mercado ao administrar sua

moeda, direcionar dinheiro para setores favorecidos e trabalhar em proximidade com as companhias chinesas no exterior”.

Da mesma forma, engloba sob o epíteto “Capitalismo de Estado” algumas das empresas mais poderosas do mundo.

“As 13 maiores companhias petrolíferas entre si possuem mais de três quartos das reservas mundiais de petróleo. São todas controladas pelo Estado. Assim como a maior companhia de gás natural do mundo, a russa Gazprom.

Estatais de sucesso encontram-se em quase todos os setores. A China Mobile, gigante da telefonia móvel, tem 600 milhões de clientes. A Saudi Basic Industries Corporation é uma das indústrias químicas mais lucrativas do mundo. O Sberbank, da Rússia, é o terceiro maior banco da Europa. A Dubai Ports é o terceiro maior operador portuário mundial. A companhia aérea Emirates cresce 20% ao ano”.

Alerta, de maneira assustada ou defensiva: “o capitalismo de Estado está em marcha, transbordando de dinheiro e encorajado pela crise no Ocidente. As empresas estatais somam 80% do valor do mercado de ações na China, 62% na Rússia e 38% no Brasil.

Elas responderam por um terço do investimento direto estrangeiro no mundo emergente, entre 2003 e 2010, e uma porcentagem ainda maior de suas aquisições mais espetaculares, assim como uma proporção crescente das maiores empresas: três companhias estatais chinesas estão entre as dez maiores do mundo em faturamento, ante apenas duas europeias”.

Parece o Capitalismo Liberal estar em retirada por toda parte. E o Capitalismo Estatal avançar no vácuo.

Esta reportagem especial do *The Economist* (21/01/12) foca o novo Capitalismo de Estado do mundo emergente, em vez de o velho Capitalismo de Estado na Europa, pois ele reflete o futuro em vez do passado. A reportagem olha, principalmente, para a China, Rússia e Brasil.

Entre o BRIC, a Índia não é considerada em detalhe, “porque, embora tenha algumas das maiores estatais do mundo, elas

costumam ser uma herança do Raj britânico e não ter campeãs nacionais em ascensão”.

O Capitalismo de Estado atual também representa significativo avanço sobre seus predecessores em vários aspectos, segundo enumera a reportagem.

“Primeiro, ele está se desenvolvendo em escala muito mais ampla: somente a China possui um quinto da população mundial. Segundo, se organiza muito mais rápido: a China e a Rússia desenvolveram suas fórmulas apenas na última década. E, terceiro, tem instrumentos muito mais sofisticados à disposição. (...) Em vez de entregar indústrias para burocratas ou amigos, transforma-as em empresas geridas por administradores profissionais”.

Essa revista, assumidamente defensora do liberalismo, lança um olhar cético sobre o Capitalismo de Estado.

Ela levanta dúvidas sobre “a capacidade do sistema de capitalizar seus sucessos, quando pretende inovar em vez de apenas ganhar terreno, e de se corrigir quando toma um rumo equivocado.

Administrar as contradições do sistema quando a economia está crescendo rapidamente é uma coisa; fazer isso em uma situação desfavorável é outra, bem diferente. *E o Capitalismo de Estado é assolado por compadrio e corrupção”.*

Mas a reportagem também argumenta: “o Capitalismo de Estado é o mais formidável inimigo já enfrentado pelo Capitalismo Liberal”.

Não deixa de afirmar: “os capitalistas de Estado estão errados ao alegarem estar combinando o melhor dos dois mundos, mas eles aprenderam a evitar algumas das armadilhas das tentativas anteriores de fomentar o crescimento pelo Estado.

Eles estão florescendo nos dinâmicos mercados do mundo emergente. Têm crescido a média de 5,5% ao ano ante 1,6% no mundo rico, durante os últimos anos, e devem responder por metade do PIB mundial em 2020”.

O Capitalismo de Estado é a nova tendência em moda, inclusive porque jovens economistas de instituições multilaterais a usam. Eles

já discutem a adoção de nova política industrial em outros países. É o modelo de maior sucesso.

A reportagem alerta também essa emergência do Capitalismo de Estado levantar algumas *questões capciosas* sobre o sistema econômico mundial.

“Como garantir um *sistema de comércio justo* se algumas companhias desfrutam do apoio, aberto ou dissimulado, do governo? Como evitar as preocupações legítimas com equidade descambarem para a *xenofobia e o protecionismo*? Alguns dos maiores conflitos comerciais dos últimos anos (...) envolveram empreendimentos estatais. É provável surgirem muitos outros no futuro.”

Além disso, a ascensão do Capitalismo de Estado também está desfazendo muitas das suposições quanto aos efeitos da globalização.

Entre outras, foi desmentido:

- “o Estado-Nação acabou”;
- “os governos devem vestir a camisa de força dourada da disciplina de mercado”;
- “as maiores empresas do mundo são superiores a muitos países”;
- “a história chegou ao fim com o triunfo do capitalismo democrático”.

A revista reconhece o alarmismo exagerado de uma consultoria de riscos políticos ao alegar: “é o fim do livre mercado”!

Entretanto, segundo esse ponto de vista parcial, “está certo em dizer: um número surpreendente de governos, particularmente no mundo emergente, aprende a usar O Mercado para promover objetivos políticos. A *mão invisível* de O Mercado está dando lugar à *mão visível*, e às vezes autoritária, do Capitalismo de Estado.”

#### *4.3.1.1. Capitalismo de Estado nos Países Emergentes*

Para diferenciar o Capitalismo de Estado no Brasil do adotado em outros grandes países emergentes, vale inicialmente ler brevemente sobre o ocorrido neles.

“O setor estatal como um todo está em rápida retração. Ele responde hoje por apenas cerca de um terço do PIB da China e da Rússia, comparado com a sua quase totalidade duas décadas atrás.

Mas esse declínio é resultado de um enxugamento seletivo e não de uma liberalização. Os governos têm se livrado dos pequenos a fim de fortalecer seu controle sobre os maiores.”

Certas empresas estatais ficam mais ricas e poderosas mesmo enquanto o setor estatal como um todo encolhe. “Os governos apertam o controle dos postos de comando da economia, apesar do crescimento do setor privado”.

Outro ponto importante é a mudança na governança de empresas de propriedade estatal.

“Apenas um punhado de EEs ainda se reporta diretamente a Ministérios. A maioria dos governos prefere exercer o controle por meio da propriedade de ações”.

Algumas vezes, os Tesouros Nacionais detêm todas as ações, particularmente em petrolíferas, empresas de transporte e organizações quase militares. Mas têm preferido diluir a participação.

Define-se uma Empresa Estatal como aquela na qual o Estado possui mais de 10% das ações. Alguns governos dominaram a arte de controlar companhias com participações minoritárias via “*golden shares*”.

As empresas estatais obtiveram maior produtividade graças à mistura de enxugamento de quadros supérfluos e reestruturação do processo produtivo. Elas também se tornaram mais internacionais: empresas antes servidoras apenas do mercado doméstico arriscam-se no exterior de modo a conquistar futuras fontes de energia ou formar alianças estratégicas.

O núcleo duro do setor estatal são *as petrolíferas nacionais*: as 13 gigantes que controlam mais de três quartos das reservas mundiais de petróleo. Os governos continuam a manter o controle majoritário.

“O Capitalismo de Estado”, sublinha *The Economist* (21/01/12), “também tem uma coleção de empresas situadas no polo oposto da

relação de propriedade das companhias energéticas: campeãs nacionais formalmente de propriedade privada, mas desfrutadoras de apoio explícito ou encoberto de seus respectivos governos”.

Aqui, no Brasil, essa crítica neoliberal é contumaz contra “a escolha dos vencedores pelo BNDES”.

Outra advertência é o Estado estar se tornando “um capitalista financeiro”, além de ser “um capitão da indústria”. Isto porque “os capitalistas de Estado não apenas tocam empresas, eles também administram enormes *reservas de capital* na forma de Fundos de Riqueza Soberana (FRSs)”.

Eles respondem por algumas das maiores reservas de capital do mundo. Cada um dos grandes controla cerca de 600 bilhões de dólares, os colocando próximos de alguns dos maiores fundos mútuos americanos em termos de ativos.

“No total, os Fundos de Riqueza Soberana de todo o mundo controlam cerca de 4,8 trilhões de dólares em ativos. Essa cifra deve subir para 10 trilhões de dólares no fim desta década.”

Na crise financeira de 2007/2008, os fundos destinados a criação de carteira de ativos financeiros viram seu dinheiro colocado nos bancos de investimento norte-americanos ‘virar pó’. Isso levou à predominância de “fundos de desenvolvimento”. Eles também financiam o desenvolvimento econômico da região de origem, para prepará-la, por exemplo, para quando o petróleo se esgotar.

“Os FRSs dos petro-Estados acentuaram sua ênfase no investimento em ciência e pesquisa. Fundos de riqueza soberana no Kuwait, Catar, Rússia, China, Cazaquistão e Irlanda foram solicitados a apoiar as instituições financeiras domésticas.

Quase todos os fundos se interessam mais pela administração das companhias possuídas ao exigir, por exemplo, um assento no Conselho de Administração.”

A crise de 2007/2008 acelerou o processo de transição de um *modelo de sistema radial*, onde Londres e Nova York atuavam como centros, para o *modelo de teia*, com muitos centros interconectados. Os FRSs agora preferem fazer grande parte de seus negócios entre si, em vez de passar por intermediários no mundo rico.



Todos esses elementos podem ser combinados em uma variedade de formas. A reportagem observa as diferentes formas assumidas pelo capitalismo de Estado. Evidentemente, *o Capitalismo de Estado não é sempre igual em todos os tempos – e lugares.*

Todos os chefes das 50 e poucas principais empresas da China têm conexão direta com o alto comando do Partido Comunista. A isso *The Economist* chama de “Estado do Partido”.

O PCCh exerce “um grau de controle sobre a economia sem paralelo no resto do mundo do capitalismo de Estado. O partido tem células na maioria das grandes empresas.

No setor privado, assim como no estatal, possuem seus próprios escritórios e arquivos sobre os empregados. Ele controla a nomeação dos capitães de indústria e, nas empresas estatais, até dos *office-boys*.

Promove reuniões de modo a eclipsarem os Conselhos de Administração e, frequentemente, passam por cima das decisões tomadas por eles, particularmente na nomeação de pessoal. Costuma envolver-se no planejamento de negócios e trabalha com a administração para controlar a remuneração dos funcionários.”

Na última década, a Rússia experimentou notável fortalecimento do poder do Estado. Antes, no período de “privatização selvagem” de Boris Yeltsin, parecia prestes a se desmanchar.

O Kremlin acabou por transformar empresas dispersas em “campeãs nacionais”. O governo também renacionalizou indústrias privatizadas na década de 1990.

O resultado é o Estado russo mais uma vez fiscalizar os altos níveis da economia. Porém, desta vez, atua por meio de ações, em vez de ser diretamente.

O Kremlin também estabeleceu controle sobre os oligarcas russos, transformando empresas supostamente privadas em órgãos do Estado. A violência ajudou a instilar obediência.

Periodicamente, o Estado russo exhibe sua força aos oligarcas. Eles, obsequiosamente, assumem a conta de obras públicas e mantêm-se afastados da política.

A *Nomenklatura*, palavra latina russificada, designava a classe dirigente da União Soviética. Ela parece sobreviver.

Os *oligarcas* do setor privado foram substituídos no coração das empresas por "*burogarcas*" do setor público, a maioria deles ex-oficiais da KGB de laços estreitos com Vladimir Putin. Eles passaram a última década a acumular poder, embora não participações nos negócios.

Essas pessoas formam o conselho da "Rússia Inc.". É espécie de "empresa" chefiada por Putin, dominada pela KGB e dedicada a controlar os ativos mais lucrativos, do petróleo e gás à energia nuclear, diamantes, metais, armamentos, aviação e transporte.

Essa forma tão essencialmente russa de Capitalismo de Estado tem, não obstante, conquistado parte do mercado global. As companhias de petróleo e gás têm comprado empresas similares no estrangeiro ou lançado ações em Bolsas no exterior.

Os Fundos de Riqueza Soberana da Rússia se interessam particularmente em comprar companhias estrangeiras, em parte porque as próprias práticas russas nos negócios são nebulosas. Os homens de negócios russos compraram muitas propriedades no exterior.

Petróleo e realeza misturam-se para criar o Capitalismo dos Petro-Estados. Os monarcas do Oriente Médio usam o petróleo para se manter solventes há décadas. Mas nos últimos tempos adotam abordagem notavelmente sofisticada para gerenciar as economias, com administração profissional.

O modelo de modernização do Golfo, de cima para baixo, foi assolado por duas maldições: *compadrio* e *bolhas*. Há certo limite para o possível de ser feito pelos administradores para evitar a realeza local prejudicar as empresas.

Por exemplo, a Dubai World acumulou US\$ 80 bilhões em dívidas ao construir o arranha-céu mais alto do mundo e a ilha artificial em forma de palmeira. Dubai teve de ser socorrido pelo vizinho Abu Dabi. Os problemas do *compadrio* e da *corrupção* se mostraram ainda mais nocivos em outras partes do Oriente Médio.

*Compadrio* significa acordo ilícito, conluio, mancomunação. Esta relação entre “compadres”, sentimento ou expressão de amizade (e fidelidade) acima dos interesses coletivos nacionais, não é exclusivo do “homem cordial” brasileiro...

#### 4.3.1.2. *Capitalismo de Estado no Brasil*

Apresentado os dos outros países emergentes, a reportagem do *The Economist* (21/01/12) constata: “o Brasil é o membro mais ambíguo do time do capitalismo de Estado: uma democracia capaz também de adotar muitas características do capitalismo anglo-saxão. (...) uma liderança nas privatizações na década de 1990 agora força sua maior mineradora, a Vale, a segurar trabalhadores sem precisar, e obriga empresas menores a embarcar em uma consolidação subsidiada.”

Antes de criticar essas diatribes, é curioso verificar até qual ponto chegam essas observações superficiais sobre o País. O repórter parece só ter entrevistado economista neoliberal com mente colonizada.

“O Brasil passou a maior parte de sua história moderna a perseguir uma modernização conduzida pelo Estado. Uma pesquisa, no começo da década de 1980, mostrou o País ter mais de 500 empresas estatais. O Brasil lançou um esforço de privatização nos anos 1990 para lidar com a hiperinflação, déficits em disparada e uma esclerose generalizada.

Mas, recentemente, ele moveu-se em uma nova direção. O governo despejou recursos em um punhado de campeãs estatais, particularmente de recursos naturais e telecomunicações. Também criou um novo modelo de política industrial: substituiu a propriedade governamental direta por indireta por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e sua subsidiária de investimentos (BNDESPar) e trocou o controle majoritário por minoritário ao adquirir ações de uma ampla gama de diferentes empresas.

Sergio Lazzarini, do (Insper) Instituto de Ensino e Pesquisa, e Aldo Musacchio, da Harvard Business School, batizaram o modelo de Leviatã como Acionista Minoritário”.

O modelo de acionista minoritário, “uma das ferramentas mais afiadas do repertório do Capitalismo de Estado”, tem várias vantagens competitivas.

“Limita a capacidade do Estado de usar as empresas estatais para recompensar clientes ou conduzir políticas sociais. Os acionistas privados têm poder suficiente para criar barulho. Mas também dá ao Estado mais influência em troca do seu dinheiro.

Em 2009, as participações da BNDESPar valiam 53 bilhões de dólares, ou apenas 4% do mercado de ações. Mas o Estado tinha uma grande influência em todo o Brasil corporativo. (...) esse modelo pode aumentar o retorno das companhias sobre seus ativos.

As empresas brasileiras normalmente sub investem em equipamentos para aumentar a produtividade, porque os mercados de capital [no Brasil] são muito subdesenvolvidos. As participações estatais as proveem de recursos que não poderiam conseguir em outros lugares.”

Logo vem a crítica ideológica explícita.

“Essa astuta versão de Capitalismo de Estado está atualmente correndo perigo de exceder suas possibilidades. A descoberta da Petrobras, em novembro de 2007, de enormes reservas de petróleo enterradas profundamente sob o leito do Atlântico encheu a cabeça dos políticos de sonhos sobre grandes projetos.

A mudança no equilíbrio mundial de poder dos Estados Unidos para a China também ajudou a persuadir muitos brasileiros de o futuro estar no Capitalismo de Estado. O resultado foi um surto de intervencionismo insensato.

O governo está tentando forçar a Petrobras a usar caros fornecedores locais de equipamentos apesar de dúvidas quanto à sua competência. Ele tirou Roger Agnelli de seu cargo de CEO da Vale a despeito de seu formidável histórico.

E também deu para criar campeãs nacionais por meio de fusões forçadas: a BRF (Sadia e Perdigão) no setor de alimentação; a Oi (que foi obrigada a comprar a Brasil Telecom) nas telecomunicações; a Fibria (VCP e Aracruz) no papel e celulose.

Até os modelos mais sofisticados de Capitalismo de Estado não estão a salvo de políticos excessivamente zelosos.”

Como veremos, erros factuais se misturam com preconceitos ideológicos nessa crítica.

Antes de terminar esse resumo da matéria do *The Economist* (21/01/12), é importante destacar seu argumento: uma “nova elite” comanda os diversos Capitalismos de Estado emergentes.

“Todas essas variedades de Capitalismo de Estado têm uma coisa em comum: os políticos têm muito mais poder em lugar de estar sob o Capitalismo Liberal. Em regimes autoritários, eles podem reestruturar setores inteiros com uma canetada.

Até mesmo nas democracias como o Brasil eles podem dizer às maiores empresas *o que fazer*. Na China, os prepostos do partido podem tocar as maiores empresas do país – e os chefes das empresas estatais às vezes podem conseguir altos postos no partido. Na Rússia, eles podem administrar as maiores companhias ao mesmo tempo que têm assento no governo. Mas, não obstante, há limites para o poder do Leviatã.”

Empresas estatais têm, na verdade, bastante liberdade operacional. A relação da companhia com os chefes políticos tem “menos a ver com um rígido controle de cima para baixo e mais a oferecer sinais confusos, ambiguidade e até mesmo silêncio total”.

Essas empresas também podem exercer bastante influência sobre seus supostos padrinhos políticos. As empresas estatais costumam ter sucesso em frustrar as tentativas de fazer os Conselhos de Administração decidirem pagar mais dividendos. As companhias estatais de energia têm mais influência sobre a política energética, nos países de Capitalismo de Estado, em comparação com as companhias de energia privadas nos países liberais.

As empresas estatais também estão produzindo uma geração mais sofisticada de administradores. Estas pessoas aprenderam sobre Administração de Empresas nas melhores escolas do mundo. Trabalharam já no exterior e têm visão muito menos míope do mundo em comparação aos seus predecessores.

Muitas empresas estatais exigem seus administradores terem formação de nível internacional. Estão mandando seus *administradores seniores* para MBAs executivos. Elas também trazem acadêmicos de Escola de Administração estrangeiras para dar cursos específicos.

Os membros dessa nova geração de administradores estão transformando também a administração do setor público, conforme alternam entre o domínio corporativo e o governo. Há proeminentes líderes políticos já exercendo altos cargos nas grandes empresas estatais. Reciprocamente, proeminentes líderes empresariais estão ocupando cargos políticos e militando no partido hegemônico.

“Se o Capitalismo de Estado permite aos políticos moldar as empresas, ele também permite às empresas moldar os políticos”. Esta é a conclusão da reportagem.

*The Economist* (21/01/12) coloca sua esperança no lugar-comum: “dias melhores virão” para o liberalismo. Esta esperança está baseada, simplesmente, em sua visão elitista da meritocracia.

Se essa “nova elite” teve sua mente formada em Universidades inglesas ou norte-americanas, ela espera, mais cedo ou mais tarde, converterá o Capitalismo de Estado em Capitalismo Liberal!

Aqui, deu um golpe e propiciou o ambiente para eleição de um incapaz acompanhado de um economista pinochetista formado na velha Escola de Chicago... O Capitalismo de Estado retrocedeu sem colocar nenhum desenvolvimento em seu lugar...

#### 4.4.2. Neocorporativismo

Onde está a origem desse termo? Um primeiro passo para verificar se cabe qualificar o Capitalismo de Estado no Brasil como Neocorporativista, é consultar o verbete do *Dicionário de Política*, organizado por Norberto Bobbio e outros autores, sobre o *Neocorporativismo*.

Segundo verbete escrito por Marino Regini (1986: 818-820), constitui um conjunto de mudanças ocorridas nas relações entre Estado e organizações representativas de interesses particulares, nos

países capitalistas com regime democrático. Distancia-se do corporativismo com identificação ideológica com o fascismo.

O que há de comum é a tentativa de reviver certa unidade orgânica da sociedade medieval como reação ao individualismo e à atomização produzidos pelo liberalismo. A origem do termo está na *corporação medieval*. Era associação de indivíduos a exercerem a mesma atividade profissional. Eles monopolizavam a "arte e ofício", e, conseqüentemente, a produção, vedando-a aos estranhos.

A diferença fundamental é a seguinte. No Sistema Neocorporativista, a organização representativa dos interesses particulares é livre para aceitar ou não suas relações com o Estado, contribuindo, portanto, para defini-las. No Corporativismo Dirigista é o próprio Estado capaz de impor e definir estas relações.

O Neocorporativismo é forma particular de intermediação de interesses entre sociedade civil e Estado. Contrariamente ao ocorrido em Sistema Pluralista, no Sistema Neocorporativista os interesses gerados na sociedade civil são organizados em números limitados de "grupos de produtores", seja em sindicatos dos trabalhadores, seja em associações empresariais.

Essas associações sindicais ou patronais têm estrutura interna centralizada e hierárquica. Pertencer a elas quase é obrigação, quando não *de direito*, pelo menos *de fato*.

Ao escolher os interlocutores, muitos Estados influenciam na formação e consolidação das *organizações representativas de interesses*. Em sua maioria, estavam antes dispersos e eram incapazes de se agregar na sociedade civil.

O Neocorporativismo é visto, nesse caso, como uma específica maneira de formação das opções políticas por parte da máquina do Estado. Nele, as grandes organizações representativas de interesses não se limitam a exercer pressões externas, como na democracia representativa, mas são envolvidas diretamente no *processo de formação e de gestão das decisões*. Seria o processo de buscar consenso na política econômica.

O Estado assume então a iniciativa quanto às *organizações representativas de interesses*. Dá a elas reconhecimento público e até

delega-lhes funções públicas ao torná-las coparticipantes na formação de opções políticas.

Na impossibilidade de evitar o *conflito de classes*, transporta-o para a arena política, concedendo poder e benefícios às organizações do capital e do trabalho, em troca de moderação em suas relações conflitivas.

Face à *crise de governabilidade*, alguns Governos reagem à dificuldade de criar uma base governista majoritária no Congresso Nacional, procurando incorporar os grupos mais fortes, em termos de poder e legitimidade, no processo de formação das opções políticas. Busca induzi-los a não exercer a posteriori seu poder de veto sobre as próprias opções tomadas em Conselhos de Estado. Envolvem-nos na regulamentação pública da economia.

A *solução neocorporativista* se impôs, em países e em períodos históricos, quando os governos foram dominados por partidos da classe trabalhadora. Alguns desses governos reagiram assim à dificuldade de governabilidade na transição, representando para as organizações sindicais a garantia política de o Estado ser o promotor de alguns interesses classistas fundamentais como pleno emprego, Estado de bem-estar social, proteção de direitos sindicais.

Essa garantia levava os sindicatos a privilegiar a negociação política acima da atividade conflitivo-contratual. Esse processo pode levar à centralização da estrutura sindical e da atividade de negociação.

O Sistema Neocorporativista não é, portanto, "estratégia de dominação", mas sim processo onde as opções colocadas pelas organizações sindicais desempenham papel decisivo. Onde não se verificam estas condições políticas, devido à fragilidade e fragmentação dos sindicatos, estes ficam, conseqüentemente, fora da negociação política.

Ao contrário, sindicatos antes fortes impunham soluções neocorporativistas. Eram resultado de conquistas efetuadas a partir de baixo e não como fruto de concessões vindas do alto.

No caso de política neocorporativista, segundo ensina o verbete sobre o *Parlamento* escrito por Maurizio Cotta (1986: 887), parece à



primeira vista mais difícil ver a possibilidade de o Parlamento (ou Congresso) continuar a desempenhar papel significativo.

As negociações e acordos de tipo vertical entre as grandes organizações socioeconômicas e o Governo parecem tornar totalmente vã a necessidade e possibilidade de interferência do Parlamento (ou Congresso), organismo complexo e lento no plano das decisões. Além disso, imediatamente, os parlamentares (deputados ou senadores) não são tão representativos dos "interesses das categorias profissionais".

Mas talvez isso seja uma superestimativa da importância e abrangência da *política neocorporativista*. Este modelo não pode ser aplicado a todos os setores do *policy-making*, por exemplo, na política externa, na política judiciária, na política fiscal, etc. Nestes âmbitos subsiste a possibilidade de espaço para o Parlamento.

Além disso, no Modelo Neocorporativista, uma das partes em causa é, necessariamente, o Governo. Em democracia pluralista, a estrutura governamental não existe sem a instituição parlamentar (ou congressual), senão ela se degenera em *órgão autocrático*. A política partidária constitui elemento de equilíbrio em sistema político aberto e pluralista com os Três Poderes da República: Legislativo, Executivo e Judiciário.

Segundo passagem do verbete sobre Liberalismo, escrito por Nicola Matteucci (1986: 686-705), o Estado liberal contemporâneo encontra-se entre o neocorporativismo e o mercado.

O problema histórico, atualmente agitando o pensamento liberal, seja de direita, seja de esquerda, é buscar formas novas para a primazia da sociedade civil se exprimir. Trata-se de deixar com o Estado apenas a tarefa de garantir para todos a lei comum, bem como a função de órgão equilibrador e incentivador de iniciativas autônomas da sociedade civil.

A alternativa desta volta à sociedade civil e ao mercado é o Neocorporativismo ou Estado de Corporações. Ele se baseia nas organizações dos grandes interesses privados e na sua colaboração, no nível político, nas decisões estatais.

Deste modo, tais organizações se incorporam no Estado, daí a expressão adotada aqui de Capitalismo do Estado Neocorporativista. Ante o conluio entre Estado e Grandes Corporações, sejam empresariais, sejam trabalhistas, devem predominar os interesses democráticos da Comunidade.

#### 4.4.3.Reestatização

Na história recente do Capitalismo de Estado no Brasil, é importante registrar o importante evento ocorrido em abril de 2011, quando, indiretamente, com os maiores fundos de pensão patrocinados por empresas estatais e o BNDESPar, o governo retomou o controle majoritário da maior empresa de mineração, a Vale. Ela explora riqueza do subsolo brasileiro, principalmente, para exportação.

Entretanto, essa “reestatização” deixou muitas “viúvas do neoliberalismo” entristecidas. Ouvimos seus lamentos através da citada matéria publicada no *The Economist* (21/01/12).

Em pesquisa de evidências empíricas para acatar ou descartar a hipótese de nova configuração de Capitalismo de Estado no Brasil, vale, então, consultar reportagem de Ivo Ribeiro e Silvia Fregoni (Valor, 04/04/11). Ela noticiou os fatos então ocorridos.

Eles recordam o perfil da Valepar, *holding* controladora da Vale (ex-Vale do Rio Doce), ter sofrido grande mudança desde a privatização da mineradora, em 6 de maio de 1997. A imagem de empresa de controle privado aos poucos foi perdendo razão de ser.

A desfiguração da Valepar, com o correr dos anos, contribuiu na necessária sucessão do presidente da mineradora, Roger Agnelli, ex-executivo do Bradesco. O governo e os fundos de pensão estatais, embora os neoliberais defensores do livre mercado fossem recalcitrantes em reconhecer, tinham preponderância no controle da Vale, mesmo sem terem poder absoluto nas decisões estratégicas da companhia, como na decisão referente à troca de presidente.

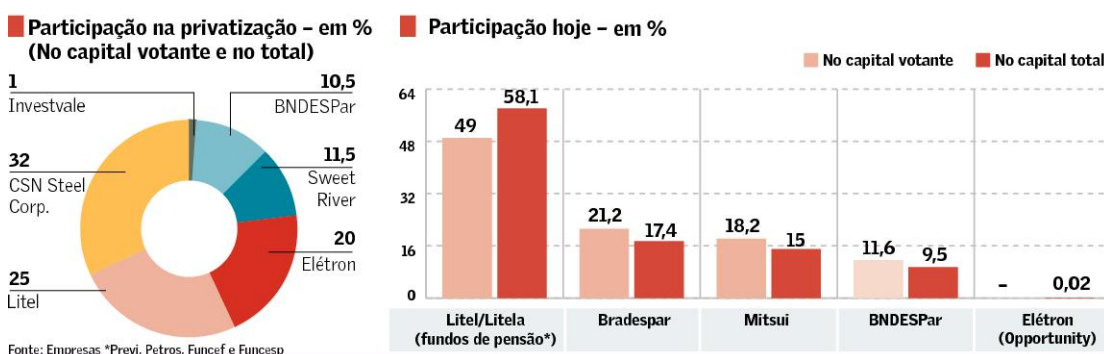
Os maiores fundos de pensão fechados – Previ, Petros, Funcef e Funcesp –, juntos possuíam cerca de 50% do total de ativos acumulados pela “indústria de fundos de pensão”. Reunidos na

holding Litel, e o governo, via BNDESPar, atingiram 60,5% do capital votante e 67,5% do capital total da Valepar.

Logo após sua privatização, tinham juntos 35%. Era clara a predominância de acionistas privados, liderados pela Cia. Siderúrgica Nacional (CSN), controlada por Benjamin Steinbruch. Ele formou o Consórcio Brasil para disputar o leilão contra o grupo Votorantim, de Antônio Ermírio de Moraes.

## Reestatização

Sócios da Valepar - controladora da Vale



Fonte: Valor, 04/04/11

Os principais movimentos acionários da Valepar, com entrada e saída de grupos, ocorreram até novembro de 2003, já no primeiro ano do Governo Lula. Mas ainda no Governo FHC, até o início de 2001, houve um período marcado por relações conturbadas entre os sócios.

Isso se deveu, principalmente, a conflitos de interesses surgidos com a CSN. Além disso, o estilo agressivo de gestão de Steinbruch, ao presidir o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva da Vale, aprofundou a crise entre os acionistas.

Concluiu-se a solução, para dar liberdade de rumo e gestão à mineradora, seria tirar a CSN da direção da Vale. O caminho foi o descruzamento de participações, pois Vale, Previ e Bradesco eram acionistas da siderúrgica – e esta tinha 32% da Valepar.

Com a saída da CSN, em março de 2001, depois de complexa, longa e desgastante negociação com Steinbruch, na qual Roger Agnelli exerceu papel de mediador, a presença dos fundos de pensão na Valepar ganhou força.

A Litel, com o peso majoritário (mais de 80%) da Previ, patrocinada pelo Banco do Brasil, tornou-se sua principal acionista, com 39%. Ficou com a maior parte das ações da CSN, sendo acompanhada pelo Bradesco. Este banco ficou com 14% por meio da Babié Participações.

Esses papéis, depois, foram transferidos a Bradespar, braço de investimentos do banco privado, criado em 2000. A Sweet River, com Billiton, Bank of América, Goldman Sachs e Lehman Brothers, ficou de fora dessa operação.

Steinbruch, com apoio financeiro do BNDES, da Previ e do Bradesco, ficou com as ações antes possuídas pela Previ e o banco na CSN, tornando-se o acionista controlador da companhia. A participação da Vale na siderúrgica, em torno de 10%, ficou com a Valia, fundo de pensão dos empregados da mineradora, quinto maior do País.

Em julho de 2001, com cerca de 33% das ações da Valepar (direta e indiretamente), o Bradesco indicou Roger Agnelli para presidir a Vale, enquanto a Previ ficou com a presidência do Conselho de Administração. Com essa mudança, em busca de trazer paz interna na empresa, Agnelli, antes presidente da Bradespar e do Conselho da Vale, desde maio de 2000, assumiu aos poucos os rumos da companhia.

O Bradesco tinha presença na Valepar por meio de dois veículos: Elétron S.A. e Babié /Bradespar. Na Elétron, passou a ter 85,6% de participação, correspondente a 17,75% da Valepar, após converter as debêntures desse fundo, criado pelo Banco *Opportunity*, do conhecido banqueiro Daniel Dantas, em parceria com o *Citibank*, para disputar o leilão da Vale. O Bradesco tinha sido um dos avaliadores da Vale para o leilão e adquiriu esses papéis por cerca de US\$ 600 milhões, logo após a privatização. Fez a conversão em ações um ano depois.

Na época do descruzamento de participações de Vale e CSN, a BNDESPar já havia transferido suas ações na Valepar ao InvestVale, clube dos empregados da empresa, em operação de troca de papéis. O clube tinha 1% da *holding* e entregou à subsidiária do banco estatal os 4% detidos do capital votante da Vale fora do bloco de controle. Assim, passou a controlar 11,6% da *holding*.

Outra operação com mudança na configuração societária da Valepar foi a incorporação dos 10% de ações ON e 1% de PN da Vale detidos pela Litel fora do bloco de controle. Com esse movimento, consumado em 26 de dezembro de 2002, os fundos passaram a deter 49% do capital votante da Valepar.

O último ato com movimentos de acionistas na Valepar, já no governo social-desenvolvimentista, ocorreu 2003.

A Sweet River, então controlada pela BHP Billiton, decidiu sair da Vale. Havia claro conflito de interesses estabelecido, pois era concorrente direta da Vale em minério de ferro e outros negócios.

Por sua vez, em setembro de 2003, a *trading* japonesa Mitsui fechou a compra de 18,2% da Valepar, antes parte do bloco da Bradespar. A empresa do Bradesco somou 39,4% após aquisições de quase metade dos papéis da *Sweet River* e da parte do *Opportunity* na Elétron. Daniel Dantas ficou apenas com 0,02% e foi feita uma cisão do fundo.

A venda de parte de sua participação para a Mitsui, por R\$ 2,5 bilhões, deu alívio financeiro a Bradespar. Permitiu-a abater uma dívida de R\$ 2 bilhões.

A parte da *Sweet River* ficou com os fundos de pensão, por meio da Litel. Ela foi transformada em ações preferenciais, dentro da Valepar, para não infringir os limites de cada sócio no equilíbrio de forças previsto no acordo de acionistas.

Em novembro de 2003, alvo de grande crítica por parte dos neoliberais, pois permitiu a volta direta do governo à Valepar, foi a aquisição dos 11,6% do InvestVale pelo BNDES. O então presidente do banco, Carlos Lessa, ex-professor da UNICAMP e da UFRJ, em decisão tomada apenas em três dias, decidiu pela compra dessa fatia para evitar as ações serem vendidas a Mitsui. Com isso, o BNDES superaria 25% e passaria a ter direitos de veto nas decisões estratégicas da Vale.

Dieguez (2010) narra essa história relevante para registro da resistência nacional-desenvolvimentista.

"A Vale do Rio Doce colocara um lote de ações à venda e Lessa comunicou ao então Ministro da Indústria e Comércio, Luiz Fernando Furlan, a pretensão de o BNDES exercer seu direito de comprá-las.

Furlan avisou essa intenção ao presidente da Vale, Roger Agnelli. Este se adiantou e vendeu as ações para os sócios japoneses da empresa.

No segundo lote de ações colocado à venda, Lessa manteve silêncio. 'Estava tudo combinado para os japoneses comprarem mais essas ações, mas um estudo do banco indicou uma alternativa melhor', contou Lessa. 'Vendi as ações possuídas na Votorantim, e com o dinheiro fomos lá e pagamos 500 milhões de dólares pelas ações da Vale.

O Furlan, quando soube, queria me matar. Mas eu não podia deixar as decisões sobre o patrimônio dos brasileiros parar nas mãos dos japoneses.

Ao saber da operação, Lula, antes no exterior, ligou para o Lessa. 'A imprensa está me perguntando se nós estamos reestatizando a Vale', disse-lhe Lula. 'Eu expliquei: - Não, o banco apenas exerceu sua preferência de compra. Com essa operação eu dei um lucro de 1 bilhão de dólares para o BNDES, porque as ações da Vale dispararam.'

Dias depois, em uma reunião em Brasília, Mantega e Furlan reclamaram da forma como o negócio tinha sido feito - de maneira autocrática, sem discussão nem comunicação aos ministros. 'Se eu comunicasse, eles iam me passar novamente para trás', explicou Lessa."

A operação custou ao BNDES R\$ 1,5 bilhão. Pelo valor de mercado da empresa, na época da "reestatização", essa fatia já valia mais de R\$ 11 bilhões, sem considerar prêmio de controle. Mas, pela forma como foi realizada, Lessa, economista nacional-desenvolvimentista, recebeu críticas da imprensa neoliberal.

Com todas essas mudanças ocorridas, a Valepar passou a deter 53,6% do capital votante da Vale, e 33,3% do capital total. Abriu portas para sua "reestatização", oito anos após.

A influência dos 60,5% dos fundos de pensão e do BNDES na Valepar, holding controladora a Vale, acabou pesando na decisão da presidenta Dilma Rousseff substituir seu presidente.

No comando da Vale durante quase 10 anos, Agnelli ficou mais conhecido pela sua capacidade de aumentar os ganhos imediatos da companhia e pela sua internacionalização. Entretanto, os tenazes defensores dele junto à mídia não devem achar o infeliz ter ficado triste.

Segundo Fernando Torres (Valor, 22/03/12), entre 2011 e 2012, a mineradora pagaria um total de R\$ 121 milhões ao ex-presidente Roger Agnelli e a quatro diretores estatutários. Todos deixaram a empresa. Foram cinco pessoas no total, mas a documentação pública divulgada pela empresa indicava a saída de Agnelli explicar a maior parte do pagamento.

Além das rescisões, os R\$ 121 milhões incluíam salário fixo, benefícios, encargos sociais, bônus e pagamento baseado em ações. Havia cláusula de indenizações por desligamentos “sem justa causa” (sic), ou seja, “sem ligação com o desempenho do executivo”.

Os contratos da empresa com os diretores estatutários continham *cláusula de indenização* “para os casos de rescisão ou não renovação do contrato, se estes eventos ocorrerem por iniciativa da companhia”.

A “burguesia do Estado” (sic) sabe se proteger. Adota práticas de mercado privado, de maneira mais intensa, em empresa de controle público. Apesar desse valor escandaloso, vale registrar como os idolatras do mercado livre o defendem.

Não é essa “privatização da gestão de empresa majoritariamente pública” o alvo da crítica de Sérgio Giovanetti Lazzarini, professor de estratégia e organização de empresas do Insper, segundo Luciana Monteiro (Valor, 13/02/12). Ele reclama do contrário: “há um entrelaçamento societário a abrir espaço para a influência política e os próprios sócios não querem bater de frente com o governo”.

O mercado de capitais no Brasil é caracterizado por blocos de controle. Nas empresas mais estratégicas, antes estatais, o governo ou é majoritário ou tem participação importante.

Mesmo com a troca de comando na Petrobras de José Sergio Gabrielli por Maria das Graças Silva Foster, “com perfil mais técnico”, em 2012, não se esperava mudar, na avaliação dos analistas do mercado, “o fantasma da influência política”. As ações das duas principais companhias da Bolsa de Valores, Petrobras e Vale, sofriam, em alguns momentos com o chamado *risco político*.

No caso da mineradora, os neoliberais insistiam em reafirmar: “ela não é estatal”. Isto embora o BNDESPAR e os fundos de pensão das estatais tivessem a parcela mais relevante no capital social da empresa.

O investidor, ao aplicar na Bolsa de Valores, tinha de acompanhar não apenas os números financeiros dessas companhias estratégicas, mas também as decisões tomadas pelo governo. Na verdade, tinha de fazer uma análise fundamentalista em longo prazo.

Levantamento do Valor Data mostrava as estatais representarem percentual de 17,59% do Índice Bovespa. No caso do IBrX, composto pelas 100 ações mais líquidas, essa participação chegava a quase 22,47%.

Na Petrobras, as primeiras “denúncias do mercado” vieram com *a política conservadora de reajuste dos preços dos combustíveis*. Ela não necessariamente acompanha as flutuações do mercado internacional como na Era Neoliberal (1988-2002).

Em 2010, quando a Petrobras decidiu se capitalizar para a exploração do petróleo extraído do pré-sal, as atuações da empresa passaram a enfrentar campanha política de oposição maior por parte dos investidores minoritários.

Segundo Ribamar Oliveira (Valor, 30/09/10), a operação de capitalização da Petrobras, concluída no fim de setembro de 2010, aumentou a participação da União na empresa. Ela rendeu cerca de R\$ 30 bilhões ao Tesouro Nacional, ajudando-o a cumprir a meta de superávit primário daquele ano.



Além disso, permitiu a emissão de títulos públicos para o BNDES pagar as ações subscritas. Mesmo assim, no primeiro momento, a dívida bruta do governo não aumentou.

Para entender essa engenharia financeira, é importante lembrar a origem de tudo: *a cessão onerosa à Petrobras de 5 bilhões de barris de petróleo*. Por esse óleo, ainda no fundo do mar, a 7 mil metros de profundidade, a empresa estatal pagou, em valor presente, R\$ 74,8 bilhões ao Tesouro Nacional, preferencialmente em títulos, de acordo com a Lei 12.276/2010.

O Tesouro, por sua vez, pagou à Petrobras, também em títulos, pela subscrição realizada na expansão do capital da empresa. Estimava-se o valor ter ficado entre R\$ 43 bilhões e R\$ 50 bilhões.

Houve, portanto, “sobra” dada pela diferença entre o recebido pelo Tesouro pelos 5 bilhões de barris e o pago pelas ações da estatal. O montante de títulos emitido pelo Tesouro para pagar a subscrição de ações foi bem inferior ao recebido da Petrobras. Se a operação parasse aí, haveria redução da dívida bruta equivalente à “sobra”.

Mas, além do Tesouro, o BNDES e o Fundo Soberano do Brasil (FSB) também subscreveram ações da Petrobras. O FSB pagou as suas ações com os títulos públicos possuídos, desde dezembro de 2008, quando foi criado.

O Tesouro resolveu emprestar até R\$ 30 bilhões ao BNDES, operação autorizada pela Medida Provisória 505, editada na semana anterior à capitalização pelo presidente Lula. Esse empréstimo também foi concretizado por meio da emissão de títulos de dívida pública. O BNDES pagou as ações da Petrobras com esses papéis.

Dois outros detalhes da operação merecem atenção. Dias antes da capitalização da Petrobras, o Tesouro Nacional foi autorizado a capitalizar o BNDES e a Caixa Econômica Federal com ações da petroleira estatal.

A Caixa passou as suas ações para o Fundo Soberano. Com essa operação, o Tesouro ampliou a “sobra”, pois passou a responsabilidade de subscrição das ações da Petrobras para esses dois entes públicos.

Ao emitir títulos para o BNDES pagar as ações da Petrobras subscritas no processo de capitalização, o Tesouro transformou uma despesa financeira em receita primária, pois a emissão desse papéis permitiu a “sobra” ficar no caixa. O impacto da operação de capitalização da Petrobras no superávit primário seria dado pelo valor dessa “sobra”.

O governo do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso também utilizou receitas de capital, obtidas na venda de empresas estatais, para fechar as contas públicas. Embora essas receitas, pela contabilidade brasileira, fossem consideradas receitas primárias, o acordo do Brasil com o Fundo Monetário Internacional (FMI) existente à época obrigou o governo FHC a utilizar o dinheiro obtido com as privatizações unicamente para abater a dívida pública.

O *modelo de capitalização* escolhido, ancorado na cessão onerosa de 5 bilhões de barris da União para a Petrobras, aumentou “a percepção de O Mercado do risco político na companhia”. As ações preferenciais (PN) da Petrobras chegaram a valer R\$ 34,49, no início de 2010. Mas despencaram para abaixo de R\$ 18,00, em outubro do mesmo ano, logo após o encerramento da operação.

Ressalve-se: a Petrobras atingiu então a segunda colocação na lista de maiores empresas da América Latina e dos Estados Unidos, no critério de *patrimônio líquido*. A constatação foi da consultoria Economática.

Ela considerou todas as empresas de capital aberto das regiões e verificou, em setembro de 2010, a estatal brasileira conquistou a vice-liderança no ranking, com um patrimônio de US\$ 175,5 bilhões. Em junho de 2010, antes de sua capitalização, a Petrobras era a décima empresa da amostra, com valor patrimonial de US\$ 98,237 bilhões.

Na lista das 30 maiores companhias da Economática, o Bank of America ocupou o primeiro lugar (US\$ 230,495 bilhões) no ranking de setembro de 2010. Depois da Petrobras, aparecem empresas americanas, como os bancos JP Morgan Chase (US\$ 173,8 bilhões) e Citigroup (US\$ 162,9 bilhões), a seguradora Berkshire Hathaway (US\$ 149,7 bilhões) e a petrolífera Exxon Mobil (US\$ 145 bilhões).

Entre as brasileiras, além de Petrobras, estavam na lista a Vale, com patrimônio líquido de US\$ 67,4 bilhões, na 15ª posição; a Eletrobras (US\$ 46,6 bilhões), no 24º lugar; e o banco Santander Brasil (US\$ 38,9 bilhões), na 30ª posição.

No entanto, segundo visão de analista de corretora, o relevante ideologicamente para denunciar era apenas o fato de a Petrobras continuar seguindo as diretrizes definidas em Brasília!

Mesmo depois, quando sua presidenta da empresa foi indicada pela presidenta da República, aliás como é de praxe, ainda segundo o expert, “o problema é o Conselho de Administração definir as estratégias da empresa e ele ser presidido por membro do controlador, isto é, a União”.

Sim, a maior empresa do País é dirigida pelo Estado brasileiro!

O governo, sob o ponto de vista da estratégia de desenvolvimento do País, em longo prazo, tem interesse em manter posição para não perder sua capacidade de influência, reconhece – e lamenta – o professor do Insper, Sérgio Lazzarini. “Por isso, o investidor tem de estar ciente disso e colocar no preço de sua análise antes de comprar uma ação.”

Em suas palavras, o especulador tem de precificar *o risco político*, em curto prazo. Mas o professor neoliberal esqueceu de dizer: também tem de precificar, de maneira favorável em longo prazo, *o risco soberano*.

#### 4.4.4.Vale: Maior Valor de Mercado e Menor Controle Paraestatal

Francisco Góes (Valor, 26/10/2020) escreveu reportagem relevante para entendermos a continuidade daquela história de reestatização da Vale, após a volta da Velha Matriz Neoliberal ao governo brasileiro.

Passados 23 anos, desde a privatização em 1997, a Vale vive outra mudança histórica. Se há mais de duas décadas o desafio foi fazer a transição de empresa estatal para privada, agora a *mineradora vai se transformar em corporação sem grupo de controle acionário definido*.

A companhia terá o controle disperso entre diferentes investidores, mas no novo desenho institucional há meios de inibir qualquer acionista ter fatia igual ou maior de 25% do capital. Caso isso eventualmente ocorrer, o sócio ao atingir esse percentual terá de fazer uma Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) a todos os investidores de Vale.

Essa tarefa não é simples, se considerar, descontados os custos de produção, a Vale ter ficado com 63% das vendas em pleno boom de commodities minerais, no 1º. Trimestre 2021, ou R\$ 43,9 bilhões, contra 39%, ou R\$ 12 bilhões no mesmo período do ano passado. Seu valor de mercado (R\$ 606 bilhões) ficou 90% acima do da Petrobras, a segunda no ranking. Está acima também, por exemplo, de Itaú, Ambev e Bradesco.

Em 27/03/2020, a Vale era a 3ª. colocada com valor de mercado de R\$ 212 bilhões. O valor de mercado de todas as SAs estava em R\$ 3,178 trilhões. Em 12/05/21, somavam R\$ 5,442 trilhões.

Antes, a Vale ainda tinha um grupo de controle formado por meia dúzia de grandes investidores institucionais. Ele dava as cartas a partir de posição acionária equivalente a cerca de um terço do capital social da companhia.

Essa liderança era exercida por meio de atuação conjunta. Ela permitia a esses investidores eleger a maioria dos integrantes do Conselho de Administração da empresa, uma das maiores produtoras de minério de ferro do mundo.

A ação articulada do grupo de controle se deu via acordo de acionistas, assinado em 2017. Ele se expiraria em 9 de novembro de 2020.

O fim desse acordo se tornou o “gatilho” para implementar mudanças societárias e de governança corporativa preparadas há três anos. “É de se esperar mais uma *evolução* em lugar de uma *revolução*”, diz um conselheiro de Administração.

Analistas de bancos estavam interessados em um aspecto resultante do fim do acordo de acionistas da Vale. Com o término do acordo, ficariam livres para a venda 20,26% das ações da

mineradora, algo como R\$ 68 bilhões, tomando por base o então valor de mercado.

Esse era o percentual de ações vinculado ao acordo de acionistas do qual fazia parte o grupo de controle de Vale. Integravam o grupo Litel, reunindo os fundos de pensão estatais – Previ, do Banco Brasil; Petros, da Petrobras; Funcef, da Caixa; e Vivest, antiga Fundação Cesp –, Bradespar, do Bradesco; a japonesa Mitsui; e a BNDESPar, o braço de participações acionárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Na prática, esses 20,26% de ações de Vale puderam ser vendidos a partir de 9 de novembro de 2020, embora essa não fosse a expectativa. Acreditava-se a Previ, o Bradespar e a Mitsui se manterem como acionistas de referência.

O BNDES, em fase de desmanche pelo governo defensor do Estado mínimo, era visto como vendedor. Em agosto de 2020, o banco público já tinha se desfeito na bolsa de valores de R\$ 8,1 bilhões de papéis de Vale em um só dia.

“O que os acionistas do grupo de controle farão com suas ações só eles sabem”, disse fonte próxima da Vale. A aposta era não haver “corrida” para a venda pelos acionistas do grupo de controle. Se isso ocorresse, teria o efeito de depreciar o valor da ação, o contrário do ocorrido de fato.

A retomada do pagamento de dividendos e de juros sobre capital próprio pela mineradora, depois das indenizações pelo acidente de Brumadinho, daria folga aos fundos, sobretudo à Previ. Eles precisavam de liquidez para pagar os compromissos com os pensionistas. Daí retirava parte da pressão sobre a venda.

Em setembro de 2020, a Vale remunerou os acionistas com R\$ 12,35 bilhões. O Itaú BBA estimava, em março de 2021, a empresa fosse pagar cerca de US\$ 2,5 bilhões aos acionistas, referente ao resultado do segundo semestre de 2020, com retorno (“*dividend yield*”) acima de 4% em dólar. Seria um retorno considerável, tomando como referência a Selic então em 2% ao ano.

Embora o principal ponto de interesse do mercado fosse o destino dos 20,26% das ações dos acionistas de referência a ficarem

livres para a venda, havia outros temas na agenda, sobretudo depois da tragédia de Brumadinho, em 25 de janeiro de 2019.

Ela deixou 259 mortos e 11 desaparecidos. A tragédia apressou o trabalho de melhoria da gestão da empresa.

O término do acordo de acionistas representa a conclusão de um processo, iniciado em 2017, após o golpe semiparlamentarista em abril do ano anterior, quando a Vale lançou as bases para se transformar em *uma corporação sem controle definido*. O acordo a expirar em novembro de 2020 foi firmado em agosto de 2017, previsto para durar três anos, em transição durante a qual a Vale se prepararia para a última etapa rumo a se tornar uma “*true corporation*”. Haveria, porém, desdobramentos.

Por anos era inimaginável o grupo de controle de Vale abrir mão do poder detido na companhia, mas o primeiro passo foi *a unificação das duas classes de ações* — preferenciais e ordinárias — *em ordinárias e a migração para o Novo Mercado da B3* no fim de 2017. A seguir foram implementadas mudanças internas, na gestão dos negócios e na forma de atuar do Conselho de Administração, transformações ainda em curso.

A adoção de um modelo de controle acionário disperso tende a reduzir ainda mais a possibilidade de intervenção política na empresa, verificada mesmo depois da privatização, realizada em maio de 1997. A União ainda detém 12 *golden shares* de Vale. Elas lhe dão *poder de veto limitado* sobre alguns temas, entre os quais mudanças de razão social, de sede e de objeto das atividades minerárias.

Como resultado da dispersão acionária a Vale se esperava maior diversificação na base de acionistas e haver renovação do Conselho de Administração. Sua composição seria definida em Assembleia Geral de Acionistas em abril de 2021. Além disso, os administradores da empresa deveriam ter maior independência em relação aos acionistas.

A diretoria da empresa, sob o comando de Eduardo Bartolomeo, tendo assumido a presidência da Vale depois da tragédia de Brumadinho, deveria ser reconduzida pelo Conselho para mais um mandato de dois anos antes da realização da assembleia de

acionistas em abril de 2021. A AGO/AGE de Vale teria como um dos principais temas a renovação do Conselho de Administração.

Em 31 de dezembro de 2019, os integrantes do grupo de controle de Vale detinham 35,66% da companhia. No fim do 3º trimestre de 2020, essa participação era de cerca de 32% do capital social da empresa. A parte do grupo de controle incluía percentual de 26,57%, sendo 20,26% das ações vinculadas ao acordo de acionistas, e mais 6,31% de ações fora do acordo, portanto, disponíveis para a venda desde 2017.

Além dessas participações, os fundos de pensão receberam da Litel, em 2019, ações de Vale para deterem, diretamente, em suas carteiras. A Previ, por exemplo, tinha 80% da Litel e mais 4,99% de ações de Vale de forma direta. Isso lhe assegurava, no total, 14,26% da empresa.

A transferência de ações de Vale não vinculadas ao acordo de acionistas para os fundos foi possível depois de reestruturação da Litel, em setembro de 2019, por meio de cisão de ativos em favor da Litela, veículo de participação dos fundos. Litel e Litela possuíam 11,6% das ações da mineradora.

O movimento de cisão dos ativos de Litel teve o objetivo de facilitar a venda de ações de Vale pelos fundos. Os integrantes do grupo de controle foram vendendo ações de Vale em bolsa. Nada tão volumoso como fez o BNDES em agosto, mas as vendas ocorriam.

Embora esses acionistas não detivessem mais o *controle de direito* da empresa, pois poderiam ser derrotados em Assembleia, tinham o *controle de fato*. O exerciam ao eleger a maioria do Conselho de Administração e controlar o resultado de certas decisões exigentes da aprovação dos acionistas. Isso poderia mudar a partir de 9 de novembro de 2020.

#### 4.4.5. Gestão de Fundos de Previdência Complementar

A respeito de potencial geração de *funding* para financiamento do desenvolvimento, a indústria de fundos de pensão fechados, responsável por investimentos de R\$ 640,3 bilhões no país, em 2013, tinha esperança de receber nos anos seguintes uma quantia adicional

considerável de recursos. Em 2012, houve a aprovação da criação do Fundo de Previdência Complementar para os Servidores Públicos Federais (FUNPRESP).

Estimava-se, em cinco anos, haver R\$ 10 bilhões acumulados para serem investidos. Esperava-se também os novos Fundos de Previdência Complementar serem os maiores do país nas próximas décadas.

A evolução da carteira de investimentos dos Fundos de pensão Abertos foi bem superior. Em 2013 tinham R\$ 373,2 bilhões. Os ativos das EAPC (Entidades Abertas de Previdência Complementar) acumularam, em dezembro de 2020, R\$ 1.025,7 bilhões. VGBL eram 84%, PGBL 15% e 1% outros (FAPI e Tradicional).

Em dezembro de 2020, o grupo de sete maiores EFPC (Entidades Fechadas de Previdência Complementar) era formado pela PREVI (Banco do Brasil) com R\$ 234,7 bilhões de investimentos, PETRO (Petrobras) com R\$ 97,3 bilhões, FUNCEF (Caixa) com R\$ 81,4 bilhões, VIVEST/ FUNCESP (Cesp) com 32,2 bilhões, Fundação ITAÚ-UNIBANCO COM R\$ 29,6 bilhões, BANESPREV com R\$ 27,5 bilhões, VALIA (Vale) com R\$ 25,3 bilhões. Com R\$ 528 bilhões, possuía 52% do Total de Ativos Acumulados (R\$ 1.011,4 bilhões), e só a PREVI, 23%.

A Resolução CMN nº 3.792, de 2009, permitia à EFPC investimentos em seis macro segmentos de aplicação. Foi substituída pela nova Resolução CMN nº 4.661 de 2018. As mudanças foram as seguintes para limites máximos em sua respectiva participação na carteira de ativos consolidada:

- renda fixa: de 57,16% para limite de 100% em títulos de dívida pública;
- renda variável: de 33,18% para limite de 70%;
- investimentos estruturados: de 1,23% para limite de 20%;
- investimentos imobiliários: de 2,88% para limite de 20%;
- operações com participantes: de 2,52% para limite de 15%;
- investimentos no exterior: de 0,06% para limite de 10%;



- outros (derivativos, valores a pagar e a receber, fundos com abertura de carteira facultativa): 2,97% em 2009.

O ano de 2020 encerrou com um superávit líquido de R\$ 7,5 bilhões e o menor déficit desde 2013. Os ativos das EFPCs totalizaram R\$ 1,05 trilhão, representa 14,1% do PIB brasileiro, próximo do pico de 2010 (14,4%). A carteira consolidada dos Fundos de Pensão teve retorno de 11,13% no ano. A Renda Fixa representava 72,6% dos ativos e a Renda Variável 20,4%, sendo 7,5% diretamente em ações e 12,9% em Fundos de Ações. A rentabilidade estimada por tipo de plano atingiu no ano, os seguintes percentuais: 14,11 (BD), 5,14% (CD) e 7,50% (CV).

As EFPC realizam seus investimentos, prioritariamente, por meio de gestores terceirizados, sendo aproximadamente 68% dos recursos administrados por meio de Fundos de Investimento. Portanto, os recursos administrados pela própria entidade equivalem a 32% em dezembro de 2020. Em dezembro de 2013, Fundos administravam 62%.

Um caso representativo foi o da FUNCEF em 2020. Os investimentos dela em ações da Vale garantiram ao fundo de pensão dos funcionários da Caixa Econômica Federal uma rentabilidade significativamente superior à meta atuarial no ano, apesar dos efeitos da pandemia.

A rentabilidade da carteira da instituição fechou 2020 em 13,78%, acima da meta de 10,19%. Os ativos líquidos, valor disponível para pagar benefícios, saltaram de R\$ 71 bilhões em 2019 para R\$ 79 bilhões no fim de 2020.

O segmento de renda fixa representava 56% da carteira da instituição e rendeu 11,3%. Boa parte dessa aplicação é de títulos não marcados a mercado, trazendo investimentos feitos no passado e reduzindo a oscilação com a queda de juros. A parcela de Fundos Estruturados, incluindo os Fundos de Investimento em Participações (FIP), responde por apenas 1,3% da carteira, mas rendeu 10,47%. Empréstimos com participantes, com 3,2%, renderam 11,25%. O resultado abaixo da meta – INPC + 4,5 pontos percentuais – ficou por conta dos investimentos imobiliários com 7,4% da carteira e rendimento de apenas 1,75%.

Apesar de apenas uma classe de ativos não ter batido a meta no ano passado, a alocação em ações da Vale teve um rendimento muito acima da média, puxada pela forte valorização do minério de ferro ao longo do ano. A fatia alocada na mineradora representa 12,6% do patrimônio do fundo e rendeu no ano passado 65,4%, sendo a principal responsável pela alta de 22% da parcela de renda variável. Esta responde por 30,2% da carteira da FUNCEF.

Para se ter uma ideia do peso da Vale na carteira de renda variável do fundo de pensão, outros ativos em bolsa, compostos pelas ações comuns na carteira da FUNCEF, representam pouco mais de 15% do patrimônio total da instituição. Só renderam 3,22% no ano passado.

Os ativos com participação acionária significativa nas investidas, nas quais a FUNCEF tem assento de governança – majoritariamente INVEPAR, Norte Energia e Statkraft –, respondem por 2,4% do patrimônio total, e tiveram perdas de 8,96% em 2020. A participação da FUNCEF na mineradora valia R\$ 6,4 bilhões em 2019 e terminou 2020 valendo R\$ 10,125 bilhões. Valeu, “financeirização”...

No caso de investimentos em ações, haviam dois exemplos significativos de negócios do Capitalismo de Estado Neocorporativista no Brasil, direcionado pelo Estado. Eram a associação entre fundos de pensão e empresas privadas: a Sete Brasil e a Invepar.

Com o Pré-sal nasceu a demanda de 28 sondas de perfuração marítima. Para tornar viável a construção das sondas no Brasil, a Petrobras criou a Sete Brasil, na qual a estatal conta com 10% de participação.

Em seguida, outros sete acionistas se tornaram investidores da empresa, os fundos de pensão: Petros, Previ, Funcef e Valia, além dos bancos Santander, Bradesco e o FI-FGTS. Posteriormente, juntou-se o BTG Pactual, um banco de investimento, ativos e gestores de riqueza no Brasil, com acionistas do tipo as famílias Motta, Agnelli e Rothschild, o Fundo de *Private Equity* J.C. Flowers, os Fundos Soberanos da China, de Cingapura e de Abu Dabi, assim como o Fundo De Pensão dos professores de Ontário e a família Santo Domingo, da Colômbia.

Em julho de 2011, a Petrobras contratou as primeiras sete sondas da Sete Brasil, empresa de investimentos especializada em gestão de portfólio de ativos voltados para o setor de petróleo e gás. Em fevereiro de 2012, a empresa foi contratada para construir outras 21 sondas de perfuração para a exploração de petróleo e gás no Pré-Sal.

Assim, a Sete Brasil se tornou a maior empresa do mundo em sondas de águas ultra profundas (por número de sondas) e o maior *player* global de *offshore drilling* do mundo (por *backlog* de contratos) com mais de US\$ 80 bilhões em contratos. Esses contratos viabilizariam o estabelecimento de dois novos estaleiros no Brasil (Jurong Aracruz e Enseada do Paraguaçu) e a ampliação de mais quatro estaleiros (EAS, OSX, Brasfels e ERG2).

Outro exemplo era a INVEPAR, criada em março de 2000. No início de uma etapa cheia de esperança para o país, no ano 2010, seus acionistas eram a Previ, a Petros, a Funcef e o grupo OAS. Sua meta estratégica era estar comprometida com o desenvolvimento do Brasil, pois ela era uma das principais empresas do setor de infraestrutura rodoviária e de transporte. Em dezembro de 2019, contava com 5.936 colaboradores próprios.

A Investimentos e Participações em Infraestrutura S/A - Invepar, ou Invepar S/A, é uma das maiores gestoras privadas de mobilidade urbana e infraestrutura de transporte da América Latina. A Invepar possui onze concessões em seu portfólio por meio de suas controladas e *joint ventures* nos segmentos de Rodovias, Aeroportos e Mobilidade de Urbana.

No segmento de Aeroportos, a Matriz controla a concessionária do Aeroporto Internacional de São Paulo (GRU Airport), o maior da América do Sul em passageiros e volume de carga.

No segmento de Mobilidade Urbana, a Invepar está presente por meio da concessão do MetrôRio e da concessionária VLT Carioca, ambas na cidade do Rio de Janeiro.

Atualmente, a Invepar administra oito concessões no segmento de Rodovias, com um total de 2.337 quilômetros entre corredores principais, vicinais e acessos sob sua responsabilidade. No Rio de Janeiro, a Invepar possui a LAMSA – Linha Amarela S.A., a ViaRio e a

CRT – Concessionária Rio-Teresópolis. Em Minas Gerais, Distrito Federal e Goiás, a Via 040. Na Bahia, a CLN – Concessionária Litoral Norte e a CBN – Concessionária Bahia Norte e, em Pernambuco, a CRA – Concessionária Rota do Atlântico.

A maratona de leilões de infraestrutura do mês de abril de 2021 contratou um total de R\$ 48 bilhões de novos investimentos. Serão aplicados ao longo dos próximos 35 anos. Ao todo foram seis dias de disputas na B3, 14 novos contratos de concessão gerados e ao menos seis liminares (ou tentativas de impedir as licitações) derrubadas.

Para além do saldo das concorrências, projetos consagraram grandes operadores já atuantes no Brasil. Essa tendência deverá se manter para os próximos leilões até a mudança de governo. Os principais vencedores foram grupos tradicionais, como CCR, Santos Brasil, Ecorodovias, Aegea Saneamento e Iguá. Chama a atenção a ausência de novos atores estrangeiros.

Outro aspecto a respeito da gestão dos fundos de pensão fechados diz respeito ao processo de seleção na Previ, fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil. É muito disputada a escolha dos conselheiros de administração e fiscais de empresas onde a fundação detém participação acionária, como Ambev, CPFL Energia, Gerdau, Neoenergia e Usiminas.

Este processo de seleção define o equilíbrio de forças entre diferentes grupos com interesse em acompanhar mais de perto as decisões da Previ, o maior fundo de pensão do país. É decidido se os funcionários ligados ao comando do Banco do Brasil aumentam a representatividade nos conselhos das companhias, se os aposentados terão mais influência ou se sindicalistas ampliarão seu espaço nas decisões.

Funcionários e aposentados do BB podem participar da seleção e devem se inscrever no site da Previ até certa data. No início da década passada tinham cerca de 3.300 currículos cadastrados para concorrer a 171 assentos nos conselhos das empresas. Elas realizariam assembleias, um trimestre após, para renovar ou reeleger os integrantes.

Os aposentados estavam aumentando a representatividade nos anos anteriores. No final de 2011, eles ocupavam 52% dos possíveis

223 assentos entre titulares e suplentes com mandato previsto para terminar em 2012 ou 2013. Em 2004, representavam cerca de 46%. Em 2008, estavam em 47%.

Os funcionários ativos do Banco do Brasil, por outro lado, vinham reduzindo a influência. Eles estavam em cerca de 18% dos assentos indicados pela Previ. No final de 2011, estavam em 5%.

A participação de sindicalistas é mais difícil de calcular. Eles podiam estar ligados às entidades representativas dos trabalhadores e dos aposentados.

Segundo fontes próximas ao Banco do Brasil e à Previ, o avanço dos aposentados ocorreu quando o Banco passou a orientar os funcionários ativos a evitar as disputas internas por uma vaga de conselheiro. Vários executivos queriam ser conselheiros. Isto causava conflitos. Era difícil administrar a ciúmeira.

O BB e as entidades de classe dizem não interferirem na seleção e a Previ definir os critérios para eleger os conselheiros. O presidente do Sindicato dos Bancários de São Paulo afirma: a entidade cobra dos eleitos a defesa dos direitos dos trabalhadores.

A princípio, os candidatos querem maximizar o valor das empresas porque esses ativos vão pagar a aposentadoria dos funcionários do banco. O pano de fundo é a disseminação de boas práticas de governança.

*Ser conselheiro se tornou uma nova profissão.* A Previ conseguiu criar um modelo de acompanhamento do funcionalismo a partir de leis para regerem o modelo de governança dos fundos estatais.

Dentre os critérios de seleção, destacavam-se formação acadêmica, experiência profissional e conhecimentos específicos, como direito societário e estratégia empresarial. Nos casos onde a indicação de funcionário caracterizaria conflito de interesses – como a participação no Conselho do Banco do Brasil –, a Previ indica conselheiros externos.

Essas informações são importantes para entender *a sociologia do Capitalismo de Estado Neocorporativista no Brasil*. Não chega a caracterizar adoção de *autogestão*, isto é, o gerenciamento de

empresa pública pelos próprios empregados. Eles são representados em sua direção ou em conselho gestor.

Em governo sob hegemonia de partido de origem trabalhista, a maioria dos dirigentes do Banco do Brasil era composta por quadros profissionais do próprio Banco. No entanto, isso não evitou, pelo contrário, parece ter acirrado a disputa por poder, rede de intrigas, denúncias, quebra de sigilo bancário e demissões.

Chega a confrontar a direção da maior instituição financeira do Brasil, o Banco do Brasil, com a da principal fundação de previdência complementar da América Latina, a Previ.

Havia dúvida quanto ao futuro do Capitalismo de Estado Neocorporativista. Os "donos do dinheiro", indiretamente, eram os sindicatos organizadores da participação dos trabalhadores nas campanhas de eleições nos fundos de pensão dos empregados das grandes empresas.

Havia exemplos da existência desse fenômeno nos Estados Unidos, através de dois dos maiores fundos de pensão norte-americanos: o *Teachers Union*, de Nova York, e o *Fundo de Pensão dos Funcionários Públicos* da Califórnia. Os dois eram multibilionários e administrados por pessoas antes sindicalistas.

O Capitalismo de Estado Neocorporativista colocava na negociação dos empreendimentos, para atender os interesses nacionais estratégicos, como associados, representantes dos trabalhadores, empresários e banqueiros. Essa conciliação de interesses parecia irritar a extrema-direita, radical e dogmática.

Desde o golpe de abril de 2016, os neoliberais fizeram de tudo para destruir os sindicatos, o Partido dos Trabalhadores e qualquer projeto de Capitalismo de Estado Neocorporativista. Pretendem deixar o Estado mínimo, quando forem escorraçados do Poder Executivo, para onde um capitão foi eleito em circunstâncias superadas.

#### 4.5. Conclusão: Nomenclatura à Brasileira

A *Nomenklatura* (Nomenclatura) é uma palavra latina russificada. Designava a classe dirigente da União Soviética, ligada estreitamente ao aparelho partidário do Partido Comunista.

Durante dezenas de anos, a URSS constituiu modelo totalitário de direção de Estado. Começou a fracassar em 1956, quando no XX Congresso do PC foram revelados os crimes da Era Stalinista.

Até a derrocada total desse regime, foi ficando claro para a esquerda mais lúcida que a URSS não ser um Estado socialista, mas sim um sistema de castas de Ethos culturais diversos, dominada por certa casta de natureza ocupacional relativamente pouco numerosa. Era denominada de Nomenklatura. Explorava a maior parte da população e a dominava graças ao Estado totalitário.

Stalin foi a emanção desta Nomenclatura, onde o órgão do secretariado do PC realizava as nomeações, não somente do aparelho do partido, mas em todos os organismos administrativos, seções do Governo, polícia política, Exército Vermelho, economia, cultura, etc. O fenômeno burocrático foi a característica dominante do chamado stalinismo.

Essa esquecida expressão – *a Nomenclatura* – foi retirada agora do baú da história da esquerda mundial quando se discutia a configuração do Capitalismo de Estado nos países emergentes.

Uma conhecida máxima política diz: só se convoca uma convenção partidária quando tudo já está decidido pelo “Comitê Central”, formado pelos líderes de suas tendências, ou, em alguns casos, pelo cacique político criador (e na prática “dono”) do próprio partido. Evidentemente, ele pode “vender” algumas vagas ou mesmo ceder, “gratuitamente”, para alguns amigos ou parentes.

Todos serão futuros candidatos a cargos nomeados pela Nomenclatura, onde a “troca de favores” será retribuída. Isto está conforme reza “a contribuição brasileira para a civilização” (Sérgio Buarque de Holanda): a do “homem cordial”.

Neste sentido, a sociedade brasileira tem a oportunidade de assistir, em governo de coalizão, seja à esquerda, seja à direita, a partilha de cargos no governo federal. Essa experiência de

constituição de uma base governista com um sistema partidário fragmentado se consolidou no mundo político-partidário.

Aliás, o toma-lá-dá-cá fisiológico resgatou uma antiga tradição de alianças políticas vindoura do período pré-golpe militar. Com este, as patentes, os poderes tecnocráticos e as trocas de favores pessoais ficaram ainda mais restritas.

O critério técnico de mérito e/ou reputação profissional é substituído pelo de “laços afetivos (e efetivos)” com caciques de partidos. Em muitos casos, basta simples diploma de curso superior para justificar a “competência” para o cargo.

Aqui se plantou espécie particular de “jabuticaba” híbrida: o presidencialismo-parlamentarista. Este regime soma os defeitos de ambos: a fragilidade parlamentar do presidencialismo e a ausência de quadros técnicos bem formados e estáveis na burocracia estatal. Uma casta de sábios-tecnocratas seria capaz de blindar os ministérios, as empresas estatais, as fundações, etc. contra o assalto dos parlamentares ao butim.

“Não é na liberação de emenda onde mora o engodo, e sim na triangulação entre parlamentares, seus indicados na máquina de governo e fornecedores públicos. Recebem pelo serviço não prestado. Dos lucros dessa triangulação vivem muitos políticos” (Fernandes, M. C.; Valor, 30/03/12: A15).

Esse apadrinhamento político parece ser normal, em país e, especialmente, no Distrito Federal. Lá tem Senado a “abrigar em sua burocracia verdadeiros clãs encabeçados por funcionários cuja entrada na Casa ocorreu por meio do ‘trem da alegria’, ascenderam a postos-chaves, e agora empregam mulheres, maridos, filhos, irmãos e agregados em cargos de confiança – sem a necessidade de concurso público” (FSP: 23/10/07).

Essa casta de oligarcas-governantes salários muito superiores ao de qualquer professor-titular, membro da casta dos sábios-intelectuais. Estudou durante vários anos e passou em todos os concursos públicos, com defesa de tese, obrigatórios para ascender na carreira universitária.



Os nomes de senadores estão ligados à maioria dos senadores. São os padrinhos da indicação da maioria de seus afilhados, inclusive em cargos públicos supostamente técnicos, cujo acesso deveria ser por mérito.

Apresento abaixo os seguintes argumentos em análise da hipótese de ser possível se configurar (ou não) um Capitalismo de Estado Neocorporativo no Brasil:

1. O Capitalismo de Estado chinês (sob domínio do PCC) e o russo (sob ex-KGB) são derivados de experiências históricas com “socialismo de mercado” e, claramente, se diferenciam do Capitalismo de Mercado norte-americano. O Capitalismo de Estado brasileiro possuiria um Estado interventor, indutor e regulador, capaz de propiciar “salto de etapas históricas”, antes percorridas por países de capitalismo maduro, mas ele ainda busca conquistar maior autonomia tecnológica e financeira.
2. O Neocorporativismo é forma particular de intermediação de interesses entre sociedade civil e Estado. Nele, os interesses gerados na sociedade civil são organizados, seja em sindicatos dos trabalhadores, seja em associações empresariais, cujas estruturas internas centralizadas e hierárquicas impõem a militância político-partidária ou a troca de favor pessoal para obter apoio à ascensão a postos com poder de decisões estratégicas em regime presidencialista de coalizão partidária.
3. Desde a obra de Oliveira Vianna, firmou-se a tradição brasileira de “elitismo autoritário”. Denuncia a inadaptação da República a modelo político alheio à realidade social do País, inspirado no padrão norte-americano e incapaz de organizar o povo brasileiro, destituído da vontade política necessária ao liberalismo. De acordo com essa visão elitista da sociedade brasileira, a superação do atraso não pode resultar da ação espontânea desse povo sem formação cívica, mas somente das elites formadas nas classes profissionais e econômicas.
4. A realidade política de cooptação perdura ao longo dos tempos em terras brasileiras, pois o fosso entre o topo e a base da pirâmide social tende a se esvaír em clientelismo. Cede lugar, sobretudo na mente dos mandatários, à ideia de complementaridade harmoniosa entre funções de direção e

funções de execução. Para as primeiras estariam predestinados os membros da elite política, inclusive militar, sindical e midiática, "personalidades" ou "celebridades", cuja liderança, ou melhor dito, popularidade, teria o consentimento ativo dos outros, isto é, dos "de fora", a maioria do povo, ou seja, constituída por párias.

5. Cientistas sociais e economistas brasileiros, embora reconheçam essa esdrúxula constituição da identidade nacional, têm dificuldade com ela conviver. Eles a comparam com a jabuticaba, fruta típico da *Terrae Brasilis*, ou com ornitorrinco, isto é, "uma mistura esdrúxula da coisa mais avançada do capitalismo financeiro com a coisa mais atrasada do subdesenvolvimento, tal como um mamífero a botar ovo". Na incapacidade de aceitar a Tropicalização Antropofágica Miscigenada, devido à aversão radical ao pragmatismo governamental necessário para dirigir uma economia de mercado, esses intelectuais não percebem a configuração de algo novo com a reestatização de empresas estatais, privatizadas na Era Neoliberal, depois ganharem autonomia relativa sob participações ativas dos fundos de pensão nas negociações, a aprovação do FUNPRESP e outros fundos, além de outros desdobramentos capazes de voltarem a configurar o Capitalismo de Estado no Brasil com maior autonomia tecnológica e financeira.
6. Alteraram-se a regulação e o direcionamento estratégico das grandes empresas brasileiras, seja as estatais, onde o Conselho de Administração define as estratégias da empresa e é presidido por membro do controlador (a União), seja as privadas onde o Estado brasileiro trocou o controle majoritário por minoritário ao adquirir ações de empresas estratégicas, via BNDESPAR e fundos de pensão patrocinados, para elevar a competitividade brasileira. No *modelo de acionista minoritário*, o Estado possui grande influência em todo o Brasil corporativo, inclusive aumentando o retorno dessas companhias sobre seus ativos, pois as participações estatais as proveem de recursos não obtidos no mercado de capitais.
7. Gradualmente, está se criando um modelo de acompanhamento do funcionalismo (sindicalista e/ou aposentado) presente em

Conselhos de Administração e Fiscais, a partir de leis e normas do modelo de governança dos fundos de pensão, patrocinados por empresas estatais. Dentre os critérios de seleção, destacam-se formação acadêmica, experiência profissional e conhecimentos específicos, como direito societário e estratégia empresarial. Politicamente, são os sindicatos e os partidos trabalhistas os organizadores da participação dos funcionários nas campanhas de eleições nos fundos de pensão “donos do dinheiro” de origem trabalhista. O Capitalismo de Estado Neocorporativista coloca na negociação dos empreendimentos, para conciliação e atendimento dos interesses nacionais estratégicos, como sócios, representantes dos trabalhadores, empresários e banqueiros.

8. Se são membros de nomenclatura, elite sindicalista, empresarial e/ou intelectual, ou mesmo “burguesia de Estado”, são perguntas cujas respostas cabem mais a cientistas políticos e sociais.

## 5. Finanças Pessoais dos Trabalhadores

### 5.1. Introdução

“*Os trabalhadores gastam o que ganham; os capitalistas ganham o que gastam*”. Esta hipótese teórica, levantada por Michal Kalecki, estabeleceu-se na mente dos economistas como fosse constatação empírica.

Muitas vezes, por economistas pós-keynesianos, essa abstração é colocada como representativa de determinada época histórica, nos primórdios do capitalismo. Teria ocorrido antes dos grandes saltos tecnológicos na produtividade e das conquistas sociais dos trabalhadores, entre as quais, o direito à propriedade de imóveis, ações e outros ativos financeiros por parte dos trabalhadores intelectuais com alta renda.

Mas, economistas marxistas, acham a exploração total de toda a força do trabalho ser ainda a pura expressão da verdade. Ao não distinguir entre as castas de natureza ocupacional e os párias, excluídos e desocupados, seria a pura realidade aquela generalização, realizada quando Kalecki distinguia entre bens de consumo durável (“capitalistas”) e bens de consumo não durável (“assalariados”).

Com o socialismo realmente existente, ou seja, o Socialismo de Mercado na China, perdeu sentido essa distinção. A revolução comunista produziu uma revolução consumista mundial!

Porém, a esquerda ainda não reconhece, plenamente, a *mobilidade social*, fruto de conquistas sindicais e de partidos de origem trabalhistas, ter permitido a grande número de trabalhadores assalariados a consumir, assim como os capitalistas, apenas parte do incremento de sua renda. Grande parte do capital financeiro acumulado tem origem trabalhista, seja por portfólios de trabalhadores do varejo de alta renda, seja por carteiras dos investidores institucionais como fundos de investimentos e fundos de pensão.

Falta Educação Financeira para espantar aparente surpresa por um aparente “mundo novo” – suposta Era da Desindustrialização, Financeirização e Rentismo – e capacitar a análise da evolução

sistêmica, distinta da tão esperada Revolução no Dia D. Sob o ponto de vista dos indivíduos, não há ainda Educação Financeira universal para incentivar o controle racional dos gastos e o planejamento da vida financeira até a aposentadoria, quando se buscará manter o padrão de vida alcançado durante a vida profissional ativa.

Pelo contrário, a publicidade bombardeia, permanentemente, a virtude pessoal da parcimônia. Mas faz sentido este bombardeio em termos macroeconômicos: aumento da demanda agregada em termos mundiais com a nova divisão internacional do trabalho, onde as indústrias exportadoras se localizam, predominantemente, na China e Sudeste Asiático. A desindustrialização ocorre só no Ocidente...

O “paradoxo da parcimônia” revela o Sofisma da Composição: abster do consumo presente em nome de independência financeira futura é melhor individualmente, porém pior coletivamente. Consumir mais e mais é melhor para a reprodução do sistema. A elevação da demanda agregada permite aumentar vendas, diminuir estoques, produzir mais, ocupar capacidade produtiva, estimular investimentos, gerar empregos e elevar renda.

A discussão a ser feita neste capítulo não será teórica. Pretende-se estudar os comportamentos econômicos dos trabalhadores brasileiros, cuja possibilidade de mobilidade social foi demonstrada na Era Social-Desenvolvimentista (2003-2014). Serão analisadas as motivações de suas decisões econômicas básicas: gastar ou investir.

O objetivo deste artigo é reunir argumentos e evidências empíricas em favor da hipótese de o sucesso das Finanças Pessoais do trabalhador assalariado, propiciando-lhe independência financeira em relação ao empregador ou à Previdência Social, depende mais do próprio sucesso profissional no mercado de trabalho. Mas o planejamento de sua vida financeira o orienta de maneira a conservar, ou seja, não perder a riqueza com tanto esforço laboral para acumular.

Em outras palavras, *o trabalhador não enriquece no mercado de capitais*. Depende mais de aplicações regulares de parte do fluxo de renda de seu trabalho, durante o ciclo de sua vida ativa, até quando consiga viver apenas dos rendimentos financeiros do capital

financeiro acumulado. Vira “rentista” ao substituir os rendimentos do trabalho.

Como foi visto antes, e será analisado no capítulo final, o “rentismo” foi excomungado pela esquerda religiosa. Creio em deus-padre, mas louvo todos os deuses e deixo o mundo ser mundo...

A metodologia de exposição divide o capítulo da seguinte forma. Inicialmente, é feita breve resenha dos principais mitos apresentados na literatura de *autoajuda financeira*. Depois, investiga-se as causas da mobilidade social no Brasil. Em seguida, discute-se os riscos do consumismo e do endividamento excessivo das classes emergentes. No penúltimo tópico se apresenta erros comportamentais recorrentes e, no último, orientações para tomadas de decisões racionais em investimentos financeiros face a possíveis cenários futuros. Finalmente, conclui-se com as deduções-chave do capítulo.

## 5.2. Autoajuda Financeira

“Os livros de autoajuda são produtos semi culturais, cujo conteúdo é invariavelmente pontuado por frases feitas e histórias sem profundidade. Beiram o risível. Apesar dessas características, essas obras não apenas passeiam com frequência pelas mãos de educadores brasileiros, como orientam vários de seus pensamentos e atividades pedagógicas”.

A constatação, em tom crítico, foi feita em entrevista ao Jornal da UNICAMP (18 a 24 de maio de 2009) pelo filósofo e consultor em educação Arquilau Moreira Romão. Ele defendeu, na Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), a tese de doutorado “Filosofia, educação e esclarecimento: os livros de autoajuda para educadores e o consumo de produtos semiculturais”.

Esses textos prestariam, segundo sua avaliação, “um desserviço ao exercício da reflexão e ao desenvolvimento do espírito crítico”. Incomoda-lhe a realidade de pessoas escolarizadas – e, não raro, bem-intencionadas –, devorando receitas de realização pessoal em livros de autoajuda.

Eles vão em direção diametralmente oposta ao lema filosófico do “conhece-te a ti mesmo”. A massificação dessas obras é um fenômeno de mercado editorial crescente não apenas nas livrarias de shoppings, mas, sobretudo, sendo consumidas como se tais obras garantissem algo, assegurassem caminho menos tortuoso, significassem suavidades e levezas ao trabalhador submerso em dura realidade.

Esses livros nutrem-se, preferencialmente, de fórmulas prontas de oferta da felicidade e receituários de sucesso, para atenderem leitores perplexos frente a um “mundo novo financeirizado”, isto é, em transição de uma economia de endividamento para uma economia de mercado de capitais. Infelizmente, suas reflexões individualistas teriam apenas o “eu”, ou seja, a vontade de realização pessoal como condicionamento do sujeito leitor.

O livro de autoajuda é apresentado para o trabalhador como a chave do sucesso centrado na competência individual, deslocado de qualquer contexto sócio histórico, pontuado por ideias e temas do senso comum. Muitos trabalhadores, inclusive com formação em Ensino Superior, fora das Ciências Sociais *lato sensu*, como reféns desse tipo de literatura, acreditam estarem consumindo saber de última geração, quando, na verdade, estão sendo cooptados pelo existente de mais sucateado pela ideologia neoliberal.

Essa ideologia tenta apregoar a abolição das grandes narrativas de conquistas coletivas, impondo a superficialidade, o verniz do individualismo e das soluções particulares. Enfim, atende à busca da felicidade individual com o consumismo incentivado pela atual indústria cultural.

Interessa conhecer quem é o trabalhador em busca esses pseudos ensinamentos. Este trabalhador contemporâneo, classificado como “intelectual”, está pressionado para demonstrar elevados índices de produtividade ao adotar tecnologias *high tech*, inclusive em *home office* ou fábricas robóticas ou automatizadas.

Ele consome esse gênero de literatura e se emociona com a possibilidade de soluções fantasiosas para os dilemas da carreira. Acha ser possível repetir as histórias pessoais publicadas como fosse reproduzíveis.

Estes livros sabotam o Princípio Primeiro da Educação: *esclarecer o homem para ele transformar a natureza, a si mesmo e a sociedade onde vive*. Esse trabalhador teve formação acadêmica precária, quando aprendeu a substituir as horas de dedicação à leitura profunda e formação das bases da cultura clássica pelas horas de entretenimento barato, pela informação aplicável imediatamente na realidade e pela absorção de ensino instrumentalizado.

O trabalhador alienado em relação ao produto de seu trabalho apela para explicações moralizantes, emocionais e religiosas para explicar o seu "*karma*". Ele não apenas conta o mês-a-mês até se aposentar, mas faz questão de divulgar isso publicamente, para justificar seu pouco apreço por sua "vida de servidão voluntária".

Ele saboreia o travo amargo da autoestima baixa de sentir-se inferiorizado diante dos padrões de vida das "celebridades" alegres com aparências de ricos. Porém, não sabe explicar a razão do mundo presenciado a partir de alguma perspectiva histórica.

Arquilau Moreira Romão não vê nenhuma contribuição destas obras ao processo de formação do leitor. Pelo contrário, a explosão dos livros de autoajuda justifica-se como sendo um dos pilares sustentadores da ideologia neoliberal.

Ela apregoa as saídas individuais para problemas estruturais da sociedade. Cria, para o sujeito leitor, a falsa imagem de possuir todas as soluções em seu interior, em sua mente, em seus afetos, escamoteando a conjuntura sócio histórica na qual vive.

Os livros de autoajuda para Educação Financeira cumprem, de acordo com essa visão, apenas *a função anestésica de inebriar os indivíduos*, tirando-lhes a capacidade crítica. Estas obras (e seus autores palestrantes) têm sido consumidas e citadas em reuniões empresariais de planejamento como traço supostamente motivacional.

A educação apoiada no viés ideológico neoliberal não se preocupa com as reflexões radicais sobre os processos e os contextos. Pior é quando a própria abordagem marxista, crítica ao capitalismo, se surpreende com sua evolução "desindustrializada", ao dispensar o exército industrial de reserva, e prega uma involução: movimento de regressão, de volta, de retrocesso, de recuo.



A passagem no tempo do heterogêneo ao homogêneo, do diverso ao mesmo, do múltiplo ao um: *a involução opõe-se à diferenciação*. Infelizmente, boa parte dos meus amigos e companheiros de esquerda se perderam, intelectualmente, na luta binária do “nós contra eles”, sendo o terceiro – ela própria composta predominantemente por trabalhadores intelectuais – excluído.

Segundo Arquilau Moreira Romão, o autor de autoajuda vê o seu consumidor como alguém a receber seu receituário, cujas prescrições estabelecem modos de comportamento e de ação. O leitor é apenas um consumidor alienado – e deve assim seguir a receita sem questionamento e sem reflexão.

A razão instrumental esclarece como tais receitas de sucesso ou felicidade sabotam a crítica emancipadora e a possibilidade de entendimento da vida social. Exemplos disso são os títulos: *Como fazer amigos e influenciar pessoas; Como conseguir tudo o que você quer da vida; Como fazer as pessoas gostarem de você à primeira vista; Como obter o máximo de si mesmo; Como enfrentar situações de perda; Como desfrutar sua vida e seu trabalho; Como alcançar a realização plena; Como desenvolver o poder de sua mente; Como criar uma vida encantada; Como atrair dinheiro; etc.*

Ao oferecer receitas prontas e apagar a dúvida e a crítica em torno delas, os livros de autoajuda vendem ilusões e fantasias. A mais gritante delas está no fato de propor todos, igualmente, terem o mesmo poder na nossa sociedade, sociedade esta crivada de injustiças, assimetrias de poder, diferenças entre classes sociais.

Também se promove a inversão de atribuir à pessoa a culpa pelo seu não-poder de realização em todos os sentidos. Enfim, se alguém não alcançar o sucesso, é porque não quer ou porque é incompetente para tal.

Outros exemplos citados por Arquilau Moreira Romão são: *O poder infinito de sua mente; O poder do pensamento positivo; O poder do subconsciente; O poder dos anjos; Você pode ser criança.*

O poder evocado nos títulos constrói imagem de realização fantástica e mágica. Reclama pouco investimento a não ser a leitura do livro.

Apenas lendo o livro é possível tornar-se brilhante, rico, saudável, feliz, iluminado e sonhador. Esses títulos promovem a emergência de provérbios ou verdades universais acima de qualquer suspeita ou dúvida: *O sucesso não ocorre por acaso; A arte do perdão; O sucesso está no equilíbrio; O homem é aquilo que ele pensa; Terapia do coração aberto; Só o amor pode avançar; A luz que vem do céu...*

Para Arquilau Moreira Romão, esses livros vendem muito porque, supostamente, regularizam, normatizam e padronizam todos os comportamentos de modo a os tornarem compatíveis com a felicidade. Longe de erigirem sombras de dúvidas, dissipam-nas.

O alarde de soluções, para todos os tipos humanos, todos os temas, todos os problemas, etc., parece ser o trunfo desse tipo de literatura. Este trunfo é municiado pela semi-formação e semi-cultura, capazes de banalizar o mau gosto, disseminar obras rasteiras, vender e fazer consumir *pílulas de alienação* para os seres humanos continuarem a reproduzir seus papéis sociais sem mudança, sem a chama da transformação das relações seja alimentada.

Leite (2008: 4) observa "a forte tendência da autoajuda convergir em temas sobre o mercado financeiro, isto é, explodem livros sobre a '*ciência de ficar rico*'. Isso dá origem ao ramo da autoajuda denominado de Finanças Pessoais.

Este segmento pretende ensinar crianças, jovens, adultos e idosos como planejar e conquistar a independência financeira. Isto é, passa-se a enfatizar a autoajuda como orientação prática para o sucesso pessoal e financeiro.

Fala-se em sanear problemas interiores e exercitar o poder do pensamento positivo. Tem em vista potencializar os indivíduos para o sucesso e poder financeiro".

Um contraponto merecedor de reflexão indagaria: essa oferta de autoajuda financeira criou a demanda ou vice-versa? Não haveria, de fato, demanda social pela Educação Financeira, não propiciada no ambiente familiar nem tampouco no escolar, inclusive universitário?

Os primeiros resultados da pesquisa de Leite (2008: 18) demonstram "o pensamento em processo de constituição, no Brasil,

pelo movimento da autoajuda sobre Finanças Pessoais, atrelado ao desenvolvimento do mercado de capitais, ambos acabam regulamentando um estilo de vida, ligado, principalmente, à *ideia de dinheiro* [enriquecimento financeiro]. Ele é capaz de se estabelecer uma conduta de vida aos indivíduos”.

O pressuposto é: “não há nada de errado com o mundo”. Logo, “você tem de mudar e não o mundo”! *Conduzir para não ser conduzido*.

Os discursos de autoajuda ajudariam a construir um modelo profissional capaz de se afinar com os valores da sociedade capitalista atual. Forma-se a ideia de toda a felicidade e toda satisfação definitiva na vida são ligadas, intrinsecamente, à *posse de dinheiro*.

Este pensamento vem se constituindo, no Brasil, pelo movimento da autoajuda. Ligado à ideia de dinheiro, é capaz de inculcar determinada conduta de vida aos indivíduos, mudando mentalidades e modos de agir.

Inspiradas em tais críticas, serão feitas, neste capítulo, em subtópicos, análises de duas obras de autores de autoajuda voltados para educação financeira: Robert Kiyosaki e Sharon Lechter (*Pai Rico – Pai Pobre*) e Equipe da Letra & Lucros sob coordenação das jornalistas Mara Luquet e Andrea Assef (*Você tem mais dinheiro do que imagina: um guia para suas finanças pessoais*).

Nesses livros, consumidos avidamente por pessoas leigas, será feito levantamento dos temas mais repetidos, dos tópicos mais recorrentes e das mensagens mais frequentemente anotadas.

#### 5.2.1. *Pai Rico, Pai Pobre* – o que os ricos ensinam seus filhos sobre dinheiro

O livro “*Pai Rico, Pai Pobre – o que os ricos ensinam seus filhos sobre dinheiro*” está na lista de *best-sellers* mundiais. Conta a história de um dos autores do livro, Robert T. Kiyosaki.

“Tive dois pais, um rico e outro pobre.

Um era muito instruído e inteligente; tinha o Ph.D. e fizera um curso universitário de graduação, com duração de quatro anos, em

menos de dois. Foi então para a Universidade de Stanford, para a Universidade de Chicago e para a Northwestern University, sempre com bolsa de estudos. O outro pai nunca concluiu o segundo grau.

Ambos foram homens bem-sucedidos em suas carreiras e trabalharam arduamente durante toda a vida. Ambos auferiram rendas consideráveis.

Contudo, um sempre enfrentou dificuldades financeiras. O outro se tornou o homem mais rico do Havaí. Um morreu deixando milhões de dólares para a sua família, para instituições de caridade e para sua igreja. O outro deixou contas a pagar” (Kiyosaki & Lechter; 2008: 21).

Com o pai rico (e inculto) Kiyosaki aprendeu a lidar com o “mundo real” dos negócios. Desdenhou a herança cultural deixada pelo pai pobre (e culto): *Freud explica...* Os valores culturais, isoladamente, não são reconhecidos como símbolos de sucesso na sociedade capitalista contemporânea.

“Quando as pessoas me perguntam qual a razão capaz de ter me levou a querer ser rico, digo ter sido a combinação profunda e emocional dos ‘quero’ e ‘não quero’. Listarei alguns.

Primeiro, os ‘não quero’, pois são eles que criam os ‘quero’. Não quero trabalhar a vida inteira. Não quero o que meus pais aspiravam para mim: a segurança no emprego e uma casa no subúrbio. Não quero ser um empregado. Odiava quando meu pai não assistia a meus jogos de futebol porque estava ocupado com sua carreira. Odiava ver meu pai trabalhando arduamente, e o governo levando boa parte do obtido por ele quando morreu. Ele não pôde nem mesmo deixar para os filhos aquilo pelo qual tinha trabalhado tanto. Os ricos não fazem isso. Eles trabalham arduamente e deixam um legado para seus filhos.

Agora os ‘quero’. Quero ser livre para viajar por todo o mundo e viver o estilo de vida do meu gosto. Quero fazer isso ainda jovem. Quero ser simplesmente livre. Quero controlar meu tempo e minha vida. Quero fazer o dinheiro trabalhar para mim” (Kiyosaki & Lechter; 2008: 199).

Para entender sua fuga do mundo do trabalho, é necessário conhecer como ocorreu sua “acumulação prévia”, isto é, o ponto de partida de seu capital. Começou esforçando-se para alcançar a meta de deixar de ser empregado e passar a cuidar de seus próprios negócios.

No primeiro momento, com toda a atenção dada ao aumento de seus ativos, tornou-se *o melhor empregado*. Trabalhava, diligentemente, juntando todo o dinheiro possível com comissões de vendas de máquinas Xerox para adquirir imóveis no Havaí. Como em todos os lugares no início do processo de urbanização, “estava começando a crescer, e havia fortunas a serem feitas (...) por volta de 1978”.

Em menos de três anos, ele já estava faturando mais em sua pequena empresa imobiliária em vez de ser como vendedor na Xerox. Nesta grande empresa, onde “tinha um dos melhores programas de treinamento em vendas nos Estados Unidos”, aprendeu a negociar.

O dinheiro ganho, contabilizado na sua coluna de ativos, era dinheiro a trabalhar para ele. “Logo o fluxo de caixa de minhas propriedades permitiu minha empresa comprar meu primeiro Porsche. (...)”

Estava gastando minhas comissões em ativos. Meu dinheiro estava trabalhando arduamente para ganhar mais dinheiro. Cada dólar de minha coluna de ativos era um grande empregado, dando duro para fazer mais empregados, e comprando para o chefe um novo Porsche a ser deduzido da renda tributável” (Kiyosaki & Lechter; 2008: 124).

O livro apresenta *seis lições básicas*. Segundo seus autores, ajudarão a enriquecer. São elas:

1. “ricos não trabalham pelo dinheiro (o dinheiro trabalha para eles)”;
2. “alfabetização financeira”;
3. “cuidar dos próprios negócios”;
4. “planejamento tributário (elisão de impostos) via sociedade anônima”;

5. “ricos inventam dinheiro” (caçam oportunidades de comprar abaixo do valor de mercado e revender rapidamente);
6. “trabalhar apenas para aprender, não trabalhar pelo dinheiro”.

Em poucas palavras, trabalhadores não enriquecem (muito)! Para enriquecer (mais), tem de deixar de trabalhar, logo quando enriquecer (um pouco)! Não fosse a gradação, beiraria o *pensamento circular tautológico* com a repetição de uma mesma ideia através de palavras diferentes...

“As *principais habilidades administrativas* necessárias para o sucesso são:

1. gestão do fluxo de caixa;
2. gestão de sistemas (incluindo você e o tempo dedicado à família);
3. gestão de pessoal.

As habilidades especializadas mais importantes são *vendas e compreensão da comercialização*. É a habilidade de vender, portanto, de *comunicar-se* com outro ser humano, seja cliente, funcionário, chefe, cônjuge ou filho, a básica para o sucesso pessoal. São *habilidades de comunicação* como *redigir, falar e negociar*. Elas são cruciais para uma vida de sucesso” (Kiyosaki & Lechter; 2008: 171).

O livro se apresenta como um guia sobre *alfabetização financeira*. Esta despertará o gênio oculto nos leitores.

Deste modo, o “Pai Rico”, aquele sem nunca concluir sequer o segundo grau, vai “ensinar” os *passos para a acumulação de riquezas*. Resume-se à velha regra-de-ouro do comércio: *comprar barato e vender caro*, acertando em uma tendência firme de elevação de preço.

“Pai Rico, Pai Pobre” vai se construindo sempre trabalhando com dualidades — rico/pobre, inteligência/segurança, capitalista/socialista, razão/emoção, bom/mau. Constata-se pela leitura do livro o empenho dos autores em transformar a imagem do capitalista, especulador, homem de negócios rico em homem simplesmente inteligente!

Seria inteligente por ter feito o dinheiro trabalhar para ele próprio – e assim não seria *escravo do próprio dinheiro*. Com esse beabá de frases feitas, o livro é considerado a “grande bíblia” das Finanças Pessoais.

O escritor Robert Kiyosaki, co-autor do best-seller *Pai Rico, Pai Pobre*, pioneiro nessa onda de livros comerciais sobre Finanças Pessoais, diz lugares comuns como tal: “a classe média compra *passivos* pensando serem *ativos*”. Em português claro, endivida-se para adquirir moradias suntuosas e/ou carros de luxo por razão de status – e fica com sua “fortuna” imobilizada e depreciando-se.

Detalhe: residência principal não é considerada em contabilização de riqueza pessoal. Comprar carro é “rasgar dinheiro”.

Ele fala com a autoridade de quem se aposentou aos 47 anos – rico, é claro – de seu trabalho alienado. Não trata do caso do trabalhador criativo a se interessar pelo produto resultante de seu esforço cotidiano como fonte de prazer criativo e não alienado.

Os autores afirmam: a escola não prepara as crianças para o mundo real. Como ficar rico então?

Fórmula simples: os ricos não trabalham pelo dinheiro e sim colocam o dinheiro para trabalharem para eles. Na prática, é simplesmente *colocar o dinheiro para gerar mais dinheiro...* caso tenha dinheiro!

Isso se faz através dos mais diversos investimentos. Segundo esses autores, “as pessoas menos instruídas não sabem investir, pois apenas gastam todo o dinheiro ganho. Inapelavelmente, acabam entrando na Corrida dos Ratos”.

A “Corrida dos Ratos”, expressão norte-americana para descrever a *trajetória de vida dos “perdedores”*, isto é, trabalhadores e seus descendentes, critica determinado comportamento coletivo.

“Se você observar a vida das pessoas de instrução médias, trabalhadoras, você verá uma trajetória semelhante. A criança nasce e vai para a escola. Os pais se orgulham porque o filho se destaca, tira notas boas ou altas e consegue entrar na universidade. O filho se forma, talvez faça uma pós-graduação ou siga uma carreira segura e tranquila. Encontra esse emprego, quem sabe de médico ou de

advogado, ou entra para as Forças Armadas ou para um serviço público.

Geralmente, o filho começa a ganhar dinheiro, chega um monte de cartões de crédito e começam as compras, se já não tinham começado. Com dinheiro para torrar, o filho vai aos mesmos lugares aonde vão os jovens, conhece alguém, namora e, às vezes, casa. A vida é então maravilhosa, porque, atualmente, marido e mulher trabalham. Dois salários são uma benção. (...)

Vai passando o tempo, nascem as crianças e começam os gastos, a velhice vai se aproximando e é preciso poupar, lembram da faculdade das crianças (...).

O feliz casal, nascido há 35 anos, está agora preso na armadilha da *Corrida dos Ratos* pelo resto de seus dias. Eles trabalham para os donos da empresa, para o governo, quando pagam os impostos, e para o banco, quando pagam cartões de crédito e hipoteca.

Então, eles aconselham seus filhos a estudar com afinco, obter boas notas e conseguir emprego ou carreira seguros. Eles não aprendem nada sobre dinheiro, a não ser com aqueles aproveitadores de sua ingenuidade de trabalharem, arduamente, durante a vida inteira. O processo se repete com a geração seguinte de trabalhadores. Esta é a *Corrida dos Ratos*".

A classe média se encontra em estado de constantes dificuldades financeiras. Sua renda principal é gerada por salários. Quando seus salários aumentam, os impostos também aumentam. Suas despesas tendem a crescer no mesmo montante de seus salários, daí a expressão "Corrida dos Ratos".

Ela considera *o imóvel residencial como seu principal ativo*. Quando sua renda se eleva, compra casa maior ou consome bens de luxo em lugar de investir em *ativos geradores de mais renda*.

O problema, segundo os autores de *Pai Rico, Pai Pobre* não estaria entre ser empregado ou empregador, mas entre ter o controle de seu próprio destino ou entregar esse controle a alguém. A tese de Robert Kiyosaki e Sharon Lechter é *a formação proporcionada pelo*



*sistema de ensino não preparar os jovens para o mundo real dos negócios, onde estarão depois de formados.*

Naturalmente, querem convencer mais e mais a seus leitores de seus seis livros sobre Finanças Pessoais. Eles venderam 26 milhões de exemplares no mundo (e 53 edições no Brasil), desde o lançamento em 1997, os permitirá lançar, em breve, "Os casos de sucesso de quem leu *Pai Rico, Pai Pobre*"! Certamente, não conseguirão encontrar tantos casos quanto leitores...

"Como os estudantes deixam a escola sem habilidades financeiras, milhões de pessoas instruídas obtêm sucesso em suas profissões, mas depois se deparam com dificuldades financeiras. Trabalham muito, mas não progridem.

O que falta em sua educação não é saber *como ganhar dinheiro*, mas *como gastá-lo* – o que fazer com ele depois de tê-lo ganho. Chama-se *aptidão financeira* – o que você faz com o dinheiro depois de ter o ganhado, como evitar as pessoas lhe tirarem o dinheiro, quanto tempo você o conserva, e o quanto esse dinheiro trabalha para você.

A maioria das pessoas não descobre o motivo de suas dificuldades financeiras porque *não entende os fluxos de caixa*. Uma pessoa pode ser muito instruída, bem-sucedida profissionalmente e ser analfabeta do ponto de vista financeiro.

Essas pessoas muitas vezes trabalham mais além do necessário, porque aprenderam a trabalhar arduamente, mas não como fazer o dinheiro trabalhar para elas" (Kiyosaki & Lechter; 2008: 81).

A regra mais importante, para esses autores, é contábil: *conhecer a diferença entre ativo e passivo!* Logo quando a pessoa consiga entender a diferença, concentra seus esforços na *compra exclusiva de ativos geradores de renda*.

Essa é a melhor maneira de dar *o primeiro passo para se tornar rico*. Se continuar fazendo isso, sua coluna dos ativos crescerá.

Concentra-se em reduzir passivos e despesas. Isso aumentará o dinheiro disponível para continuar aumentando a coluna dos ativos.

Logo, a base de ativos será tão profunda a ponto de a pessoa poder permitir-se olhar para *investimentos mais especulativos*.

Eles mentem ao sugerir haver investimentos capazes de ter retornos variantes entre 100% e o infinito! Investimentos onde US\$ 5 mil podem se transformar, rapidamente, em US\$ 1 milhão ou mais!

Para eles, estes são “investimentos considerados pela classe média ‘demasiado arriscados’. O investimento não é arriscado. É a falta de simples *inteligência financeira*, a começar pela *alfabetização financeira*. Sua ausência leva o indivíduo a ver ‘muito arriscado’”.

Da mesma maneira, esses autores têm suas definições de ativos e passivos, assim como também tem sua própria definição para riqueza. A *riqueza* é a capacidade de alguma pessoa sobreviver tantos dias a mais se parar de trabalhar.

Para mensuração de *quanto tempo poderá sobreviver sem trabalhar*, deve considerar, naturalmente, a manutenção de seu padrão de vida no momento da decisão. Ao contrário do *patrimônio líquido*, isto é, a diferença entre valores de mercado dos ativos e passivos, representativos, de um lado, das opiniões voláteis de pessoas sobre o valor das coisas, e de outro, dos contratos de dívidas com valores corrigidos para cima, eles acham “essa definição cria a possibilidade de desenvolver mensuração verdadeiramente acurada”.

Poderia assim medir e saber realmente em qual estágio está em termos de seu objetivo de tornar-se financeiramente independente. Embora o *patrimônio líquido*, frequentemente, inclua ativos sem gerar dinheiro, como bens de consumo duráveis (como automóvel de uso pessoal), a *riqueza mede quanto rendimento o próprio dinheiro está gerando* e, portanto, a sobrevivência financeira.

A *riqueza*, definida convencionalmente como *estoque*, para esses autores é a medida da diferença do *fluxo de caixa de entradas*, gerado pela coluna dos ativos, em comparação com o *fluxo de caixa de saídas* da coluna das despesas. Levianamente, não apresentam nem o conceito de *valor presente* para medir, de maneira mais rigorosa, os fluxos futuros de entrada e saída de caixa descontados, considerando o custo de oportunidade ao longo do tempo, dada a esperança de vida.

Eles supõem: quando a pessoa tem *renda gerada por ativos*, a cada mês, cobrindo totalmente suas despesas mensais, ela ainda não está *rica*, mas está *abastada*. Se ela deseja aumentar essas despesas, precisa primeiro *aumentar o fluxo de caixa de entrada*, gerado por seus ativos, para manter esse nível de vida.

Observam, nesse ponto, *ela não depender mais de seu salário*. Ela se concentra “com sucesso” em construir sua coluna de ativos. Estes geradores de rendimentos (dividendos, juros e/ou alugueis) lhe tornou financeiramente independente.

Se largar seu emprego, poderá cobrir suas despesas mensais com o fluxo de caixa gerado por seus ativos. Seu próximo objetivo poderia ser empregar o excedente de seu fluxo de caixa no investimento em mais ativos.

Quanto mais dinheiro for destinado para a coluna dos ativos, mais esta crescerá. Quanto mais seus ativos crescerem, mais aumentará seu fluxo de caixa.

Enquanto ela mantiver suas despesas inferiores ao fluxo de caixa gerado por esses ativos, ela se tornará mais rica. Terá mais e mais fontes de renda além de seu trabalho físico.

Esses contabilistas, quando escreveram, não avaliavam a “marcação a mercado” futura dos ativos, isto é, a possibilidade real dos valores de mercado despencarem. Imersos em fase ascendente de bolha de ativos, no caso em imóveis, mais adiante em ações, projetavam os ganhos de capital e os dividendos serem eternos sem flutuações cíclicas.

Não alertaram para *o risco não diversificável*. Daí não avaliaram a possibilidade de perda futura, durante eventual crise sistêmica.

O aconselhamento financeiro se resume a sugerir ser conservador em Finanças Pessoais. Aconselha, prioritariamente, adquirir ativos, formas de manutenção de riqueza, e não bens de consumo duráveis, formas de demanda final não rentável.

“Pense deste modo, logo quando um dólar entra na coluna dos ativos, ele se transforma em seu empregado. O melhor do dinheiro é ele trabalhar 24 horas por dia e poder fazê-lo durante gerações”!

Não informam sequer os juros compostos não trabalharem durante os fins de semana e feriados. Bolsas de valores funcionam só em horários comerciais. Alugueis dependem de negociações com locatários, para os imóveis não ficarem vazios com custos de manutenção (condomínios, IPTU, gastos para não depreciação, etc.) e custo de oportunidade, sujeito à taxa de juro básica. O ciclo de preços de imóveis também afeta essas negociações.

Eles até toleram a ideia de o trabalhador ficar no seu emprego, ser ótimo empregado, se estiver ainda construindo essa coluna de ativos. Quando seu fluxo de caixa crescer, suficientemente, ele poderá comprar alguns artigos de luxo. Fazem distinção: os ricos tendem a comprar os artigos de luxo por último, enquanto pobres e classe média tendem a fazê-lo antes do enriquecimento com endividamento.

“Nos Estados Unidos, os pobres e a classe média, frequentemente, compram itens de luxo como casas grandes, diamantes, peles, joias ou barcos porque desejam parecer ricos. Parecem ricos, mas na verdade estão afundando em dívidas.

As pessoas já com dinheiro, os ricos em longo prazo, constroem primeiro sua coluna de ativos. Então, com a renda gerada por sua coluna de ativos, compram os artigos de luxo.

Os pobres e a classe média compram artigos de luxo com seu próprio suor, mas também com a herança de seus filhos. O luxo verdadeiro é a recompensa por ter investido e desenvolvido a coluna de ativos” (Kiyosaki & Lechter; 2008: 112).

Em síntese, Robert Kiyosaki e Sharon Lechter acham o QI financeiro encontra-se em quatro grandes áreas de conhecimento:

1. *contabilidade* (“alfabetização financeira”),
2. *investimento* (“ciência do dinheiro”),
3. *entendimento dos mercados* (“ciência da oferta e da demanda”),
4. *lei* (“planejamento tributário ou arte de aproveitar vantagens tributárias” e “proteção contra processos judiciais”).

Se alguém aspira a grande fortuna, segundo eles afirmam, “é a combinação dessas habilidades capaz de amplificar sua inteligência financeira”. A *inteligência financeira* é a sinergia entre contabilidade, investimento, *marketing* e Direito.

### 5.2.2. Você tem mais... dinheiro do que imagina

As jornalistas Mara Luquet & Andrea Asseft, autoras de “*Você tem mais... dinheiro do que imagina*”, escrevem de modo mais prosaico. Aconselham fazer *orçamento*: contar apenas com a quantia de sobra depois de estabelecer a reserva necessária para alcançar os objetivos.

Então, antes de começar o orçamento, tem de se estabelecer *prioridades*. Para fazer escolhas, é necessário contemplar conceito fundamental em qualquer plano de investimento: *custo de oportunidade*.

Referem-se àquilo deixado de ganhar por escolher determinado ativo e não outro. Torna-se o patamar mínimo para se avaliar a escolha realizada.

Com o orçamento, define-se onde gastar ou investir com o dinheiro ganho. Para se proteger contra compras por impulso, deve-se pensar bastante no possível de se fazer com aquele dinheiro no futuro, depois de investi-lo.

Os *gastos fixos* são, geralmente, necessários. Os *gastos variáveis* são passíveis de esforço de redução em determinado percentual.

Os *gastos arbitrários* são dispensáveis de se fazer, rotineiramente, por exemplo, gastar com roupas, restaurantes e lazer. É possível estipular determinado limite mensal para estes últimos gastos.

Quanto às *dívidas*, de antemão, o melhor é evitá-las! Para assumi-las, é necessário calcular se a rentabilidade de aplicações possuídas estará acima do custo do endividamento.

Caso a taxa de juros cobrada pela dívida for superior ao rendimento das aplicações, vale resgatar parte do dinheiro em estoque e liquidar a dívida ou, desde logo, pagar a compra à vista.

Com raciocínio semelhante, quando se faz financiamento para adquirir residência, o devedor estará sujeito a pagar prestação maior em relação ao pago em aluguel de imóvel semelhante. Neste caso, será melhor calcular: capitalizar pela taxa de juro de mercado a diferença entre o pago no aluguel e o valor da prestação do imóvel. Com o resultado, verificar em quantos anos conseguiria adquirir à vista a “casa própria” se apenas investisse essa diferença. Pode-se, então, comparar esse tempo com o prazo total necessário para pagar o financiamento imobiliário.

Essas autoras são mais realistas (e menos narcisistas), pois reconhecem, para conquistar a independência financeira, ser necessário planejamento, boas aplicações, tempo e, pelo menos, um pouco de dinheiro! Com a necessidade dessa acumulação prévia, começar a investir depende de, antes, ter fluxo de caixa positivo, isto é, as entradas de dinheiro devem ser superiores às saídas em determinado período.

Primeira dica? Fugir das dicas! Cuidar do próprio dinheiro com boas informações factuais e planejamento. Não transferir responsabilidade por perdas para terceiros. Conhecer a própria aversão a riscos. Controlar a elevação da ganância devido à onda de euforia.

Escolher ativos exige observar os movimentos de preços com *correlação negativa*, ou seja, aqueles com reações de maneira oposta a determinados eventos da economia. Essa alocação de ativos (*asset allocation*) com preocupação de diversificar riscos, em longo prazo, é considerada, teoricamente, mais relevante para evitar perdas sem compensação, se comparada à estratégia de *market timing* em curto prazo para maximizar ganhos: assumir o risco de sempre acertar os momentos de entrada/comprar (no “fundo do poço”) e de saída/vender (no “auge”) da Bolsa de Valores.

As metas devem ser colocadas de acordo com a linha do tempo.

Em curto prazo, devem estar todos os investimentos “conservadores” a ser resgatados em até 12 meses.

Nas aplicações em médio prazo, a parcela da carteira de investimentos a ser direcionada aos mercados de maior risco, como ações, ainda deve ser pequena.

Longo prazo, em economia estável, pode ser considerado acima de cinco anos ou mesmo em décadas. Neste caso devem ser enquadradas as aplicações de maior risco.

Naturalmente, de acordo com o modelo de ciclos de vida financeira, os investimentos financeiros devem ser relacionados às diversas fases da vida. Quando *jovem*, mais longos e arriscados; em *meia-idade*, em médio prazo e moderados; *idoso* à véspera da aposentadoria, conservadores e líquidos.

### 5.3. Causas da Mobilidade Social no Brasil

No Brasil, há esperança de se manter a mobilidade social entre gerações. Pastore & Silva (2000) revelam, no século passado, quase dois em cada três brasileiros chegaram à situação social melhor se comparada à de seus pais, isto é, a da geração anterior. O Brasil, com 63% de mobilidade, se colocava bem em relação aos demais países estudados em comparações internacionais.

De modo geral, a maioria subiu pouco e uma minoria subiu muito na escala social. A maior parte da população passou de estrato social baixo para outro imediatamente superior. A menor parte saltou vários degraus na escala social.

Em novo estágio histórico, há possibilidade de continuar a mobilidade social. Entre os fatores atuais, destaca-se o aumento do tempo de estudo.

Entre esses brasileiros "alpinistas", destacavam-se como "celebridades" aqueles com talentos pessoais nas artes e nos esportes, mas não só. Dada a massificação tardia do Ensino Superior, os primeiros graduados em Universidades de excelência se tornaram membros de castas de natureza ocupacional.

A conjugação desses movimentos manteve, no início, baixa a relação entre os trabalhadores intelectuais e os manuais. Provocou extensão da estrutura social em termos de níveis de escolaridade e, portanto, *acentuação da desigualdade*.

Quando o país completar a massificação do ensino, inverterá essas posições através da abundância de trabalhadores intelectuais e da escassez de trabalhadores manuais, diminuindo o leque salarial e, portanto, melhorando a distribuição de renda.

Ao contrário de outros países, estimava-se, no Brasil do fim do século XX, quase 3/4 da população ainda exercer ocupações manuais, sendo 1/4 dos indivíduos no estrato mais baixo (ocupações manuais rurais) e 2/4 nos estratos manuais urbanos. Em 1985, eram 23,4 milhões pessoas ocupadas nos estabelecimentos rurais. Mas em 2017, já tinha caído para 15,1 milhões.

O grosso da mobilidade ascendente foi na base da pirâmide social, mesmo porque grande parte dos pais era de origem rural, o *status* social considerado mais baixo. A partir desse nível, toda e qualquer movimentação dos filhos, inclusive a migração para cidades, representou ascensão social.

A abertura de oportunidades profissionais impulsionou grande quantidade de indivíduos a atingir situação social mais alta em relação à de seus pais. A *economia rural* deixou de predominar face à *economia urbano-industrial*. Agora, vive-se a passagem para a predominância de uma *economia de serviços digitais*.

Outros fatores de mobilidade social são a elevação da escolaridade feminina e o ingresso da mulher no mercado de trabalho, elevando a renda da família. O controle da natalidade é consequência natural de maior nível educacional, e diminui a taxa de fecundidade. Menos filhos resultam em maior renda per-capita familiar.

O número de empregados com carteira de trabalho assinada no setor privado, não incluindo trabalhadores domésticos, entre outubro e dezembro de 2020, foi estimado em 29,9 milhões – menor número de fim de ano já registrado na série histórica, iniciada em 2012. Isso representa queda de -11,2% (menos 3,8 milhões), na comparação com o mesmo período de 2019.

O número de *empregados sem carteira assinada* no setor privado chegou a 10 milhões de pessoas. Em plena pandemia, houve um recuo de -15,8% (menos 1,9 milhão de pessoas) na comparação com o mesmo trimestre de 2019.



Já o número de *trabalhadores por conta própria* somava 23,4 milhões de pessoas. Ele teve queda de -5,2% (menos 1,3 milhão) na comparação com o mesmo período de 2019.

Quanto a *empregadores*, o número caiu de 4,442 milhões no último trimestre de 2019 para 3,922 milhões no último trimestre de 2020. Os dados fazem parte da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (Pnad Contínua), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

No Brasil existem 6,4 milhões de estabelecimentos formais. Desse total, 99% são micro e pequenas empresas (MPE). As MPEs respondem por 52% dos empregos com carteira assinada no setor privado (16,1 milhões). De acordo com o Portal do Empreendedor, no Brasil, existiam 3,7 milhões de Microempreendedores Individuais (MEI) em dezembro de 2013.

Pesquisa do *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) mede as taxas de empreendedorismo mundial. As taxas de Empreendedorismo Inicial, Estabelecido e Total registradas na pesquisa GEM de 2019, colocam o Brasil em uma posição de destaque entre os 55 países participantes do levantamento.

O Brasil apresenta a 4ª maior Taxa de Empreendedorismo Inicial – negócios com até 3,5 anos de existência – entre os países incluídos da pesquisa. Essa marca de TEA (23,3%) é superior às registradas, por exemplo, nos países do BRICS, EUA, Colômbia, México e Alemanha.

Considerando a Taxa de Empreendedores Estabelecidos – negócios com mais de 3,5 anos de existência –, o Brasil apresenta a 2ª maior marca Global: TEE de 16,3%. O resultado também coloca o país em posição de liderança entre os BRICS, EUA, Colômbia, México e Alemanha.

Destaque semelhante é o alcançado com a Taxa Total de Empreendedorismo (TTE de 38,7%), onde o Brasil apresenta a 4ª melhor marca do mundo e a maior taxa entre os BRICS. Em 2019, essa TTE foi a segunda da série histórica: a maior aconteceu em 2015 (39,3%), no fim da Era Social-Desenvolvimentista.

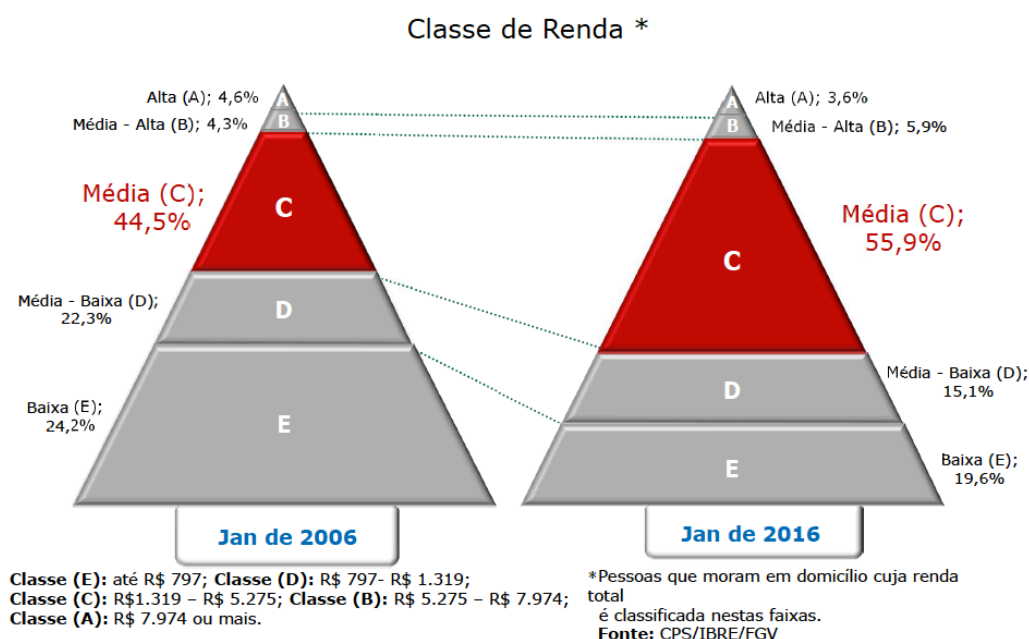
Em números absolutos, em 2019, estimou-se haver 53,5 milhões de brasileiros (18-64 anos) à frente de alguma atividade empreendedora.

Em 2019, também se verificou a maior diferença nas taxas dos dois estágios de maturação (7,1 pontos percentuais), tendo a TEA alcançado a sua maior marca (23,3%) e a TEE baixado para 16,2%, retornando aos valores obtidos em 2016 e 2017. Isto foi por conta das dificuldades enfrentadas após a volta da Velha Matriz Neoliberal: endividamento, inadimplência, forte queda da demanda, etc.

A Taxa de Empreendedorismo Potencial, em 2019, foi de 30,2%. Significa de cada dez brasileiros sem serem empreendedores, três deles gostariam de abrir um negócio próprio nos próximos três anos.

O financiamento da casa própria é também fator de mobilidade social: na geração anterior a 1970, o Sistema Financeiro de Habitação era muito pouco desenvolvido. Depois, houve surto relativamente curto até a *crise dos mutuários* no fim do regime ditatorial militar.

Graças às medidas empreendidas pelo Governo Social-Desenvolvimentista, atendendo reivindicações antigas do setor, após 2004, o Brasil passou a viver nova fase no crédito imobiliário e no setor habitacional. No total, foram alcançados os maiores valores da história do país. Isso impulsionava a mobilidade social das famílias brasileiras.



A classe AB, com renda familiar a partir de cinco salários mínimos, cresceu de 8,9% para 9,5% no governo Lula, de acordo com dados divulgados pelo Centro de Políticas Sociais da FGV (Fundação Getúlio Vargas). Mas a classe alta caiu de 4,6% para 3,6% e a classe média-alta se elevou de 4,3% para 5,9%.

A classe mais numerosa, no entanto, é a C (renda familiar entre R\$ 1.319,00 e R\$ 5.275,00) emergente em mobilidade social. Em 2006, concentrava menos da metade da população (44,5%). No fim do governo Dilma, antes do golpe de abril de 2016, a classe C representava 55,9% da população.

Por conta dessa ascensão social, a classe E diminuiu de 24,2% para 19,6% da população total. Estava abaixo da linha da pobreza com renda familiar até R\$ 797. A classe média-baixa também reduziu de 22,3% para 15,1%. Ambas somavam 46,5% e foram para 34,7%.

Houve redução na desigualdade no país. O crescimento econômico provocou migração das duas faixas de renda mais baixas (D e E) para as de cima. De acordo com os cálculos de Neri, a renda do trabalho foi responsável por 66,8% dessa queda. O Bolsa Família, principal programa social do governo federal, contribuiu muito para a melhoria no índice Gini, usado para medir a desigualdade.

No período do governo trabalhista, as transferências promovidas pelo Bolsa Família e pelas aposentadorias vinculadas ao salário mínimo haviam sido muito importantes para a redução da desigualdade social no Brasil. Entretanto, sem dúvida, a melhoria da renda do trabalho com “quase pleno-emprego” foi responsável em cerca de 3/4 da queda da desigualdade, enquanto o aumento do salário mínimo respondeu por apenas 16% do recuo da desigualdade, segundo dados do pesquisador Sergei Soares do Ipea.

Infelizmente, após a volta da Velha Matriz Neoliberal, tudo ruiu. A pandemia do coronavírus fez aumentar não só o número de brasileiros sobreviventes na extrema pobreza como diminuiu a classe média ao seu menor patamar em mais de 10 anos em relação ao total da população.

Pesquisa do Instituto Locomotiva mostra, com o aumento do desemprego e o tombo da renda, esse grupo social ter deixado de se compor com a maioria dos brasileiros. As projeções e análises estatísticas foram realizadas com base nos dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (Pnad) e da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) do IBGE.

De acordo com o estudo, o percentual da população brasileira pertencente à chamada *classe média tradicional* caiu de 51% em 2020 para 47% em 2021 – *mesma dimensão da classe baixa*. Pela primeira vez, em mais de 10 anos, *a classe média deixou de representar mais da metade da população*. Como visto acima, segundo o CPS-IBRE-FGV, em 2016, a classe média era 56% da população brasileira.

A pesquisa do Instituto Locomotiva considera como classe média famílias com renda mensal per capita (por pessoa) entre R\$ 667,87 e R\$ 3.755,76. Em números absolutos, a classe média tradicional foi estimada em 100,1 milhões de pessoas, em março de 2021, contra 105 milhões em 2020. A crise trazida pela pandemia levou 4,9 milhões de brasileiros da faixa intermediária de renda para a classe baixa.

### **Critério de Renda Familiar per Capita**

	Classe	Valor per capita (mês)	Renda domiciliar média (mês)
CLASSE ALTA	A	Acima de R\$ 3755.77	R\$ 20643.77
	B	R\$ 1543.20 a R\$ 3755.76	R\$ 7202.57
<b>CLASSE MÉDIA</b>	C1	R\$ 970.75 a R\$ 1543.19	R\$ 4206.45
	C2	R\$ 667.87 a 970.74	R\$ 2971.37
	C3	440.71 a 667.86	R\$ 2238.20
CLASSE BAIXA	D1	R\$ 245.35 a 440.70	R\$ 1585.52
	D2	R\$ 122.68 a R\$ 245.34	R\$ 981.63
	E	até R\$ 122.67	R\$ 262.02

A melhora na escolaridade do trabalhador começou a ter impacto na remuneração. O aumento na demanda por mão de obra qualificada valorizou as pessoas com mais tempo de escola.

A publicação anual *Education at a Glance 2020* (EAG) da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) apresenta dados do Brasil e de mais 40 países. De acordo com ela, em 2019, 17,4% da população brasileira adulta de 25 a 64 anos tinham bacharelado ou graduação em Ensino Superior.

Em bacharelado ou equivalente, esse percentual brasileiro crescente ainda é inferior ao da Argentina (20,3%), Inglaterra (23,5%) e Estados Unidos (24,1%). Porém, aproxima-se das médias da OECD e de 23 países da Europa. Por que?

Os bacharelados no Brasil tendem a ser mais longos face aos equivalentes na Europa. Lá é possível concluir mestrado integrado à graduação em um período de 5 anos. Quando se compara o mestrado e o doutorado (ou equivalentes), a diferença é brutal.

O Brasil tem, respectivamente, 0,8% e 0,25% dessa parcela de sua população com pós-graduação. A média dos países membros da OCDE é 16 e 5 vezes maior: 13,1% das pessoas nessa faixa etária têm mestrado e 1,2% doutorado. Comparativamente a essas, o esforço até alcançar os norte-americanos, comparados aos demais membros da OCDE, é menor em mestrado (11,6% ou 14 vezes) e maior em doutorado (1,9% ou 8 vezes). Os brasileiros, internacionalmente, são vistos em termos relativos como *incultos*.

Érica Fraga e Fernanda Brigatti (FSP, 28/03/2021) publicaram oportuna reportagem sobre o problema social brasileiro na área de Educação. Informam: a chance de um filho repetir a baixa escolaridade de sua família no Brasil é o dobro da probabilidade de isso ocorrer nos Estados Unidos.

Em média, quase 6 em cada 10 brasileiros (58,3%) cujos pais não tinham o ensino médio completo em 2014 – último ano para o qual há dados, ou seja, no fim da Era Social-Desenvolvimentista (2003-2014) – também pararam de estudar antes de concluir esse ciclo. Entre os americanos, esse percentual cai à metade, para 29,2%. Já a média na OCDE, grupo com quase quatro dezenas de nações ricas e emergentes, era de 33,4%.

Se o filho brasileiro pertencer a grupos populacionais menos favorecidos, a distância é ainda maior. Entre o estrato 20% mais pobre da população brasileira, 80,8% dos filhos, cujos pais não tinham o ensino médio completo, repetiram essa tradição familiar. No grupo dos 20% mais ricos do país, esse percentual era de 32,6%, um pouco abaixo da média da OCDE.

Se o pai tem ensino superior completo ou mais, pelo menos 70% dos filhos obterão essa graduação. Esse percentual está acima do norte-americano (61%) e da OCDE (65%).

O contraste entre brancos e negros brasileiros também é significativo. Entre os filhos de pais pretos e pardos sem terminarem o ensino médio, 64% não avançaram além disso. Nas famílias brancas, essa proporção era de 51,6%.

Esse conjunto de dados é parte de um estudo do IMDS (Instituto Mobilidade e Desenvolvimento Social). Ele situou as transformações educacionais ocorridas entre gerações brasileiras dentro do contexto internacional.

A grande desigualdade educacional no Brasil, decorrente da incapacidade de a sociedade oferecer reais oportunidades aos filhos dos mais pobres e menos escolarizados de suas respectivas gerações, leva à mobilidade educacional ainda baixa entre os nascidos em famílias menos favorecidas. Ajuda a perpetuar a alta disparidade de renda e riqueza.

A democracia, após 21 anos de ditadura militar, trouxe melhor bem-estar social aos brasileiros, porque oito em cada dez brasileiros nascidos na década de 1980 estudaram mais em relação aos seus pais. Entre 51 nações de renda média alta – grupo ao qual o Brasil pertence –, a relação é de seis em cada dez pessoas.

A parcela dos brasileiros, nascidos na década de 1980, hoje com o ensino médio completo, é 66,6%. É quase o triplo dos 23,4% registrados entre seus pais. Quando a mesma comparação é feita com o ensino superior, esses percentuais são menores, respectivamente, 26% e 11%, embora esteja acima do dobro.

São milhares de brasileiros com altas expectativas, pois, para a maioria deles, a faculdade é espécie de porta da esperança. Muitos

são os primeiros a entrar no ensino superior em toda a família. São indivíduos que, em geral, vêm das escolas públicas, têm ainda maiores carências educacionais e baixo repertório cultural. Mas têm a força de vontade dos sobreviventes sociais.

Entre os mais pobres, dissemina-se a percepção correta de cada ano de escolaridade corresponder a salário maior e chance mais reduzida de desemprego. Para essa mudança, ocorreram o aumento do volume de renda da classe C, a queda no valor das mensalidades e os programas governamentais como o ProUni.

O mercado tende a cada vez mais explorar esses movimentos, porque, nos últimos anos, as empresas se mostram muito interessadas em exibir seus produtos em escola com estudantes da classe C e D. Em breve, eles estarão em maior número e terão maior poder de compra. Por isso, publicitários tentam entender e focar seus projetos nesse público.

O estudante de Ensino Superior, embora seja ainda de classe pobre, aumenta seu padrão de consumo ao tomar contato com mais informações. Esse ensino, mesmo com baixa qualidade, é evolução na mobilidade social. É melhor mais quatro anos de escolaridade em faculdade ruim em lugar de possuir apenas o diploma de Ensino Médio, inclusive para o controle demográfico.

Os estudantes mais pobres, em geral, demonstram mais garra, dispondo-se até trabalhar de noite e estudar de dia. Saem perdendo não só por causa do baixo repertório educacional e cultural, mas especialmente pela falta de rede de contatos. Porém, muitos entre quem consegue entrar nas melhores faculdades públicas, e enfrentar as próprias deficiências, apresentam desempenho acima da média.

A maioria das pessoas da classe C é auto classificada como pobre. É o que revela estudo do Instituto Análise (Folha de S. Paulo, 06/09/09: B2), que mapeou os hábitos de consumo de pessoas com diferentes faixas de renda, entre março e maio de 2009. Quando se considera a renda recebida, a classe C é a classe média. Mas ela se considera pobre.

Segundo pesquisa do Instituto Análise, a população pertencente à classe C se acha pobre por fatores socioeconômicos, como escolaridade e inserção no mercado de trabalho. Em 2009, enquanto

na classe A/B apenas 28% das pessoas não tinham curso superior, na classe C apenas 5% tinham diploma de graduação. A grande maioria (64%) não concluiu sequer o ensino médio.

A má notícia é, até o início de março de 2021, o ingresso de novos alunos em Faculdades privadas estava em queda de 23,9%, na comparação com o ano anterior. O PROUNI, programa de bolsas de estudo do governo federal, também encolheu: a oferta de vagas ficou 34% menor e o número de novos bolsistas caiu 38%. A retração nas novas matrículas foi percebido até no Ensino a Distância com recuo de 8,9%.

A tendência geral de retração é relacionada à perda de renda com a crise econômica desencadeada pela pandemia e à postergação do ENEM, adiando a decisão de boa parte dos estudantes. As notas do Enem servem de base para a entrada em Universidades federais e para o acesso a programas como PROUNI (descontos de 50% a 100% nas mensalidades a alunos carentes) e FIES (crédito educacional) nas Faculdades particulares. Ambos são importantes programas de inclusão social no Brasil – e heranças benditas da Era Social-Desenvolvimentista!

Se o grau de escolaridade ainda é diferente entre as classes sociais, os objetos de desejo são muito semelhantes. Automóveis, TVs de LCD, computadores e imóveis estão entre os principais bens desejados por qualquer classe social.

Ela já consome ou quer comprar, segundo dados das pesquisas. A classe C quer o já possuído pela classe A. O que diferencia as duas é a falta renda para a classe C comprar alguns desses produtos.

Para atingir o consumidor da emergente classe C, no fim da Era Social-Desenvolvimentista, respondendo por mais da metade da população, empresas antes focadas no mercado de média e alta renda passaram a comprar empresas populares. Publicitário de consultoria especializada em baixa renda opinava: “a elite está começando a entender o Brasilão”...

Tanto no varejo, quanto no setor da construção civil, iniciava-se o entendimento da *economia de escala*. Incorporadoras voltadas para imóveis de médio e alto padrão criaram unidades de negócios



voltadas para a baixa renda, mas só ganharam escala com a compra de empresas focadas no mercado popular.

Existia *know-how* muito específico para criar produtos e vender para a baixa renda. A aquisição era a forma de acelerar esse processo.

Então, o cidadão brasileiro médio passou a investir mais na possibilidade de gerar renda no futuro em vez de consumir no curto prazo. Houve alta de 15% no potencial de consumo entre 2003 e 2008, enquanto o potencial de geração de renda subiu 28% no mesmo período.

O potencial de consumo era calculado com o aumento da presença de bens como televisor, geladeira, entre outros. O potencial de geração de renda se baseava em investimentos como educação, previdência privada e bens como celular ou computador, vistos com instrumentos para melhorar a renda.

Naquela Era de Mobilidade Social, o brasileiro médio estava tendendo a investir mais em busca de mobilidade social no futuro. Isso talvez refletisse o fato de a década de 90 ter sido *a década do consumismo*, pois a estabilidade da taxa de inflação aumentou o acesso aos bens de consumo. Na década seguinte, a maioria estava investindo mais na possibilidade de geração de renda no futuro.

As pesquisas do IBGE não captavam a renda proveniente da valorização de propriedade, de investimentos financeiros ou de ações. Mas essa ausência não alterava o registro da queda da desigualdade. Essa queda se refletia na maior posse de bens duráveis. Era indicativa do potencial de consumo do brasileiro de classe média.

#### 5.4. Oneomania e Devedores Anônimos

O ato de comprar indiscriminadamente é doença chamada *Oneomania*. Atinge as pessoas caracterizadas como compradoras compulsivas.

Refere-se ao consumidor ou devedor compulsivo. Atinge a pessoa com ânsia de comprar assim como o viciado necessita de droga.

Não existe dado oficial sobre *oneomaniacos* no Brasil. Acredita-se 3% da população sofrer com a compulsão.

Para a *oneomania* não existe remédio, imagina-se ela ser doença tratável assim como o alcoolismo. É necessário participar de grupo de apoio para a doença, denominado A.D.A. – Associação de Devedores Anônimos.

Alguns especialistas consideram a *oneomania* como doença *obsessiva-compulsiva*. Nesse caso, a pessoa teria outros comportamentos compulsivos característicos, além de comprar. No caso desses sintomas estarem ausentes, a *oneomania* é considerada *distúrbio no controle dos impulsos*.

Oneomania atinge principalmente as mulheres, na proporção de quatro mulheres para cada homem com a doença. Os especialistas ainda não sabem precisamente o porquê ela ser mais comum entre elas, mas acreditam o motivo estar diretamente relacionado a condições culturais.

A doença do consumismo compulsivo também emerge para aliviar sentimentos de grande frustração, vazio e depressão. É o efeito de ficar reprimido o desejo de possuir e, supostamente, ter poder ou *status social*.

Ao não conseguir dar vazão ao seu desejo, a pessoa sofre enorme pressão interna. Isto a leva à necessidade de possuir coisas novas como única forma de prazer.

Enquanto está comprando, a pessoa sente alívio e prazer dos sintomas. Passado certo tempo de habituação com o bem adquirido, volta rapidamente a compulsão. Nesse caso, o efeito do ato de comprar é semelhante ao de tomar alguma droga.

A população brasileira atingiu níveis inéditos de consumo. Durante o governo Lula, muitos brasileiros compraram seu primeiro carro e melhoraram a qualidade de vida da família por meio da aquisição de confortos domésticos, revelou pesquisa realizada pelo Datafolha (Folha de S. Paulo, 01/12/09: B3).

Por exemplo, passou para 36% da população possuidores de carro (face a 30% em 2002), 65% com posse de máquina de lavar

roupa (56% em 2002), 98% com TV colorida (90% em 2002) e 79% com aparelho de DVD (5% em 2002).

Para boa parte dos consumidores, cartão de crédito emitido por grande rede varejista passou a ser bem mais acessível em lugar dos empréstimos bancários. Acabou se tornando uma das únicas formas de gastar quando os financiamentos convencionais minguaram com a crise financeira de 2008.

Com a queda da atividade caracterizando a recessão, o governo Lula lançou medidas de estímulo ao consumo, como o corte do IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) para automóveis, material de construção e itens da linha branca. Aos poucos, a oferta de crédito foi aumentando, acompanhada de diminuição de juros, embora em ritmo lento.

Para impulsionar as compras, a esses dois fatores somou-se à possibilidade das classes de mais baixa renda adotarem padrão de consumo mais elevado. Essa fatia da população passou a ter a chance de usufruir das coisas antes só possuía pela classe média.

Após experimentar certo nível de status e comodidade com os produtos que adquire, torna-se difícil abrir mão de gastar. Se o endividamento fica difícil, busca-se trabalho extra para segurar o padrão de vida conquistado.

Além da renda, os bens possuídos pelas famílias determinam o estrato social ao qual pertencem. Na avaliação dos especialistas, esse era outro ponto fundamental para compreender o fenômeno que possibilitou ao Brasil recuperar-se antes e mais rapidamente se comparado à média dos países no mundo.

A expansão dos salários e a queda do desemprego nos anos dos governos Lula e Dilma elevaram as classes baixas a novos patamares. Geraram mudanças estruturais, porém não sustentaram o consumo na *fase de estagdesigualdade – estagnação* no fluxo de renda e *concentração* no estoque de riqueza – após o golpe de abril de 2016.

A capacidade de geração de renda do cidadão médio brasileiro tinha se elevado. Ele buscava a inserção profissional, matriculava os

filhos na melhor escola possível. Quanto mais informados, mais exigentes eram como consumidores.

O número de brasileiros com dívidas acima de R\$ 5.000,00 tinha dobrado, segundo dados do Banco Central. Para algumas dessas pessoas, isso significou o acesso, pela primeira vez, a crédito para aquisição da casa própria ou do primeiro veículo. Outros, no entanto, sofriam com o acúmulo de dívidas e as prestações não pagas.

O aumento no crédito para pessoa física ocorreu, principalmente, nos segmentos imobiliário e consignado. Têm juros menores e desequilibram menos o orçamento familiar, quando bem planejados.

No entanto, o valor total da dívida cresceu em ritmo maior se comparado ao da renda dos trabalhadores. Além disso, a inadimplência atingiu patamares recordes no período mais agudo da crise de 2008.

As estimativas eram os brasileiros estarem comprometendo entre um terço e 40% da sua renda com o pagamento de prestações, nível considerado pouco acima do percentual adequado (30%), segundo padrões internacionais.

Estudo do Instituto Análise (Folha de S. Paulo, 06/09/09: B2) detectou 44% das pessoas da classe C estarem endividadas, ante 40% da classe A/B. O tipo de financiamento contratado, no entanto, era diferente.

Cerca de 75% dos consumidores de menor poder aquisitivo com dívidas pagavam prestações em loja e apenas 25% contraíram empréstimo bancário. Na classe A/B, 42% das dívidas eram com os bancos.

As grandes lojas comerciais eram denominadas por alguns analistas como os "bancos da classe C". Era a forma desburocratizada de obter crédito. Os trabalhadores brasileiros provavelmente não calculavam, de maneira correta, os juros implícitos nas prestações...

Segundo dados da CVM, 82% dos consumidores brasileiros não conheciam os juros a serem pagos quando tomavam empréstimos e 87% não poupavam. Essa realidade um grupo de trabalho, formado por Banco Central, CVM, a SUSEP (Superintendência de Seguros

Privados) e Ministério da Educação, pretendia criar política de Educação Financeira, para começar a mudar. Ocorreu no fim do governo Lula.

Estudantes de 1.650 escolas públicas de Ensino Médio em todo o país passarão a ter aulas sobre Educação Financeira. Essas escolas integram projeto-piloto para, depois, a iniciativa se tornar realidade em todas as escolas do país.

Em outra etapa, o alvo de lições sobre como lidar com o dinheiro seriam os milhões de beneficiários do Bolsa Família. Entre os conteúdos a serem ensinados nas escolas, estariam orçamento público, finanças pessoais e poupança.

O programa foi desenvolvido sob orientação do Ministério da Educação e Cultura. O ministro Fernando Haddad prometia formar os professores, porque o tema não estaria inserido em uma só disciplina, mas em várias.

## 5.5. Emulação e Educação Financeira

*Emulação* é ato ou efeito de emular, rivalizar, disputar. Refere-se ao sentimento capaz de levar o indivíduo a tentar igualar-se a ou superar outro. A competição ou concorrência pode se dar em sentido moralmente sadio, sem sentimentos baixos ou violência.

Porém, o termo jurídico “emulação” classifica a atitude, determinada por rivalidade, competição, ciúme, etc., possível de levar alguém a recorrer à justiça em busca de direito sabidamente inexistente. A inveja humana pode chegar a esse ponto!

O verbo “emular” sugere, mas o dicionário etimológico não confirma, a origem da palavra estar em “agir como mula”. É o animal resultante do cruzamento de jumento com égua, ou de cavalo com jumenta.

Não tem também nenhuma relação com “emburrecer”, isto é, perder a inteligência, emburrar ou tornar-se “burro”. O ignorante é muito perigoso, pois age contra si e outros. Causa prejuízo aos outros sem tirar qualquer vantagem para si mesmo ou até sofrendo alguma perda.

Deve-se ter muito cuidado com a burrice. Ela é inconsciente: o burro não sabe ser burro e tende a repetir várias vezes o mesmo erro, porque não é capaz de entender o estrago feito e, portanto, não consegue se corrigir.

A burrice é contagiosa, pois as multidões são muito mais estúpidas em relação às pessoas vistas de perto. O contágio emotivo próprio do grupo diminui a capacidade crítica.

O poder também emburrece, porque, por estar com o comando, as pessoas se superestimam. Esta ilusão é reforçada por adutores.

A probabilidade de alguém seja (ou agir como) idiota independe de qualquer outra característica dele, como educação, ambiente ou riqueza. Pode ser circunstancial. Infelizmente, no caso do ocupante atual do mais alto escalão, é sistemática sua idiotia...

“É porque os homens estão dispostos a simpatizar mais completamente com nossa alegria em vez de solidarizar com nossa dor, exibimos nossa riqueza e escondemos nossa pobreza”, constatou Adam Smith em sua primeira obra, *“Teoria dos Sentimentos Morais”*, publicada em 1759. Foi resenhada no segundo capítulo.

Ele examina a mais profunda motivação pela qual o homem rico vangloria-se de sua riqueza e o homem pobre, ao contrário, envergonha-se de sua pobreza. É porque sentir não ser notado decepciona o mais ardente desejo da natureza humana.

Muito homem pobre coloca todo seu esforço na glória em ser julgado rico. Para alcançar essa invejada (e ilusória) situação, os candidatos à fortuna abandonam, com excessiva frequência, as trilhas da virtude e/ou da racionalidade.

Na conotação assumida na *Teoria da Classe Ociosa*, livro de Veblen (1899), também resenhado no citado capítulo, o termo “ócio” não implica *indolência*. Significa, simplesmente, *tempo gasto em atividade não produtiva*.

Gasta-se o tempo de modo não produtivo, primeiramente, por sentir *indignidade com o trabalho produtivo*. Em segundo lugar, para demonstrar *a capacidade pecuniária de viver uma vida inativa*.

O objetivo da acumulação de riquezas é sempre a autoclassificação do indivíduo em comparação com o resto da comunidade no tocante à força pecuniária. Entretanto, o indivíduo normal, enquanto tal comparação lhe é distintamente desfavorável, vive cronicamente descontente com a própria situação.

Neste tópico apresentarei erros comportamentais recorrentes dos investidores comuns e orientações para tomadas de decisões racionais em investimentos financeiros. Precisamos nos defender frente ao cenário futuro da economia e sociedade brasileira.

O país tinha ganhado sua “quina” não por sorte, mas sim por ter acertado suas políticas públicas. Infelizmente, depois do golpismo, parece ter continuado a se deixar conduzir pelo acaso do “livre mercado”.

A nova classe média surgiu da política de salário mínimo real, formalização do mercado de trabalho, crédito, ensino superior, etc. O bônus demográfico foi fruto da elevação da escolaridade, longevidade, igualdade de gêneros, etc.

A produtividade (e competitividade) em agroindústria derivou muito da recuperação da Embrapa e do Banco do Brasil. Os financiamentos dos outros bancos públicos (BNDES e Caixa) eram fundamentais para investimentos em infra-estrutura, inclusive urbana.

Para a matriz energética diversificada, entre outras fontes, o biocombustível e o pré-sal, as empresas estatais foram (e serão futuramente) imprescindíveis. Em princípio, com a continuidade de políticas corretas, o cenário futuro era animador, socialmente falando.

O país tinha entrado em fase de “bônus demográfico”. Era caracterizado por ingresso da mulher no mercado de trabalho, elevação de sua escolaridade, controle demográfico, diminuição do número de dependentes por adulto, envelhecimento da população. Esta “janela de oportunidade histórica” estaria aberta, caso não fosse fechada com golpe de Estado.

Tudo isso tinha reflexos também nas finanças. A renda média da família típica, composta por casal com filho único, cujos pais trabalhassem, se elevaria. Depois de satisfeito o padrão básico de

consumo haveria, relativamente, mais “sobra de renda” para aplicações financeiras.

O regime de repartição adotado pela Previdência Social, onde a geração de trabalhadores ativos sustentaria a de inativos, teria dificuldade em se sustentar. Com a elevação da longevidade, devido à maior esperança de vida, e o número relativamente menor de trabalhadores ativos, haveria necessidade de aumento significativo da produtividade e da contribuição previdenciária.

O teto atual do salário benefício dos previdenciários do INPS é de R\$ 6.433,57, mas 43% dos aposentados recebem em torno de um salário mínimo, 31% entre um e dois salários mínimos, 12% entre dois e três, 8% entre três e quatro, 4% entre quatro e cinco e 2% entre cinco e seis salários mínimos. Em março de 2021, o valor médio recebido por 30.865.783 aposentados pelo RGPS é R\$ 1.287.

Todos os trabalhadores integrantes das classes C/B/A hoje ganham, mensalmente, bem acima desse valor médio da pensão do INSS, próximo de um salário mínimo. Logo, se quiserem manter o padrão de vida quando se aposentarem, necessitam, desde já, planejar a complementação previdenciária.

Há fundos de previdência aberta ou privada. Mas seus regimes de capitalização com contribuição definida e benefícios incertos também preocupam seus participantes.

Na realidade, investidores “qualificados”, supostamente com Educação Financeira suficiente, constituem uma minoria ou a elite financeira. E os demais sabem enfrentar a instabilidade financeira?

O ano de 2020 foi um “laboratório” para cientistas sociais, no caso, para economistas especializados em finanças testar suas hipóteses com as variações drásticas ocorridas. O papel-moeda emitido aumentou +35,4% no ano e os depósitos à vista +43%. O “afrouxamento monetário” de 39,1% foi o responsável, como sempre advogam os monetaristas, pelo IPCA acumular alta de 4,52%, em 2020, a maior taxa desde 2016?

Esse resultado foi influenciado principalmente pelo grupo “Alimentação e Bebidas”. Apresentou a maior variação (14%) e o



maior impacto (2,73 p. p.) no acumulado do ano. Essa é a maior variação acumulada no ano do grupo desde dezembro de 2002 (19,47%).

Houve choque de demanda por conta de estoques preventivos feitos por consumidores, maior consumo mundial de carnes, inflação importada pela apreciação do dólar, problemas climáticos para a produção de legumes e verduras. Algumas dessas mazelas ocorreram por o Brasil ter se tornado “a fazenda (ou roça) do mundo”, de acordo com os defensores de sua “vocação agrícola” em postos destacados da equipe econômica.

As eleva es mais expressivas ocorreram nos depósitos de poupança (+22,4% no ano) e depósitos a prazo (+56,3% no ano). Em 2020, ocorreram capta es líquidas de R\$ 166 bilhões nos depósitos de poupança (R\$ 13 bilhões em 2019) e de R\$ 508 bilhões nos depósitos a prazo (R\$ 55 bilhões em 2019). Seus saldos alcançaram, respectivamente, R\$ 1,040 trilhão e R\$ 1,743 trilhão.

Em moeda constante, os fundos de investimento perderam -12%, caindo seu saldo de R\$ 6,849 trilhões em 2019 para R\$ 6,030 trilhões em 2020. Isso foi o resultado da marca o-a-mercado e perda de capital dos cotistas.

Esse aumento de “poupança”, por conta de queda de gastos em consumo como viagens e entretenimento, em situa o da mais baixa taxa de juro da história moderna brasileira, caracteriza sim uma “armadilha da liquidez”. No caso,   demanda por dinheiro por razão preventiva face às ameaças de desocupa o no mercado de trabalho.

Tudo isso demonstra não ser o caso simplório de “demonizar os banqueiros”, como   contumaz entre os denunciantes da “financeiriza o”. O Brasil sofreu a maior queda na entrada de Investimento Estrangeiro Direto (IED) entre os grandes emergentes em 2020. O fluxo foi 50% menor para o país, ficando em US\$ 33 bilhões.

Há outros ingredientes no cenário futuro. Conjuntamente com as citadas mudanças estruturais, será possível ocorrer altera o significativa nas finanças públicas, na década corrente. Com a rela o d vida/PIB em patamar muito maior, não será viável nenhuma

desoneração fiscal, muito antes pelo contrário: aumento da carga tributária.

A expansão inflacionária não permitirá manutenção do patamar historicamente baixo da taxa de juros básica. O fim da diminuição da remuneração dos títulos da dívida pública exigirá mais esforços na obtenção de superávits primários.

Porém, antes do ajuste fiscal obsessivo em Grande Depressão, para retomar o crescimento da arrecadação fiscal, há necessidade de expansão dos gastos públicos sociais e em investimentos na infraestrutura, inclusive urbano-habitacional. Eles arrastarão os gastos privados e terão maior efeito multiplicador da renda nacional.

Esse cenário futuro vai se refletir nas finanças pessoais. O debate da perda de competitividade dos fundos de investimentos com marcação-a-mercado face à remuneração estabelecida para os depósitos a prazo de 100% do CDI foi apenas o primeiro "round".

Será inglória a luta dos economistas marxistas para alterar a "cultura do rentismo" daqueles trabalhadores de alta renda, necessitados de buscarem complementar sua previdência. Outro round já anunciado diz respeito ao cálculo atuarial desatualizado dos fundos de pensões.

O hábito arraigado de aplicar em *renda fixa*, seja pré, seja pós-fixada, será alterado em favor de buscar maior retorno das aplicações em *renda variável* com risco? Nesse sentido, as Finanças Comportamentais, ramo da Psicologia Econômica, apresentam os consideram "erros recorrentes dos investidores" em mercado de ações à americana.

Em geral, as pessoas tendem a confiar demasiadamente na própria capacidade de tomar decisões financeiras. Há a crença otimista de sempre serem capazes de escolher ações cujos ganhos de capital (e renda de dividendos) superarão os da média do mercado.

O excesso de confiança aparece com a adoção da estratégia de "comprar e vender no momento certo", pois elas acham saberem "comprar antes que os preços subam" e "vender antes que eles caiam". Infelizmente, neste entra-e-sai, em alguns dias, elas poderão estar fora do mercado, justamente quando houver alta acentuada.

Em cerca de dez anos, se perderem apenas cinco dessas altas, provavelmente, elas ganharão menos do que ganhariam em renda fixa sem risco. Seria melhor, então, adotar a simples estratégia de “comprar e manter”, aguardando anos para chegar o momento oportuno de realizar os ganhos com ações, durante a aposentadoria.

As ideias básicas das Finanças Racionais não são difíceis de conhecer, porém dificilmente são aplicadas pelo investidor individual: descontar o valor do dinheiro no tempo, considerando o custo de oportunidade esperado, diversificar riscos e não achar ser sempre capaz de superar o mercado. Sem conhecimento, se quiser investir em renda variável, invista em um Fundo de Ações acompanhante do índice iBovespa. É a terceirização da gestão.

As decisões equivocadas em investimentos financeiros podem impor perdas graves às famílias. A Educação Financeira, inclusive nas escolas, poderá contribuir para diminuir esses dramas familiares dos trabalhadores das diversas faixas de renda e idade.

Uma pergunta comum é: “como aplicar face a cenários incertos e irregulares”? O quadro abaixo mostra o sugerido pelo comportamento racional.

<b>PARAMETROS/CENARIOS</b>	<b>INSTABILIDADE</b>	<b>ESTABILIDADE</b>	<b>CRESCIMENTO</b>
Taxa de inflação	Ascendente	Estável	Declinante
Taxa de juros	Ascendente	Estável	Declinante
Taxa de câmbio	Ascendente	Declinante	Declinante
<b>BOVESPA</b>	Declinante	Ascendente	Ascendente
<b>Aplicações recomendadas no cenário</b>	CDB pós-fixado  Fundos DI  Fundos IGP-M Dólar	CDB pós-fixado CDB prefixado Fundos DI Fundos Renda Fixa  Ações	CDB prefixado  Fundos Renda Fixa  Ações

Essas são as aplicações recomendadas em cada cenário, cabendo ao investidor apenas perceber a mudança ocorrida no contexto macroeconômico. Aparentemente, não é difícil qualquer um entender essa lógica.

A taxa de juros, em regime de meta inflacionária, antecipa a expectativa quanto à taxa de inflação. Quando for de elevação,

aplicar em rendimento pós-fixado. Quando for de queda, aplicar em rendimento prefixado, para garantir por mais tempo taxa de juros corrente do que a que vigorará.

Aplicar em dólar apenas quando estiver com viagem internacional programada, importação ou dívida em moeda estrangeira, a não ser se você tiver disposição para correr risco com especulação cambial e apostar na depreciação da moeda nacional.

A aversão ao risco de cada investidor, variável ao longo dos ciclos da vida, determinará o percentual de aplicações em ações dentro da carteira de investimentos financeiros.

Há, pelo menos, três tipos de comportamentos usuais por parte de investidores. O seguidor das Finanças Tradicionais, tenta fazer a diversificação de portfólio de acordo com a teoria racionalista, buscando correlação negativa entre os movimentos de preços dos ativos, para haver compensação da queda de valor de uns com a elevação de preços dos outros.

Fazer isso, precisamente, é complexo. Tem de se calcular a covariância entre todos eles ou entre cada qual e o mercado. As mentes humanas não apreciam raciocínios complexos e cálculos com resultados incertos. Elas adotam simplificações, buscam similaridade com o já vivenciado e acreditam na representatividade dada por memória seletiva.

Com essas heurísticas, como mostram as Finanças Comportamentais, decisões de investimentos, em geral, deixam de ser racionais e passam a ser emocionais e/ou intuitivas. Há preferência pela "familiaridade" das ações de empresa em que se trabalha ou se conhece a marca.

A seleção da carteira de ativos por parte do investidor comum acaba sendo baseada na "regra 1/n", ou seja, ele divide o montante total igualmente entre as poucas ações ou os poucos investimentos que ele conhece! Este segundo tipo de comportamento adota a chamada "diversificação ingênua".

A grande maioria desses investidores comuns possui excesso de confiança. Acha que acertará o *market timing*: a hora certa de comprar (antes da alta) e vender (logo antes da baixa).

Eles tendem a ser otimistas, pois quase todos se acham dotados de capacidade de avaliação acima dos outros. Logicamente, esta impressão subjetiva é sentida por parte de cada indivíduo, mas é impossível se confirmar, de fato, para todos.

Os especuladores profissionais, já tendo vivenciado mais esses impulsos emocionais, buscam o autocontrole. Não tem ilusão de ordem, desacreditando de qualquer análise fundamentalista ou técnica explicativa do movimento caótico dos preços.

Desdenham a diversificação, pois significaria perda de escala e diluição de ganhos. Assim, optam por apostar em poucos ativos (dois ou três), por vez, e colocar limites tanto para perda quanto para ganho.

É maneira de se prevenir contra a "ancoragem", a obsessão por esperar, indefinidamente, na baixa, o retorno ao valor inicial do investimento, evitando realizar o prejuízo, devido à aversão ao sentimento de "perdedor". Mas eles também sabem a ganância ser incontrolável, quando se está ganhando, é comum passar a querer mais e mais até, subitamente, perder!

Portanto, há pelo menos três crenças entre os investidores. Uns adotam a Hipótese do Mercado Eficiente: os preços possuem fundamentos. Logo, mais cedo ou mais tarde, devido à arbitragem realizada por parte de investidores racionais e bem informados, cada preço voltará ao valor de equilíbrio justo e fundamentado.

A estratégia é pesquisar os ativos, momentaneamente, mal precificados. Nada mais é além de adotar a velha "regra de ouro" do comércio: *comprar barato e vender mais caro*.

Outros tem fé na análise técnica ou grafista. Creem os preços terem memória!

Os analistas fundamentalistas utilizam informação econômica e histórica, incluindo todos os determinantes primários de preços, como análises empresariais, setoriais e macroeconômicas. Por sua vez, os analistas técnicos descartam todos os fatos sobre a *commodity*, exceto a sua história de preços.

Aqueles agem, basicamente, tal como os economistas. Já os grafistas comportam-se tal como os físicos. Buscam tirar vantagem

da Segunda Lei do Movimento de Isaac Newton: *o preço em movimento deve continuar a mover-se na mesma direção*. Pressupõem os preços movem-se segundo tendências inerciais.

Resta quem acredita apenas em apostas ou na sorte. Não há Ciência, mas sim Arte, na especulação profissional. Pesquisar bem e reagir, rapidamente, à chegada de novas informações são as habilidades apreciadas entre os especuladores.

Eles têm de estar sempre de prontidão, inteiramente dedicados ao acompanhamento do noticiário e estimando como o mercado reagirá. Dispõem-se a correr certos riscos. São “curto-prazistas”.

Os trabalhadores não têm tempo (e vontade ou mesmo talento) para se dedicarem à especulação. Para a maioria deles, a estratégia conveniente não é ativa (“comprar e vender rapidamente”), mas sim passiva (“comprar e reter em longo prazo”), aguardando, pacientemente, a capitalização dos ganhos de maneira assegurada.

Não imaginam poderem enriquecer no mercado de capitais, enquanto permanecerem dedicados ao mercado de trabalho, isto é, a sua profissão. Muitos encontram satisfação nela. Nem todos são alienados em relação aos produtos criativos de seus trabalhos e buscam se enriquecer sem necessitar abandoná-lo.

## 5.6. Simulações Financeiras da Vida Futura

Pode-se ilustrar essa educação com alguns exemplos numéricos calculados com uso de matemática financeira. Vale o exercício de reler o livro de Giovana Santos e César Santos (*Rico ou Pobre: uma Questão de Educação*) e refazer seus cálculos com base na taxa de juros esperada.

Santos & Santos (2005: 82), sem circunstanciar histórica e socialmente, afirmam: “[esta] é a maior diferença entre ricos e pobres. Os ricos, inicialmente, ganham dinheiro e depois compram os objetos tão sonhados, enquanto os pobres e a classe média se endividam para comprá-los, apenas para parecerem ricos. Os ricos compram ativos geradores de mais dinheiro e com essa renda fazem suas compras. Os pobres compram passivos e passam a tirar dinheiro do seu bolso para pagá-los, impedindo a formação da sua riqueza”.

O maniqueísmo facilita a análise, mas se distancia da realidade. Para começar, estima-se em 18,4% a proporção de auto reprodução, ou seja, ricos herdeiros da própria classe alta. Depois, sem dúvida, “a maior diferença entre ricos e pobres” não se refere à tomada de decisões financeiras!

É absurdo colocar o endividamento como o único responsável pela diferença entre ricos e pobres no Brasil. Por um lado, famílias com baixa faixa de renda, pertencentes às classes D e E, não costumam receber crédito bancário no país. Por outro, segundo a PEIC-CNC, no fim de 2020, 68% das famílias com renda até 10 salários mínimos estavam endividadas contra 60% acima dessa faixa de renda.

Entretanto, 78% eram dívidas com cartões de crédito, cujo modelo de pagamentos necessita ser alterado. Em seguida, vinham os carnês com 17% e financiamento de veículos 11%. Com o crédito recomendado para aquisição da própria moradia eram apenas 9,5%.

Aliás, um dos sintomas de mobilidade social é a aquisição de bens de consumo durável. Equivocadamente, muitos usam crédito para isso.

Mas analisando o aconselhamento financeiro por seu aspecto positivo, ele simplesmente alerta contra os altíssimos juros médios cobrados dos consumidores usuários de cartões de crédito. Representavam, em março de 2021, 22% do estoque de crédito para Pessoa Física com recursos livres. Eram 70% das concessões.

Cheque especial, um crédito rotativo emergencial em curto prazo, era 2%, embora atingisse 17% das concessões. Tinha 9,9% de inadimplência. Por isso, seu ICC (Índice de Custo de Crédito) era 122% aa.

Cartões de crédito costumam ter de 30% a 40% de inadimplência. Seu crédito rotativo regular, cobrado de quem pagava o mínimo na data de aniversário, era 306% aa. O não regular cobrado dos inadimplentes era 357% aa. Os justos pagam pelos pecadores.

Crédito pessoal, porque incluía o crédito consignado (22% aa), tinha taxa anual de 35,7% aa. O financiamento de aquisição de

veículos, por causa da cláusula de alienação fiduciária, tinha taxa média menor: 19,9% ao ano.

Do ponto de vista financeiro, o FGTS é considerado “poupança compulsória”, ou seja, constitui *funding* para financiamento de habitações de interesse social. Não pode ser considerada entre as aplicações objetos de escolha voluntário do trabalhador.

Paradoxalmente, sob o ponto de vista microeconômico, isto é, do rendimento das aplicações voluntárias dos trabalhadores, a queda da taxa de juros básica (Selic) os prejudica, embora, sob o ponto de vista macroeconômico, ela seja estimulante da geração de empregos e renda.

Com a queda da Selic, o governo teve de reduzir a TR (Taxa Referencial) ao longo do ano, até zerá-la. Ela corrige as contas do FGTS e os depósitos de poupança.

Os saldos das contas do FGTS estão sendo corrigidos por índices abaixo da inflação. O valor nominal da conta do trabalhador não fica menor, mas o poder de compra do dinheiro depositado fica menor a cada mês. Com a inflação, desconsiderando novos depósitos, tanto do empregador no FGTS, quanto do poupador, tornou-se mais difícil conservar o poder de compra das aplicações do trabalhador com base apenas no rendimento dos juros.

Desconsiderando a paridade dos juros internacionais, o fato é os juros reais estarem muito baixos, em termos históricos, e afetar o rendimento real das aplicações financeiras tradicionais dos trabalhadores. Com a Selic baixa, os fundos DI correlacionados aos juros básicos com taxa de administração acima 1% perdem em rentabilidade até para os depósitos de poupança.

Dependendo da “curva fiscal”, os fundos são mais rentáveis face os tradicionais 0,5% mensais de rendimentos da poupança apenas se tiverem taxa de administração bem inferior a essa. Isso é raro no caso de pequeno investimento inicial. Esta superação ocorre apenas para aplicações já com o direito de pagar imposto de renda de 15%, resgatadas após dois anos.



O custo de oportunidade para simular os rendimentos das aplicações em renda fixa no futuro tornou-se o 0,5% ao mês. Era antes o tradicional rendimento da caderneta de poupança.

Muitos livros de autoajuda financeira iludem seus leitores com cálculos desatualizados com base em taxa de juros de 1% a 1,5% ao mês. É necessário fazer revisão editorial de todos eles.

Isto porque 1% ao mês é taxa equivalente a 12,68% ao ano ( $100 PV \ 1 \ i \ 12 \ n \ FV \ ? = 112,68$ ) e 1,5% ao mês equivale a 19,56% ao ano (com o programa de equivalência da HP-12C: 1,5 ENTER 12 R/S), mas a taxa de juros mensal (0,5%) pela qual os depósitos de poupança são remunerados tem a equivalência anual de 6,17%.

Se o trabalhador conseguir aplicar, mensalmente, R\$ 1.000,00 em depósitos de poupança com taxa de juros de 0,5% ao mês, durante 35 anos, quanto ele acumulará sem fazer nenhuma retirada antes desse prazo?

Usando a HP-12C (f REG f FIN 1000 CHS PMT 0,5 i 420 n FV ?), o valor acumulado após 420 meses é R\$ 1.424.710,30.

Com a expectativa de usufruir desse valor durante 20 anos, quanto ele poderia retirar, mensalmente, deixando o restante aplicado nas mesmas condições?

Usando, novamente, a HP-12C (f REG f FIN 1.424.710,30 PV 240 n 0,5 i PMT ?): - R\$ 10.207,07. Este resultado é equivalente ao valor da retirada durante 240 meses até o saldo ser zerado. Supera, amplamente, até mesmo o teto da aposentadoria pelo INSS (R\$ 6.433) – e poucos aposentados pela Previdência Social o atingem.

O valor atual desse plano de aposentadoria (R\$ 10.207,07 / mês) sugere ele ser adequado para todos os trabalhadores ao receberem, mensalmente, até R\$ 14.581,53.

Os especialistas afirmam: receber de aposentadoria 70% da renda na idade ativa é razoável, face aos gastos menores com transporte, vestuário, alimentação, etc. O problema, nesse caso, é reservar no orçamento doméstico e aplicar, durante 420 meses, R\$ 1.000,00.

Sintetiza-se o sugerido na tabela seguinte com simulações de aplicações ao longo da vida profissional. Com seleções de carteiras distintas, ao longo dos diversos ciclos de vida, de acordo com cada faixa de idade, perfil do investidor e cenário futuro, ela mostra a possibilidade de adequações “táticas” para atingir a “meta estratégica”: segurança financeira na aposentadoria.

<b>PLANO DE APOSENTADORIA COM APLICAÇÕES MENSAIS DE R\$ 1.000,00</b>				
<b>Característica</b>	<b>Jovem</b>	<b>Meia-idade</b>	<b>Idoso</b>	<b>Aposentado</b>
<b>Faixa de Idade</b>	<b>25-40 anos</b>	<b>41-55 anos</b>	<b>55-60 anos</b>	<b>60-80 anos</b>
<b>Perfil do Investidor</b>	<b>Agressivo</b>	<b>Moderado</b>	<b>Conservador</b>	<b>Conservador</b>
<b>Cenário</b>	<b>Estabilidade</b>	<b>Crescimento</b>	<b>Instabilidade</b>	<b>Instabilidade</b>
<b>DEPÓSITOS DE POUANÇA</b>				
<b>PV</b>	0	<b>R\$537.888,89</b>	<b>R\$1.817.314,12</b>	<b>R\$2.520.257,91</b>
<b>PMT mensal (R\$)</b>	0	0	0	R\$18.055,91
<b>Taxa (i)</b>	0	0,5	0,5	0,5
<b>Prazo (n)</b>	0	180	60	240
<b>FV (R\$)</b>	0	1320029,66	2451284,42	0
<b>RF PÓS-FIXADA</b>				
<b>PMT mensal (R\$)</b>	200	0	800	0
<b>Taxa (i)</b>	0,5	0	0,5	0
<b>Prazo (n)</b>	180	0	60	0
<b>FV (R\$)</b>	58163,74	0	55816,02	0
<b>RF PREFIXADA</b>				
<b>PMT mensal (R\$)</b>	200	400	0	0
<b>Taxa (i)</b>	0,5	0,5	0	0
<b>Prazo (n)</b>	180	180	0	0
<b>FV (R\$)</b>	58163,74	116327,48	0	0
<b>MULTIMERCADOS</b>				
<b>PMT mensal (R\$)</b>	300	400	100	0
<b>Taxa (i)</b>	1	1	0,5	0
<b>Prazo (n)</b>	180	180	60	0
<b>FV (R\$)</b>	149874,06	199832,08	6977,00	0
<b>RV AÇÕES</b>				
<b>PMT mensal (R\$)</b>	300	200	100	0
<b>Taxa (i)</b>	1,5	1,5	0,1	0
<b>Prazo (n)</b>	180	180	60	0
<b>FV (R\$)</b>	271687,35	181124,90	6180,47	0
<b>TOTAL</b>	<b>R\$537.888,89</b>	<b>R\$1.817.314,12</b>	<b>R\$2.520.257,91</b>	<b>0</b>

Fonte: Blog Cidadania & Cultura (Fernando Nogueira da Costa) - Leitura por Colunas

O comportamento deve ser reavaliado ao longo do tempo:

1. fase de acumulação com expansão patrimonial,
2. fase de preservação e

### 3. fase de usufruto.

Com certa diversificação, baseada na aversão ao risco, estima-se, para sair da segurança do 0,5% de juro mensal pago pelos depósitos de poupança, só se justifica obtendo retorno maior. Simula-se, então, outras alternativas de maior risco com juro médio mensal de 1%, no caso de Fundo Multimercado, e 1,5%, no caso de Fundo de Ações Referenciado ao Índice Bovespa.

Nesse exercício ilustrativo, onde se abstrai a taxa de inflação, a volatilidade do retorno da renda variável ou qualquer acidentalidade, inclusive desemprego, acumula-se, após 420 meses, R\$ 2,520 milhões para a aposentadoria. Com a esperança de usufruir desse valor durante 20 anos, o aposentado poderia retirar, mensalmente, cerca de R\$ 18.000,00, deixando o restante aplicado nas mesmas condições.

A taxa de juros real média mensal de 1%, como foi dito, equivale à taxa anual de 12,68% acima da inflação. Isso significa, caso a taxa de inflação em algum ano for 8%, ser necessário o investimento em Multimercados pagar pelo menos 21% ao ano em juros. No caso dos depósitos de poupança, a TR teria de acompanhar a taxa de inflação.

Uma maneira de se prevenir contra a corrosão do poder aquisitivo das aplicações, seria realizar os investimentos mensais corrigidos pelo índice de preços do ano anterior, ou melhor, sempre aplicar determinado percentual do salário e lutar para esse ter a reposição inflacionária. A melhor situação para se evitar a desvalorização real do acumulado em longo prazo é, de fato, a manutenção da estabilidade.

Em regime de alta inflação, há ilusão monetária. Ilude-se o trabalhador com rendimento nominal elevado, mas, muitas vezes, não mantendo seu poder aquisitivo.

Com taxa de juros baixa em termos históricos (0,5% a.m.), mas ainda elevada em termos internacionais, é possível ainda ter bom resultado no planejamento financeiro, como demonstra o cálculo com Matemática Financeira. Depende muito da perseverança em investir, mensalmente, determinado valor, R\$ 1.000,00 no exemplo

acima, ou melhor, no exemplo abaixo, a renda domiciliar mínima per capita.

<b>DEPÓSITOS DE POUPANÇA DA RENDA MÍNIMA EM 35 ANOS E SAQUES POR 20 ANOS</b>				
<b>Classe Social</b>	<b>D</b>	<b>C</b>	<b>B</b>	<b>A</b>
<b>Renda Domiciliar Média Mensal</b>	<b>R\$1.585</b>	<b>R\$3.588</b>	<b>R\$7.202</b>	<b>R\$20.644</b>
<b>Renda Mínima Per Capita (R\$)</b>	<b>245</b>	<b>668</b>	<b>1.543</b>	<b>3.755</b>
<b>DEPÓSITOS DE POUPANÇA</b>				
<b>PV</b>	0	0	0	0
<b>PMT mensal (R\$)</b>	245	668	1.543	3.755
<b>Taxa (i)</b>	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Prazo (n)</b>	420	420	420	420
<b>FV (R\$)</b>	349.054	951.706	2.198.328	5.349.787
<b>SAQUES MENSAS</b>				
<b>PV</b>	349.054	951.706	2.198.328	5.349.787
<b>PMT mensal (R\$)</b>	2.500	6.818	15.750	38.328
<b>Taxa (i)</b>	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Prazo (n)</b>	240	240	240	240
<b>FV (R\$)</b>	0	0	0	0
<b>SAQUE/ RENDA FAMILIAR</b>	1,6	1,9	2,2	1,9

Fonte: Instituto Locomotiva - mar 2021 (elab. Fernando Nogueira da Costa) - Leitura por Colunas

### 5.7. Conclusão: Conduzir para não ser Conduzido pela Financeirização

Para executar seu plano de aposentadoria, o trabalhador necessitará lutar, incessantemente, contra a sedução da sociedade do consumo. Apenas com o controle do instinto da satisfação imediata via consumismo se habituará a "armazenar", ou seja, fazer reserva para a fase inativa do ciclo de vida.

Técnicas de propaganda criam modismo como símbolo de status social, confundindo o ter e o ser. Ser diferente é mais difícil, mas traz a satisfação de contrariar a moda e os falsos amigos.

Qualidade de vida não é possuir bens de consumo. Necessita-se ter consciência se está apenas sofrendo o poder do *marketing* e a pressão do grupo ao qual se pertence antes de tomar decisões de compra de produtos supérfluos. Seguir a tendência, conjuntamente com a "manada", justificando-se com base no comportamento coletivo, implode o orçamento pessoal.

“*Shopping* terapia” é falso prazer duradouro. Quando se evita a compra imediata, para pensar durante quanto tempo aquele produto trará felicidade, a tendência é reduzir a vontade da comprar.

Percebe-se o prazer ser mais curto do imaginado inicialmente. Portanto, antes de comprar algo, deve-se refletir quão feliz se ficará, imediatamente após a aquisição, e depois de algum tempo, com o “processo de habituação”.

Quando o ser humano vê algo desejado, a Neuroeconomia mostra serem acionadas as áreas cerebrais associadas ao prazer e ao medo de ficar sem dinheiro. Mas se o pagamento for feito com moeda em espécie, a sensação física de transferir a cédula (ou o único cheque) pode levar a refletir melhor.

Uma medida de prevenção é não usar cartão de crédito e/ou débito. Ele não desperta o medo de perda de maneira tão palpável, facilitando a compra de coisas caras e supérfluas.

Se o trabalhador não tem o mesmo dinheiro como tem o seu grupo de amigos/colegas influentes, ele não deve adotar a necessidade imposta por *status*, isto é, o efeito *demonstração do consumo conspicuo*. Nessa circunstância, geralmente, surge o impulso de solicitar crédito para fazer dispêndio com finalidade precípua de demonstração de condição social por meio de gastos ostentatórios ou compra de artigos de luxo.

A prevenção é relaxar a mente, avaliando o custo de oportunidade, devido ao compromisso assumido. Aproveite para avaliar também se seus amigos te merecem...

Muitos trabalhadores argumentam não investirem porque “falta salário e sobra mês”. Para “fazer sobrar”, é necessário o planejamento financeiro.

O trabalhador não pode se dar o luxo de não importar com a segurança financeira, pois tampouco a Previdência Social cuidará de seu futuro. O “processo de habituação” deve ser dirigido a investimentos de longo prazo e não por objetos de consumo imediato.

As crianças, geralmente, adquirem com os pais o “hábito de compra” e não o “hábito de investimento”. Educação financeira poderá mudar esse quadro.

Embora seja racional, não basta “ter consciência” dos males dos vícios, para mudar os hábitos autodestruidores. Alcoolismo, tabagismo, drogas, consumismo, “sucesso a qualquer custo”, etc. constituem mistura perigosa. Leva muita gente até à criminalidade.

Quem consegue mudar de atitude, em geral, tem de abandonar o comprometimento com determinado grupo. Para tanto, necessita ter ou base familiar estruturada ou novo grupo de apoio coletivo.

No caso do planejamento financeiro do orçamento doméstico, haverá também a necessidade do apoio familiar para cortar gastos não essenciais. Estabelecida certa meta, por exemplo, separar 10% da renda mensal para aplicações financeiras, ajusta-se os gastos ao valor estipulado como limite para as despesas da família.

O valor destinado ao investimento financeiro deve ser considerado como “débito automático” no dia do pagamento do “chefe da família”.

O mundo real das finanças não é tão fácil de enfrentar como sugerem os autores de livros de autoajuda financeira. Os trabalhadores não são filhos de pai rico. Aqui, são filhos do Brasil.

## 6. Crítica à Literatura de Denúncia à Financeirização

### 6.1. Introdução

A literatura de denúncia à adjetivada “financeirização” padece de alguns problemas críticos:

1. *abusa da Falácia do Espantalho* ao apresentar de forma caricata a atuação do sistema financeiro, com o objetivo de atacar essa falsa ideia em vez de analisar a complexa evolução sistêmica;
2. *não dimensiona o dito com estatísticas*, ou seja, não testa suas hipóteses com a medição de seus argumentos com conhecimento de causa;
3. *baseia-se em rótulos pré-fabricados*, apresentando uma notável falta de raciocínio lógico e fundamentação empírica para suas proposições, subentendidas na leitura das entrelinhas;
4. *expõe um raciocínio circular*: a conclusão aparece de forma inserida já como premissa, ou seja, é uma repetição da premissa condenatória com palavras diferentes como petição de princípio;
5. *recorre à Falácia da Composição*: se partes de um todo receberam um determinado atributo, por exemplo, “enriquecimento de investidores em renda fixa com juros compostos sobre investimentos financeiros programados”, infere então o todo – todos os depositantes – também ter esse mesmo atributo;
6. *recorre também à Falácia da Divisão* (o inverso da anterior): as partes devem ter o dom maléfico atribuído ao todo, ou seja, a “improdutividade laboral”;
7. *usa e abusa da Falácia do Equívoco*: explora a ambiguidade da linguagem criada para seus crentes ao alterar o sentido de certa palavra – “financeirização” como evolução sistêmica –, durante a argumentação, e usar esse significado diferente (como um *retrocesso* ou uma *involução*) para sustentar uma conclusão infundada: a possibilidade de dispensar as finanças;

8. *reduz tudo no âmbito da discussão a um falso dilema* (falsa dicotomia, terceiro excluído ou “pensamento preto ou branco”) em termos de duas categorias opostas: ao rejeitar uma das opções (“desacreditar o ataque ao papel social do sistema financeiro”), o interlocutor não teria alternativa a não ser aceitar a outra: “ser um vendido aos bancos”;
9. *faz apelo à popularização*, primeiro na opinião especializada, depois na opinião pública, da “crítica à financeirização”, visando a *Falácia da Prova Social*: o fato de a maioria das pessoas acreditar em uma ideia se tornar a prova de ela ser verdadeira ao criar uma Realidade Consensual;
10. *argumenta a partir das consequências*, ao refutar a veracidade de uma declaração – “a alavancagem financeira propicia multiplicação de renda e empregos” – apelando às más consequências porventura ela seja verdadeira: “enriquece uma classe rentista ociosa”;
11. *aposta no medo do público*, exposto a argumento baseado apenas em ameaças ou mentiras descaradas, tipo “tá tudo dominado por um setor do mal!”;
12. *ao não oferecer provas concretas de sua visão deturpada* – a “financeirização” levar a um cenário futuro assustador –, não há como refutá-la, enquanto “a história do futuro não acontecer”;
13. *apela à Falácia da Bola de Neve*, ao não apresentar provas concretas de serem inevitáveis as consequências anunciadas: “uma economia improdutiva, ou seja, sem produção”;
14. *desacredita a priori no contra-argumento*: “o papel social imprescindível do sistema financeiro” com o argumento ameaçador de a aceitação dele levar a uma sequência de eventos indesejáveis;
15. *faz generalização precipitada*, por tirar uma conclusão a partir de uma amostra específica demais para ser representativa do universo: “a financeirização ou o rentismo patrimonialista brasileiro é como a financeirização mundial”;
16. *apela à ignorância de pessoas*, a maioria sem Educação Financeira ou “conhecimento de causa”, ao tentar convencer de



algo ser verdadeiro – “a financeirização vai inviabilizar o futuro” – simplesmente porque ainda não foi comprovado como falso: *a ausência de prova é transformada em prova por ausência*;

17. *argumenta com base na Falácia da Incredulidade Pessoal*: a incapacidade pessoal de leigos entender ou imaginar algo os levar a acreditar aquilo ser falso ou impossível, por exemplo, “a regulação e supervisão bancária contínua por parte da Autoridade Monetária”;
18. *não abre mão da Falácia Genética*, ao demonstrar um apego emocional, seja negativo, seja positivo, à origem do emissor de uma ideia: contrapõe um “argumento de autoridade”, emitido por determinado “intérprete autorizado” de Marx ou Keynes, a qualquer “argumento de um Zé Ninguém”.

Vamos ao debate sobre a literatura da “financeirização” neste capítulo. Mas evitemos apelar à hipocrisia de rebater um fato – “os críticos da *financeirização* não dimensionam com estatísticas aquilo dito de maneira leviana” – com uma acusação pessoal. Nesse caso, desviará a atenção da correção da crítica às suas ideias sobre um pressuposto fenômeno ao apontar uma suposta contradição entre o argumento da pessoa crítica e suas ações ou afirmações anteriores, tipo “você não é mais de esquerda?”

Da mesma forma, tomemos cuidado para não desvalorizar um argumento oposto – “os trabalhadores intelectuais do varejo de alta renda necessitam de acumular reservas financeiras para sua aposentadoria”. Não se deve atacá-lo se não for só por seu mérito, mas somente por causa de origem social (“não são trabalhadores manuais”) ou a história da pessoa defensora do argumento crítico (“ah, trabalhou em alta administração de um banco público e o representou na FEBRABAN...”).

A *culpa por associação* é desacreditar uma ideia ao associá-la a algum indivíduo ou grupo malvisto em determinadas redes sociais. E o *argumento ad hominem* acontecerá se o autor de uma ideia criticada fizer a desqualificação do interlocutor crítico, simplesmente, por ele não ser “uma autoridade” ou por um juízo negativo de suas intenções.

Em debate intelectual público, deve-se *evitar o ataque à pessoa, em vez de discutir a opinião dela*. Esta postura revela apenas a intenção de desviar a discussão e desacreditar a crítica desse oponente.

Apresentarei, inicialmente, um resumo conceitual do fenômeno realizada pela abordagem marxista. Depois, farei uma síntese da abordagem pós-keynesiana.

Após análise do diagnóstico de vivenciarmos, atualmente, a Era do Capital Improdutivo, apontarei o *viés do economicismo*, derivado da literatura de denúncia à “financeirização”. Finalmente, criticarei a panfletagem contra “a financeirização”, em particular, a defenestração de “o rentismo-patrimonialista dos donos do dinheiro”.

Panfleto é um escrito satírico ou violento, geralmente político. Peca por usar (e abusar de) muitos adjetivos e ser pouco substantivo.

Discordo de, em uma sociedade democrática tolerante, do ato de se livrar de alguém, politicamente, através de sua marginalização social. Não aprecio o truque de retórica reducionista de tudo a um conflito tipo “nós contra eles”. Nós todos somos parte de um sistema bancário, bem como são “os banqueiros” de passagem profissional temporária na alta administração dos bancos.

## 6.2. Abordagem Marxista da Financeirização

Vítor Lopes de Souza Alves é mestre e doutorando em Ciências Econômicas pelo IE-UNICAMP. Escreveu um artigo-resenha submetido ao XXVI Encontro Nacional de Economia Política, a ser realizado na Universidade Federal de Goiás, em 2021, de maneira virtual.

Este artigo fornece definições para a categoria de capital financeiro e para o fenômeno da *financeirização*, tendo por base uma abordagem marxista. Inicialmente, ele faz uma apresentação das quatro formas concretas de capital expostas por Karl Marx em *O Capital*:

1. o capital industrial,
2. o capital comercial,
3. o capital portador de juros e

#### 4. o capital fictício.

Então, tomando como referência *O Capital Financeiro* de Rudolf Hilferding, define o capital financeiro como a união destas diferentes formas concretas de capital sob uma mesma propriedade capitalista.

Por fim, a *financeirização* é definida como um padrão sistêmico de acumulação de riqueza, correspondente a uma certa etapa histórica do capitalismo. Nesta fase, imagina o capital financeiro constituir a forma de capital preponderante, exercendo *dominância financeira* sobre as variáveis econômicas.

#### 6.2.1. Capital Industrial

O *capital industrial* consistiria na forma mais geral e elementar do capital. Os marxistas colocam como sua exclusividade a produção de o valor e a mais-valia. Apela para o falso argumento de apenas essa forma contemplar o *processo de produção de mercadorias*.

Evidentemente, isso é empírica e conceitualmente falso. Tanto a economia agrícola produz mercadorias, seja *commodities* para exportação, seja alimentos para o mercado interno, quanto a economia terciária produz serviços. Todos são setores produtivos e adicionam valor.

Confira no Sistema de Contas Nacionais abaixo o fenômeno da “desindustrialização” no último quarto de século. Ele não foi devido ao crescimento das atividades financeiras (“financeirização”), mas sim por conta da expansão das importações, em especial em trocas de comércio exterior com a Ásia, principalmente com a China: exportação de *commodities* e importação de bens industriais.

VALORES CORRENTES										
(1.000.000 R\$)										
Período	AGROPECUÁRIA	INDÚSTRIA						VA	Imposto	PIB
	Total	Indústrias extrati	Indústrias de tra	Eletricidade e gás, água	Construção	Total				
1995	35.382	4.411	102.667	14.939	43.054	165.071	610.785	95.206	<b>705.992</b>	
Em %	5%	1%	15%	2%	6%	23%	87%	13%	100%	
2002	81.515	25.741	183.969	43.218	81.980	334.908	1.270.215	218.573	<b>1.488.787</b>	
Em %	5%	2%	12%	3%	6%	22%	85%	15%	100%	
2015	258.967	110.773	630.813	123.183	296.018	1.160.787	5.155.601	840.186	<b>5.995.787</b>	
Em %	4%	2%	11%	2%	5%	19%	86%	14%	100%	
2020	439.838	185.580	727.648	188.864	212.463	1.314.555	6.440.763	1.007.095	<b>7.447.858</b>	
Em %	6%	2%	10%	3%	3%	18%	86%	14%	100%	
Período	SERVIÇOS								PIB	
	Comércio	Transporte, arma	Informação e cor	Atividades financeiras,	Atividades Imobiliárias	Outras atividades	Adm., defesa, sai	Total		
1995	55.714	20.764	14.832	64.392	60.202	92.518	101.910	410.332	<b>705.992</b>	
Em %	8%	3%	2%	9%	9%	13%	14%	58%	100%	
2002	98.240	46.682	54.167	100.574	136.512	208.228	209.389	853.792	<b>1.488.787</b>	
Em %	7%	3%	4%	7%	9%	14%	14%	57%	100%	
2015	685.708	226.500	176.004	365.276	498.884	897.888	885.587	3.735.847	<b>5.995.787</b>	
Em %	11%	4%	3%	6%	8%	15%	15%	62%	100%	
2020	874.033	277.673	224.727	452.148	660.606	1.044.592	1.152.591	4.686.370	<b>7.447.858</b>	
Em %	12%	4%	3%	6%	9%	14%	15%	63%	100%	

Fonte: Contas Nacionais - IBGE (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

No caso do sistema bancário, por exemplo, angaria receitas da prestação de serviços ao cobrar tarifas de pessoas físicas e pessoas jurídicas, administração de fundos de investimento, fundos constitucionais e loterias, serviços de cobrança, garantias prestas, mercado de capitais, serviços de pagamento e outros.

No entanto, de uma maneira anacrônica tanto com o passado – a revolução comercial internacional e a revolução financeira foram prévias à revolução industrial –, quanto com o presente da economia digital desmaterializada, muitos marxistas consideram o capital industrial como a forma originária do capital.

O seu movimento de valorização constituiria a base para a existência das demais formas concretas de capital. Estas, em uma leitura equivocada da Teoria do Valor-Trabalho, não produziram mais-valor. Derivariam a sua valorização da apropriação de uma fração do mais-valor produzido pelo capital industrial. Seria como o resto da economia fosse tributária da exploração da reduzida categoria de operários industriais!

Esse paradoxismo está se agravando com a 4ª. Revolução Tecnológica. No limite, predominarão robôs automatizados nas fábricas, supervisionados por poucos seres humanos. Os adeptos dessa esdrúxula Teoria do Valor-Trabalho Industrial não deram “adeus ao proletariado”...

Já hoje cerca de  $\frac{3}{4}$  dos empregos se concentram em serviços. No fim de 2020, com 86 milhões de pessoas ocupadas no Brasil, cerca de 8,6 milhões (10%) estavam na agricultura, pecuária, produção florestal, pesca e aquicultura, 10,9 milhões (12,7%) na indústria geral.

Por os demais trabalhadores não elaborarem uma produção materializada eles não gerariam um valor adicionado? Essa Teoria do Valor-Trabalho Industrial não reconheceria como legítimas as rendas sob diferentes formas: salários, lucros, juros e alugueis? Todo o excedente, em circulação monetário-financeira, seria gerado somente pelo *capital industrial*?! Esses autores brigam com os números...

### 6.2.2.Capital Comercial

O *capital comercial*, na abordagem marxista resenhada por Alves (2021), resulta da autonomização do capital-mercadoria, uma das formas particulares assumidas pelo *capital industrial* em seu movimento. A regra-de-ouro do comércio é simplesmente “comprar barato para vender caro”.

Salienta o capital comercial não produzir mais-valor, “mas apenas se apropriar, na esfera da circulação, de uma parcela do mais-valor produzido pelo capital industrial. O segredo da valorização do *capital comercial* encontra-se, portanto, na interação exercida por ele com o *capital industrial*”.

Ora, ora, por apenas transferir propriedades privadas sobre bens pré-existentes, o capital comercial seria também improdutivo. Curiosamente, ele não é tão demonizado como o capital bancário, porque certos marxistas acham o capital industrial ser dependente dele para a “realização da mais-valia”, isto é, a venda final das mercadorias produzidas pelo louvado capital industrial.

Os operários das indústrias seriam sujeitos revolucionários e os comerciários, em número muito superior, dispersos em milhares de lojas comerciais, não teriam uma “consciência revolucionária”? Ou ambos são alienados em relação a esse “determinismo histórico”?

### 6.2.3. Capital Portador de Juros

Por fim, os materialistas históricos chegam ao encapetado capital *portador de juros*. Apesar de bancos serem uma criação do Renascimento na virada do século XIV para o XV, alguns marxistas dizem ele ter “origem a partir da autonomização do capital monetário, a primeira das três formas particulares assumidas pelo *capital industrial* em seu movimento”.

Por não haver a mediação do processo de produção, também deixa de existir a mediação da compra e venda de mercadorias. Desse modo o movimento inteiro transcorre sob a forma monetária – e o radical materialista fica injuriado!

O capitalista portador de juros, isto é, o *banqueiro*, obtém a valorização do seu valor emprestando certa soma de dinheiro a um terceiro, com quem estabelece uma relação de crédito. Ao término de algum prazo estipulado, o tomador de empréstimo (mutuário ou devedor) deve devolver ao prestador (prestamista, mutuante ou credor) a quantia contratada acrescida de juros.

É simples assim: ninguém teria motivação de ceder seu capital-dinheiro para um outro se beneficiar de seu uso sem compartilhar parte do lucro no empreendimento. Senão, teria custo de oportunidade: deixar de ganhar com seu próprio uso.

Esta lógica vem de muito antes da existência de capital industrial. Por exemplo, a conquista pelo capital comercial das Américas, além de outras terras, foi financiado por capital de terceiros. Foram retribuídos com juros, inclusive pelos riscos de as arriscadas empreitadas perderem o dinheiro emprestado.

No entanto, em apego exacerbado ao capital industrial, um marxista vulgar reafirma: “o *capital portador de juros*, tal como já caracterizamos o *capital comercial*, pressupõe a existência do *capital industrial* e constitui uma forma derivada deste, também não produzindo mais-valor e apenas se apropriando, na esfera da circulação, de uma parcela do mais-valor produzido pelo capital industrial”.

Ao fim e ao cabo, “o banqueiro, cuja atividade se limita à mera circulação do dinheiro, não se defronta com a mediação – o

'calvário' ou a 'dura peregrinação' – da produção e da circulação de mercadorias. Assim, do seu ponto de vista individual, o dinheiro aparenta ser dotado da propriedade mágica de multiplicar-se, como se promovesse por si mesmo a sua própria valorização. Diferentemente do industrial, ele se encontra livre da necessidade de contratar e supervisionar trabalhadores no cotidiano de uma fábrica, e, diferentemente do comerciante, ele não precisa se preocupar em armazenar mercadorias nem promover campanhas publicitárias a fim de encontrar compradores para as mesmas”.

Observe o rancor por supostamente alguns se livrarem das agruras do “chão das fábricas”. Por o banqueiro – na realidade, os bancários – lidar com um conjunto de informações de bits e bytes, trabalhando com sistemas cibernéticos em extensas jornadas de trabalho, não se “sujam de graxa”.

Aliás, as fábricas atuais com robôs automatizados são assépticas. Tornou paradoxal a crítica de, talvez por usarem terno-e-gravata, banqueiros e bancários seriam ociosos – e estariam condenados a uma não aceitação social. Seriam “improdutivos”!

O critério de só ter valor o produzido pelo suor do trabalho de quem veste macacão, até hoje, é dominante nos corações e mentes dos adoradores do capital industrial. Parece se preocuparem em defender a regressão histórica à antiga exploração dos operários em extensas jornadas de trabalho...

Daí não escondem o incômodo. “Dadas essas características da sua forma de movimento, o *capital portador de juros* se apresenta como a forma mais líquida de capital, consistindo no *meio mais fácil por meio do qual os capitalistas podem valorizar o valor*”.

Valorizar o valor... Será a cobrança de juros compostos ou o ganho de capital por comprar ações e revender com maior cotação? Um ou outro será valor apropriado na esfera da circulação, originado da produção industrial? E se o crédito não for dirigido ao capital de giro das indústrias? E se a valorização no mercado secundário for resultante de predominância de atribuições subjetivas altistas?

Essas questões-chaves não importam à literatura de denúncia da “financeirização”. O custo de oportunidade passa a ser feito sempre em relação ao possível rendimento financeiro. “Uma vez que

essa forma de capital esteja estabelecida, a taxa de juros torna-se um referencial para o cálculo capitalista, passando a existir como *um piso para qualquer outra forma de rendimento*” (Alves; 2021: 10).

Se assim fosse, as rentabilidades patrimoniais de todas as empresas não-financeiras superariam, por definição, todos os rendimentos de produtos financeiros. Não haveria motivo de insatisfação por parte desses empresários sobreviventes a esse “filtro”.

A visão por parte dos críticos da “financeirização” da atividade financeira ser um local de ócio é espantosa. Confira: “os capitalistas esperarão sempre a taxa de ganho obtida, por exemplo, em aplicações industriais e/ou comerciais superar aquela possível de ser obtida nas aplicações bancárias, dado *as primeiras requererem algum esforço pessoal e as últimas são compatíveis com o ócio*” (id.;ibid.).

Ócio é um tempo livre, um tempo vago para não fazer absolutamente nada, apenas para relaxar. Atribuem aos financistas não pensar em nada, ficar em permanente preguiça, vadiagem mesmo.

Marxista apela para o seguinte “argumento de autoridade”. “No pensamento de Keynes, esse fato se expressa através da concepção de a eficiência marginal do capital (o equivalente, em terminologia keynesiana, para a taxa de lucro) deve ser sempre superior à taxa de juros, a fim de haver estímulo para o investimento” (id.;ibid.).

Michal Kalecki apresentou uma Teoria dos Determinantes do Investimento muito mais consistente. O primeiro fator é acumulação interna de capital das firmas: “poupança bruta” (depreciação e lucros retidos para autofinanciamento) e “dinheiro vindo de fora” para a alavancagem financeira e/ou a subscrição de ações.

Os lucros esperados são considerados em relação ao valor do novo capital em equipamento e dependem do ritmo de vendas. A ociosidade da capacidade produtiva afeta de modo adverso as decisões de investimento.



Kalecki não coloca em sua equação os juros em longo prazo. Eles não apresentam flutuações cíclicas nítidas. Mas acrescenta as inovações – os ajustes graduais do equipamento de uma firma ao estado atual da tecnologia – além dos fatores demográficos de desenvolvimento.

#### 6.2.4. Capital Fictício

*Fictício* é um adjetivo com os seguintes significados: é irreal, inverossímil, fabuloso; simulado, aparente, ilusório; apresenta falsidade ou simulação; é resultado do imaginário. Há mentira, em uma Realidade Consensual, quando agentes econômicos só persistem em negociação por combinação ou por um acordo estabelecido por instituições?

O significado da categoria de *capital fictício* é bastante controverso entre os teóricos marxistas. Embora aceitem ele *existir* na forma de ações e títulos de dívida pública – os dois maiores lastros da riqueza financeira, um *renda fixa*, outro *renda variável* –, há um debate sobre qual seria a sua definição precisa e quanto a quais outros títulos negociáveis poderiam ser classificados como tal.

Na literatura marxista em geral, o *capital fictício* é comumente definido:

- i) pelo distanciamento entre o valor de face do título ou papel *onde existe* [?] e o valor do elemento real de capital representativo e
- ii) por não estar vinculado de maneira nenhuma com o processo de produção, sendo puramente especulativo.

Outros acham o *capital fictício* se definir como “direitos contratuais transacionáveis sobre um fluxo de renda futuro”. Possuiria três atributos:

- i) renda futura,
- ii) mercado secundário e
- iii) inexistência real.

Curiosa essa expressão: “inexistência real”. Não sei qual é seu significado. Penso: *se não existe, não é real...*

Entendo haver:

- i) *Realidade Objetiva*: aquilo “concreto e dado, independente da crença”, como objetos sólidos (ativos existentes ou construídos) e fenômenos naturais ou físicos;
- ii) *Realidade Consensual*: aquilo “combinado ser real” (moldável), sem ser validado por testes em laboratório;
- iii) *Realidade Pessoal*: aquilo tomado como “real para nós mesmos”, como um valor pessoal, porém, não validado nem pelo coletivo, nem pelo objetivo.

A confirmação da Realidade Consensual vem do coletivo, usando como argumentos paradigmas, pressupostos ou premissas interpretativas aceita por todos. Por exemplo, dinheiro é uma instituição usada coletivamente. Da mesma forma, a riqueza é valorizada ou desvalorizada pelo consenso predominante dos participantes do mercado secundário.

Esses autores marxistas dissidentes opinam *a categoria de capital fictício ser o inverso da categoria de capital portador de juros*. Enquanto este se trata de uma soma de dinheiro capaz de ser aplicada para a obtenção de uma renda fixa no futuro, o *capital fictício* relaciona-se com um fluxo de rendimentos futuros esperados.

Se ele for descontado pelo custo de oportunidade, isto é, trazido a valor presente por meio da taxa de juros vigente, transforma-se no preço de um título transacionável. Esse título pode ser adquirido por capitalista especulador como um direito ao recebimento daquela renda prometida no futuro. Curiosamente, esse “especulador de carne-e-osso” é classificado como *capitalista fictício*!

Logicamente, a partir dessa definição – o esperado ainda não confirmado –, todos os derivativos seriam uma forma de existência do capital fictício, tipo *a existência do ainda inexistente...* Só.

No entanto, diferentemente do capital comercial e do capital portador de juros, sempre vinculados pelos marxistas ao capital

industrial, encontrando neste a sua fonte de valorização, *o capital fictício pode ou não possuir vínculos com o mesmo.*

Rigorosamente, não é possível afirmar a existência de uma relação de representatividade direta entre as cotações das ações de empresas não-financeiras e o seu aparato industrial, agrícola, de serviços ou tecnológico. A expectativa de dividendos influencia, mas não é determinante direta.

No caso dos títulos da dívida pública, os marxistas dogmáticos não enxergam qualquer ligação entre os papéis negociáveis e a produção de mercadorias. Ora, serviços públicos não são bens? É por lucros e dividendos dos industriais serem isentos de tributação?

Há um contorcionismo mental, senão verbal, para manter intacta *a doutrina do materialismo histórico*, elaborada no século XIX, mesmo no século XXI. Os dogmáticos costumam reconhecer haver um distanciamento entre o preço das ações de uma empresa e o valor – transformado no preço de produção – do seu capital industrial.

Mas reconhecem a grandeza da riqueza fictícia encontrar-se sujeita a bruscas e intensas oscilações. Dado o caráter especulativo do processo de formação de expectativas, dizem ser possível haver a formação de “bolhas” de valorização fictícia.

Este seria um processo onde os preços das ações deixam de refletir as condições reais de geração de mais-valor e de distribuição de dividendos pelo capital industrial. Ressalvam, entretanto, “embora seja correto afirmar a existência de um ‘descolamento’ entre o capital fictício e o capital industrial, trata-se sempre de uma *autonomia relativa e não absoluta*” (Alves; 2021: 13).

O capital industrial é um negócio da China. Mas, ainda distante, seria o determinante em última instância de cotações na Bovespa...

#### 6.2.5. Capital Financeiro

Segundo Alves (2021: 14), “a categoria de *capital financeiro*, embora apareça com frequência em trabalhos de orientação marxista, jamais foi empregada por Marx em *O Capital* (1867; 1884; 1885), tendo sido concebida por Hilferding em *O Capital Financeiro* (1910)”.

O *capital financeiro* pode ser definido como se tratando da união ou fusão de diferentes formas concretas de capital (capital industrial, capital comercial, capital portador de juros e capital fictício) sob uma mesma propriedade capitalista. Assim, se um capitalista detém em seu *portfolio* ou *carteira* diferentes formas de capital, tendo ao mesmo tempo direitos de propriedade (ações ou títulos) de, por exemplo, fábricas (*capital industrial*), lojas de varejo (*capital comercial*), títulos de empréstimos monetários não-transacionáveis em mercado secundário (*capital portador de juros*) e ações em bolsas de valores (*capital fictício*), ou ao menos de duas dessas quatro formas, ele seria classificado como *capitalista financeiro*.

Normalmente, grupo societário de capitalistas se associa à propriedade comum de uma companhia aberta. Hilferding chama a atenção para o caráter dessa união interpessoal, provocada pelo *capital financeiro*, no sentido da conversão de diversas propriedades capitalistas, cada qual composta de uma forma específica de capital, em uma propriedade capitalista única *abrangendo formas distintas de capital*.

#### 6.2.6. Financeirização

O *capital financeiro* adquire, conforme o desenvolvimento capitalista vai se processando, uma importância progressivamente maior. No decurso da história econômica, o *capital financeiro*, conforme aumentam as suas grandezas absoluta e relativa, passa a afetar de maneira cada vez mais decisiva as variáveis micro e macroeconômicas.

“Tá tudo dominado”, segundo Alves (2021: 18): o cálculo capitalista, o progresso técnico (inovação), a alocação do trabalho social, as decisões de endividamento e de investimento, o nível da demanda efetiva, a taxa de desemprego, a taxa de crescimento do produto e da renda, os índices de desigualdade de riqueza e de renda, etc.

Os diferentes componentes de um sistema complexo, nessa ótica, estariam sobre determinados pelo “lado” ou “setor” (sic) financeiro. Os marxistas adeptos da denúncia da “financeirização” confundem a rede de relacionamentos entre os diferentes “nós”,

estabelecida no sistema de pagamentos monetários, com uma dominância financeira.

Por exemplo, as *big-techs* não teriam sua maior importância devido às inovações tecnológicas? E todas as outras atividades de companhias abertas não determinariam seus valores de mercado, indiretamente, via atribuições subjetivas de valores às suas ações?

Porém, esses contra-argumentos são sequer cogitados. A “financeirização” é definida, em linha com Braga et al. (2017), “como um padrão sistêmico de acumulação de riqueza, correspondente a uma certa etapa histórica do capitalismo, onde o capital financeiro constitui a forma de capital predominante”. Nesse contexto, haveria a dominância financeira sobre as variáveis econômicas.

Parece-me haver uma *inversão lógica*. Aponta uma “causa falsa”, porque correlação não é causalidade.

Essa literatura define como causa de um evento, denominado “financeirização”, uma ocorrência anterior ou simultânea. Não apresenta provas empíricas com base em medidas.

Os acionistas acompanham os desempenhos das diferentes atividades sob seus controles acionários em Conselhos de Administração e Assembleias Gerais. Porém, não têm o poder de determinar as variáveis econômicas!

Dizer isso seria equivalente a afirmar “os capitalistas têm controle absoluto sobre o ganho futuro de lucro ou capital”. É uma impropriedade lógica e empírica.

Alves (2021: 18) reconhece, a esse respeito, “a história capitalista comporta vários episódios, e não apenas uma única Era de Financeirização. Houve *financeirização*, por exemplo, no fim do século XIX e início do século XX, à época quando Hilferding escreveu a sua obra, em momento onde a emergência do capital financeiro acompanhou-se de uma forte centralização do capital (oligopolização e monopolização) através dos processos de fusões e aquisições (formação de trustes e cartéis), de crescente importância das sociedades por ações e da prática de imperialismo

pelas principais nações capitalistas, tal como descrevem, por exemplo, Hobson (1894) e Lenin (1917)“.

Por sua vez, “o início da etapa de *financeirização* mais recente data de meados dos anos 1970, quando ocorreram, simultaneamente, os declínios do sistema de produção fordista e do arranjo monetário-financeiro internacional acordado na Conferência de Bretton Woods”.

Não será mais apropriado afirmar o capitalismo – contratação de força do trabalho assalariada por capital dinheiro para uma relação de produção em determinadas condições das forças produtivas – ter sido sempre “financeirizado”?

A palavra *capital* vem do latim *capitale*, derivado de *capitalis*, com o sentido de “principal, primeiro, chefe, cabeça”. *Capitale* surgiu pelo menos desde 1211 na Itália e avançou nos séculos XII e XIII para designar *fundos, existências de mercadorias, somas de dinheiro ou dinheiro com direito a juros*.

Desde a criação de bancos e mercado de títulos de dívida pública, no Renascimento (século XV-XVI), e de sociedades por ações, na Revolução Financeira holandesa, ocorrida no século XVII, o sistema capitalista nunca deixou de ser um sistema financeiro.

O termo *capitalista*, referente ao proprietário de capital, e não ao sistema econômico, tem uso anterior ao do termo *capitalismo*, datado desde meados do século XVII. O *Hollandische Mercurius* usava o termo entre 1633 e 1654 para se referir aos *proprietários de capital*.

A *fase comercial do capitalismo*, originada a partir do início da Companhia Britânica das Índias Orientais e da Companhia das Índias Orientais Holandesas, as primeiras companhias abertas por acionistas, derivou do *mercantilismo*: comércio mercante em longa distância.

No século XVIII, houve a transição para o *industrialismo*. No entanto, o capitalismo financeiro abarca ambas “fases” por ser intrínseco à definição sistêmica. Capitalismo não se separa de capital-dinheiro.

O protecionismo entre-guerras mundiais, no século XX, interrompeu a globalização e/ou abertura externa dos Estados nacionais. Porém, conforme demonstrou a crise de 1929, detonada pelo *crash* da Bolsa de Nova York, a “financeirização” não deixou de existir. Tampouco a lógica financeira deixou de perdurar durante a reconstrução da Europa destruída e a industrialização nascente dos países emergentes da periferia.

Talvez uma diferença marcante seja *o maior desenvolvimento de mercados futuros*, após a flexibilização das taxas de câmbio, como modo de proteção (*hedge*), embora a *Chicago Mercantile Exchange* (CME) existisse desde 1898. Foi a primeira bolsa de mercadorias nos Estados Unidos.

A CME opera vários tipos de instrumentos financeiros: taxa de juros, ações, moedas e *commodities*. Também oferece negociação em investimentos alternativos, como derivativos pós e pré-fixados.

À guisa de síntese e conclusão, baseado em uma abordagem marxista, Alves (2021: 19) dá as seguintes definições à categoria de *capital financeiro* e ao fenômeno da *financeirização*:

- *Capital Financeiro*: propriedade capitalista, normalmente de caráter associativo, compreendendo duas ou mais formas concretas de capital: *capital industrial*, *capital comercial*, *capital portador de juros* e *capital fictício*;
- *Financeirização*: padrão sistêmico de acumulação de riqueza e etapa histórica do capitalismo, onde o *capital financeiro* é a forma preponderante de capital, exercendo dominância financeira sobre as variáveis econômicas.

Minha crítica, fundamentalmente, é sob o ponto de vista histórico e holístico, isto é, com uma visão sistêmica, *o sistema capitalista sempre foi um sistema financeiro*, um é inseparável do outro. Um sistema complexo como tal emerge das interações de seus diversos componentes – *capital industrial*, *capital comercial*, *capital portador de juros* e *capital fictício* – sem dominância absoluta de nenhum, pois todos são *interdependentes*.

Então, não cabe falar em *Era ou Fase de Financeirização*. E muito menos demonizar banqueiros com a retórica intolerante, binária e reducionista: “nós contra eles”.

### 6.3. Abordagem Pós-keynesiana

O livro *Repensar o Brasil*, cujos organizadores são Jhonatan Almada, Elias Jabbour, Luiz Fernando de Paula (Rio de Janeiro: AMFG, 2020. 402 p.), tem seu terceiro capítulo intitulado “Financeirização e Política Monetária no Brasil”. Ele tem coautoria de Luiz Carlos Bresser-Pereira, Luiz Fernando de Paula e Miguel Bruno.

Eles retomam (e desenvolvem) a hipótese da existência de uma *convenção pró-conservadorismo* da política monetária no Brasil. *Convenção* pode ser vista como uma crença ou regra de formação de expectativas, dividida por um grande número de indivíduos, ou ainda como um acordo entre participantes de um mercado. Eles decidem em prol de uma estratégia comum benéfica ao seu conjunto.

A convenção pró-conservadorismo na condução da política monetária é a hipótese de haver uma coalizão de interesses da classe de rentistas-financistas para a manutenção da taxa de juros elevadas no Brasil. A taxa de juros no Brasil não seria um problema de natureza exclusivamente macroeconômica, mas sim resultado da formação de uma coalizão de interesses formada em torno da manutenção de taxa de juros em níveis elevados, coalizão essa benéfica inclusive para a reputação de um Banco Central de perfil conservador.

O Banco Central do Brasil e os membros de sua diretoria egressos de bancos privados derivam benefícios conjuntos da mesma política. No caso, ganham prestígio junto aos pares de cumprir as metas – e estes obter os lucros derivados dos altos juros e do câmbio valorizado.

Eu acrescentaria: esse “conflito de interesses” também lhes “enchem o bolso de dinheiro”. Afinal, provavelmente, todos são clientes *Private Banking* com carteira de ativos financeiros com renda fixa. Eles se beneficiam dos altos juros fixados por eles mesmos!



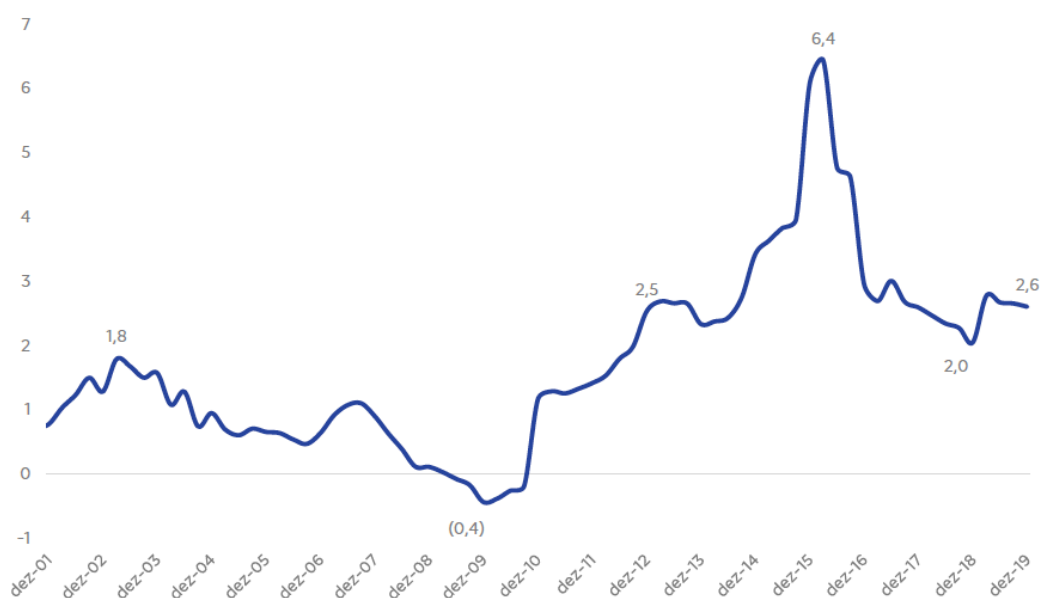
Eu discordo, porém, da dedução dos coautores (2020: 127): “tal ‘círculo vicioso’ contribuiu sobremaneira para o desenvolvimento de um *processo de financeirização* da economia brasileira ‘pelos ganhos de juros’, característica central do capitalismo financeiro-rentista predominante no país”.

Eu diria: a elevação dos juros, a partir de abril de 2013, acima dos lucros operacionais (EBITDA ou LAJIDA: Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), provocou um agudo *processo de desalavancagem financeira*. Empresas não-financeiras tinham se endividado, incentivadas pelo PAC e pela elevação da FBCF (Formação Bruta do Capital Fixo). As Contas Nacionais do IBGE registraram taxas de investimento acima de 20% do PIB de 2010 a 2014.

## ALAVANCAGEM EMPRESARIAL

DÍVIDA LÍQUIDA/ EBITDA, EMPRESAS LISTADAS IBOVESPA (EX-BANCOS)

1



Fontes: Bloomberg, Bradesco.

Dado esse processo, a taxa de investimento caiu para o patamar de 15% do PIB a partir de 2016. Os lucros operacionais das empresas não-financeiras estavam antes pressionados pela alta do CUT (Custo Unitário do Trabalho) acima da produtividade, devido à

baixa da taxa de desemprego. A taxa de desocupação atingiu 6,8% em 2014.

Grandes corporações, endividadas em dólares, sofreram com a depreciação da moeda nacional. Em 2015, tiveram também de absorver o choque tarifário. A elevação do custo de energia, antes controlado pelos preços administrados, foi repassada para os preços.

Segundo os coautores pós-keynesianos (e novos-desenvolvimentistas), há aqui também a “financeirização da economia, uma tendência mundial de países com alguma sofisticação no sistema financeiro”. O Brasil, medido por vários indicadores, “é tido como uma economia altamente financeirizada, mas com características específicas”.

O desenvolvimento de um capitalismo determinado pelas finanças (“*finance-led capitalism*”) tem como característica central a prevalência de um processo conhecido como “financeirização”. Para eles, esta seria o aumento da motivação financeira na tomada de decisões econômicas.

Eu diria, todas as decisões práticas no capitalismo são econômico-financeiras desde sempre. Têm de avaliar o custo de oportunidade – e este é referenciado à taxa de juro corrente.

Alternativamente, definem a “financeirização” como “um padrão de acumulação no qual a realização de lucros ocorre crescentemente através de *canais financeiros* ao invés do comércio e produção de mercadorias” (Krippner, 2005, p. 174).

Evidentemente, é uma figura de linguagem, porque há produção e vendas de mercadorias. O fato de os lucros serem distribuídos por dividendos aos acionistas não-administradores não altera aquelas pré-condições. Até hoje esses analistas se espantam com a separação entre a gerência e a propriedade do capital?

Ora, os proprietários de empresas familiares, seja empresas não-financeiras, seja instituições financeiras, há muito perceberam sem abrir o capital não teriam condições de concorrência com as demais empresas em processo de concentração e centralização de capital. Tornou-se pré-requisito para o salto tecnológico com escala de produção e atendimento de mercado globalizado muito maiores.

Entraram por vontade própria (ganância) em um processo de fusões e aquisições. No capitalismo, é normal (e não amoral) o uso de dinheiro de outras pessoas em benefício próprio: conseguir associados, manter gestão e participação acionária com divisão de lucros ou prejuízos

Há, após a fase de industrialização nascente, um incontido impulso para a abertura de capital. Os donos-fundadores fazem IPO (Oferta Pública Inicial) de parte minoritária com cotação atribuída por mercado de ações.

Depois, tomam dinheiro emprestado para fusões e aquisições de seus concorrentes. Há elevação do valor de mercado e enriquecimento pessoal dos sócios-fundadores. Tudo isso é normal e esperado em uma transição (ou mistura) de economia de endividamento público e bancário para economia de mercado de capitais.

O incômodo dos saudosos do nacional-desenvolvimentismo pré anos 80s, quando a economia brasileira manteve a maior taxa de crescimento médio anual durante os quarenta anos anteriores (7% aa), é a abertura de capital das corporações ter implicado também em abertura externa. Houve desnacionalização da economia brasileira.

Muitas empresas familiares foram vendidas para grupos estrangeiros. Seus donos se tornaram bilionários em dólares – e não se arrependem disso.

Nesse processo, os nacionalistas denunciam: “os mercados financeiros, as instituições e as elites financeiras obtêm maior influência sobre a política econômica e seus resultados”.

De forma mais ampla, o trabalho pioneiro de Braga (1985) define “a financeirização como *norma sistêmica de riqueza*, uma vez que produz uma dinâmica estrutural articulada de acordo com os princípios da lógica financeira”. Pela História, isso ocorre desde quando o capitalismo é financeiro, isto é, desde sempre.

Mas os resistentes apelam para acusar a “financeirização” ser responsável pela formatação e condução da política econômica. Teria o aval do Estado, para “a acumulação financeira ser a tônica

dominante com relação à acumulação de capital nos demais setores de atividade”.

Não há uma inversão de raciocínio? As conquistas sociais moldaram um Estado de Bem-Estar Social no pós-guerra, depois das castas de militares e indústria bélica exigirem gastos públicos demasiados com a I e a II Guerra Mundial. A economia de guerra, a reconstrução da Europa e a industrialização nascente exigiram maiores gastos estatais.

Há três fontes de financiamento dos Estados nacionais. A primeira seria via *emissão monetária*, classificada pela Teoria Quantitativa da Moeda como inflacionária face a dada oferta agregada. A segunda exige *aumento da carga tributária*, repelida por todos contribuintes. Não obtendo apoio para tanto, recorrem à terceira: o *endividamento público*. Lançam títulos de dívida pública ou recorrem ao *endividamento externo*. Isto é “financeirização”?!

Desde quando? Talvez desde quando “a financeirização reduz, significativamente, a autonomia dos Estados nacionais seja para formularem as políticas econômicas autônomas independentemente das condições internacionais, seja para uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo, consistente com as condições de produção e os interesses dos setores não-financeiros”.

Aparece aí uma contradição evidente com a realidade: supor “os interesses dos setores não-financeiros” serem nacionalistas. Há muito tempo a burguesia industrial se associou com o capital estrangeiro.

Aliás, aconteceu como foi anunciado pela Teoria da Dependência, na obra escrita por Fernando Henrique Cardoso com Enzo Faletto, no Chile, em 1967, intitulada “Dependência e Desenvolvimento na América Latina”. Procurava mostrar as diferentes formas de articulação entre economias nacionais e o circuito internacional de capital financeiro.

Em seu ponto de partida, no período primário-exportador, podiam ser identificadas duas formas distintas de organização econômica:

- i) as economias de enclave e

ii) as economias com controle nacional do sistema produtivo.

Nas décadas de 1960 e 70, as sociedades latino-americanas já tinham consolidado seu mercado interno. Os empresários-fundadores partiram para a articulação econômica com o capitalismo mundial.

Na fase do capitalismo monopolista, com expansão das indústrias multinacionais, dada a ganância universal e o risco de perda na concorrência, foi inevitável um novo padrão de dependência. A economia brasileira alcançou *autonomia financeira*, mas não *autonomia tecnológica*, dada a falta de prioridade em Ciência e Tecnologia e/ou Pesquisa e Desenvolvimento.

Bresser-Pereira, um notável nacionalista, resiste à realidade e denuncia o neoliberalismo adotado após ele deixar de ser ministro da Fazenda, no fim dos anos 1980. Foi sendo criada um novo tipo de organização social denominada por ele de "capitalismo financeiro-rentista".

Reconhece, na sociedade brasileira, os capitalistas terem se tornado predominantemente *rentistas*. Deixaram aos *tecnoburocratas*, isto é, os mais altos executivos das companhias, o encargo da administração das empresas.

Em tal organização social, os rentistas, em sua maioria herdeiros, deixaram de ser diretamente empresários, embora tenham mantido a propriedade de ações (suficientes ou não) para o controle das grandes firmas. Aliás, em todo o mundo, como mostrou Thomas Piketty, vivencia-se uma Sociedade de Executivos. São recebedores de elevados bônus ou *stock-options* como remuneração – e incentivo ao lucro.

Abrindo mão de serem empreendedores industriais, para gerir profissionalmente suas riquezas financeiras, acionárias ou imobiliárias, os acionistas contrataram outra categoria profissional, a dos *financistas*. São profissionais de classe média, formados nas principais Escolas de Administração de Empresas, bem como doutores em Economia.

A esquerda nacionalista resiste a esse quadro irreversível. Lamenta, ao longo dos governos do PT no Brasil, supostamente,

terem se estruturado duas coalizões contrapostas, uma *rentista* e outra *produtivista*.

De acordo com esse *reducionismo binário*, a primeira unificaria o capital financeiro e a classe média tradicional e, supostamente, seria mais alinhada ao receituário neoliberal. A segunda teria sido composta de empresários industriais, associados à fração organizada da classe trabalhadora.

Essa mitificação foi elaborada pelo cientista político André Singer. Essa última coalizão seria do “bem” e contra a do “mal” teria como meta principal “a aceleração do crescimento via (re)industrialização em parte induzida pelo Estado e com alguma distribuição de renda”. O desejo do bem provocou uma ilusão de ótica no ex-porta-voz!

Nessa narrativa do imaginário desenvolvimentista, os governos do Lula teriam sido capazes de fazer *a arbitragem da correlação de força*, ora dando ganho a uma, ora a outra. A explicação para o golpe mais adiante fica canhestra.

Durante o primeiro governo Dilma, o *excesso de intervencionismo* – forçar a Selic ir para 7,25% aa e os bancos públicos competirem com os bancos privados – teria gerado desconfiança nos empresários industriais e parte da classe média, cujas rendas derivam em parte de suas aplicações financeiras. Por isso, foram progressivamente se afastando do governo e se alinhando ao bloco rentista de oposição.

Como apresentei antes, na realidade, a ruptura ocorre depois da inflação de alimentos, provocada pela seca no início de 2013. Teve como consequência a elevação de juro, somado ao CUT, câmbio e tarifas para o “esmagamento dos lucros” das corporações.

Após as passeatas de 2013, a direita “saiu do armário”, onde tinha se metido desde o fim da ditadura militar. A Presidenta Dilma obteve a reeleição devido à baixa taxa de desemprego e à promessa de implementar um programa governamental não-neoliberal.

Infelizmente, ao nomear o neoliberal Joaquim Levy como ministro da Fazenda, cometeu um estelionato eleitoral. Sem base de

apoio governista, os derrotados à direita compuseram uma frente única golpista em oposição ao social-desenvolvimentismo.

Contou com a traição dos ex-aliados do PMDB. Com pautas-bombas e sabotagem criaram o ambiente político para o golpe “semi-parlamentarista” em regime presidencialista: uma maioria congressual com apoio da casta da toga. Portanto, acho um equívoco a afirmação: “a *coalização rentista* agora ampliada acabaria por contribuir para inviabilizar o segundo Governo Dilma (2015-2016)”.

Em lugar de “dar nomes aos bois” (políticos golpistas), opta-se pela *crítica ao rentismo*, em clara *análise economicista*. Esta é feita quando a economia determina diretamente a política.

Segundo os coautores do citado ensaio, “no Brasil, desde 1994, a *financeirização* ocorre pelos ganhos com juros substituindo o regime monetário anterior, caracterizado pela *financeirização dos ganhos inflacionários*’. Ambos processos foram estimulados desde o início dos anos 1990 pela  *Crescente liberalização financeira*, tanto na entrada quanto saída de capitais, dada a natureza especulativa dos fluxos de capitais, seja para residentes, seja não-residentes” (pp. 129-130).

Essa literatura de denúncia à “financeirização” mistura “alhos-e-bugalhos”. No balaio de incômodos cabem rentismo, patrimonialismo, conservadorismo, neoliberalismo, desregulamentação, privatização, desnacionalização, livre comércio, austeridade fiscal, e tudo mais. Até a política passa a ser vista como fosse determinada diretamente pela riqueza e os rendimentos financeiros!

Confira a seguinte análise economicista. “No regime de *financeirização pelos ganhos com juros*’ o governo buscou, até 2015, conciliar os interesses da acumulação rentista-patrimonial com políticas sociais redistributivas, favorecendo os segmentos cujos rendimentos derivam das rendas de juros e demais ganhos financeiros” (p. 130).

Assim, para Bresser-Pereira, De Paula e Bruno (2020: 130), a “financeirização” foi estimulada por dois fatores inter-relacionados:

- i) taxa de juros reais elevadas e

- ii) permanência de um circuito de *overnight* na economia brasileira.

Provavelmente, querem com isso criticar o uso de operações compromissadas. “Elas foram herdadas do período de alta inflação, mas mantido no pós-real, para onde são canalizadas as aplicações de alta liquidez dos agentes econômicos”.

Uma coisa é mostrar como a evolução da dívida interna líquida (do governo central e do Banco Central do Brasil) acompanha, em parte, a taxa Selic. É óbvio, porque títulos de dívida pública pós-fixados compõem o endividamento público em conjunto com os prefixados e os indexados ao IPCA mais juros prefixados.

O relevante para a crítica ser construtiva é apresentar *uma alternativa a esse desenho institucional*. Mesmo a ideia de transformar as operações compromissadas em depósitos voluntários dos bancos no Banco Central foi adiada por conta do aumento significativo da necessidade de carregamento de títulos de dívida pública através delas.

No ano da pandemia, como os gastos em assistência social, recorreu-se aos títulos de dívida pública da carteira do Banco Central, colocados como lastro de operações compromissadas. Mais de ¼ da dívida mobiliária foi carregada dessa forma. Qual é a alternativa à força dos fatos?

Bancos e fundos de investimentos com excesso de liquidez, bem como seus clientes com preferência pela liquidez, teriam apenas uma alternativa a essa. E seria muito pior para a sociedade brasileira: fazer fuga de capital para o dólar com investimentos no exterior.

A dolarização das reservas de valor contaminaria a unidade-de-conta. Quando fosse usar meios de pagamento em moeda nacional, os preços estariam hiperinflacionados.

O “regime de financeirização pelos *ganhos com juros*” difere de “regime de financeirização por *ganhos com dividendos*”. Este tem sido uma das principais características da “financeirização” na economia dos EUA e outras economias desenvolvidas.

No resto do mundo, a principal fonte de receitas financeiras dos agentes vem do recebimento de dividendos, propiciado por posse de



ações. Na economia brasileira de endividamento público e bancário, o mercado de capitais ainda é raquítico.

Aqui predomina investimentos financeiros em renda fixa, lastreada em títulos públicos e privados. Os fundos de investimento DI pós-fixados são indexados à taxa Selic. Foram mantidas em níveis muito altos, desde a implementação do Plano Real em 1994 até 2020, o ano da pandemia, quando a taxa de juro real se tornou negativa.

Tenho dúvida sobre a validade da metodologia de um *índice de financeirização* calculado com base na evolução da relação entre o estoque total de ativos financeiros não-monetários e o estoque total de capital fixo produtivo. Dizem ser elaboração dos autores, mas não informam *a fonte dos dados*.

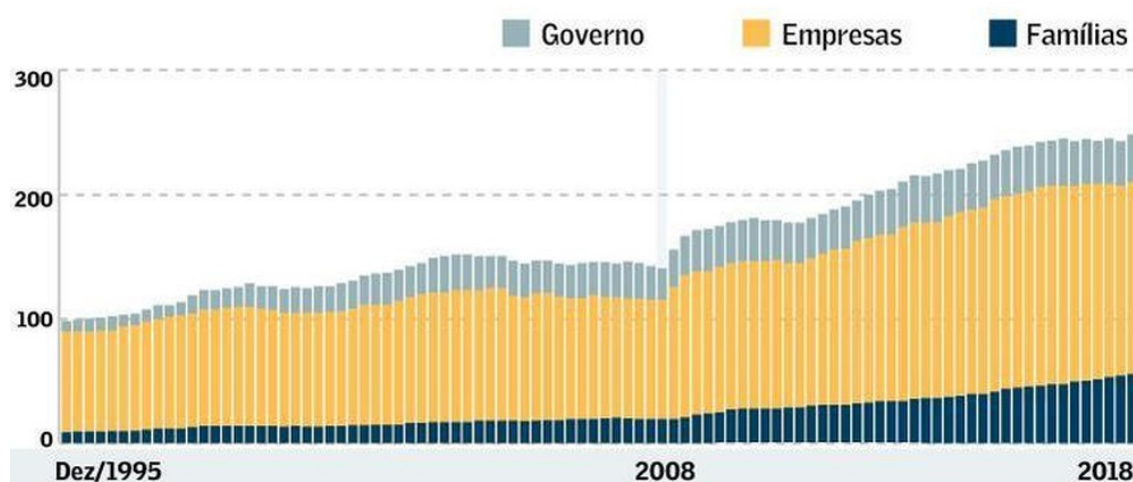
Daí cabe questionamentos. O estoque de Meios de Pagamentos Ampliados (M4) é sempre crescente por conta do multiplicador monetário e dos juros compostos, fora os gastos extraordinários com assistência social.

O crédito ampliado ao setor não financeiro em dezembro de 2017 era 131,7% do PIB, sendo 39% dele constituído de empréstimos e financiamentos, 41% títulos públicos e privados, 20% dívida externa. Em dezembro de 2020, essas relações estavam, respectivamente, em 36%, 43% e 21%. O crédito ampliado aumentou 28,8 pontos percentuais para 160,5% do PIB, sendo 74,3% para o Governo Geral, 55,4% para Empresas e 32,9% para Famílias.

Para comparação, a relação dívida sobre PIB, na China, excetuando-se o setor financeiro, somava 248,8% no fim de março de 2019. Antes da pandemia, a dívida da China estava se aproximando de 310% do seu PIB, um dos mais altos níveis de endividamento entre as economias emergentes.

## Chineses mais endividados

Em % do PIB



Fonte: Academia Chinesa de Ciências Sociais

O M4, *funding* do endividamento privado e público no Brasil, estava 13% acima do PIB nominal em dezembro de 2020. O produto real caiu -4,1% em 2020, embora o PIB nominal tenha caído no meio do ano e voltado ao mesmo valor no fim do ano por causa do aumento da inflação. Nenhum desses fenômenos se relaciona, diretamente, com “financeirização”.

O *índice de financeirização* de 1,06 em 1970/1980 não permite sustentar a existência de um *processo de financeirização* no Brasil, nesse período. Para cada real alocado em atividades diretamente produtivas, havia 1,06 real aplicado em ativos financeiros.

No período 1981/1994, durante “as duas décadas perdidas” pela estagnação econômica, os coautores afirmam ter havido um regime de “*financeirização pelos ganhos inflacionários*”. O índice foi em média 2,04.

No período 1995/2018, denominado pelos coautores de “*financeirização pelos ganhos de juros*”, o índice alcançou um patamar médio bem mais elevado de 8,63.

Neste período, eles deduzem algo já aparecendo em 1981/1994 ter se acentuado em 1995/2018: um forte e crescente *descolamento entre a acumulação rentista-financeira e a taxa de acumulação de capital fixo produtivo*.

Os coautores deveriam reconhecer, conforme Kalecki, os determinantes dos investimentos produtivos serem distintos dos determinantes do crescimento dos investimentos financeiros. Estes relacionam com fluxo de renda recebido e capitalização

Acho equivocado afirmar, no contexto do “regime de financeirização por ganhos de juros” (1995-2018), todos os governos (FHC-Lula-Dilma-Temer) “buscaram reconciliar os interesses da acumulação rentista com políticas sociais redistributivas, favorecendo segmentos sociais cuja renda é oriunda da receita de juros e outros ganhos financeiros”.

Ora, todos tiveram de administrar a dívida pública de acordo com cada conjuntura. Títulos de dívida pública fora do Banco Central eram 14,9% do PIB em dezembro de 1994, chegaram a 49,7% em dezembro de 2001 e caíram para 39,3% em dezembro de 2002.

Nos governos social-desenvolvimentistas, a dívida líquida do setor público caiu para 33,6% até 2013. Dentro da Dívida Bruta do Governo Geral, a dívida mobiliária em mercado manteve-se em 41% do PIB em 2013 e caiu para 37,6% em 2014. Voltou a se elevar para 44% em 2015.

Esse movimento oscilante não permite diagnosticar um movimento uniforme dos governos com propósito em “atender os interesses da acumulação rentista”. Os determinantes dos títulos de dívida pública, principais lastros da riqueza financeira brasileira, são relacionados às Necessidades de Financiamento do Setor Público. *As finanças públicas são variáveis em cada conjuntura macroeconômica.*

A magnitude da riqueza financeira combina não só alta liquidez e rendimentos, como sugerem os coautores. Soma também segurança como preferência por risco soberano na maioria das aplicações. Esse trinômio não diferencia dos critérios de escolha em outros países. Não pode ser “uma das características mais importantes da *financeirização* no Brasil”.

Também é equivocado dizer “uma das características da financeirização no Brasil é a ‘integração financeira subordinada’”. Esse processo a conectaria com fluxos de capitais internacionais.

Essa subordinação moldaria “as relações dos agentes com os mercados financeiros através do desenvolvimento de operações de *carry-trade*. Exploram o diferencial das taxas de juros, derivado das taxas de juros domésticas muito altas no Brasil em comparação com as economias desenvolvidas”.

Essa particularidade de alguns grupos financeiros não justifica uma mudança sistêmica a ponto de caracterizar uma “fase” ou “Era”.

Cabe correlacionar a “financeirização”, considerada uma Fase ou Era do capitalismo, ao forte crescimento das operações compromissadas, apenas um instrumento de política monetária em curto prazo, inicialmente, crescente devido à acumulação das reservas internacionais? Obrigou o Banco Central a esterilizar os fluxos de divisas acumuladas para evitar a taxa de juros no mercado interbancário ficar abaixo da meta anunciada para Selic. Era imposição do regime adotado desde 1999.

Os coautores denunciam um *efeito perverso*, pressuposto ser derivado desse processo no Brasil. Como é habitual no pensamento pós-keynesiano, demonizam a *preferência pela liquidez dos detentores de capital*, inclusive a do empresário industrial, tendo virado um rentista. A “financeirização” teria a elevado até “um paroxismo”.

Os pós-keynesianos não restringem a preferência pela liquidez absoluta apenas à fase cíclica de uma Grande Depressão. Usam o conceito de maneira anacrônica para dizer, via esse mecanismo de transição – preferência pela liquidez –, a “financeirização” reduziria a formação bruta de capital fixo em função das possibilidades de aplicações financeiras em curto prazo.

Paradoxalmente, afirmam elas competirem com aplicações em ativos de capital ao aumentar o prêmio de liquidez. Ora, juros maiores constituem “prêmio” justamente para abandonar a liquidez e aplicar em depósitos a prazo ou de poupança, constituinte de *funding* de empréstimos em longo prazo!

Apoiam-se em “argumento de autoridade” de Carvalho (2005, p. 332), “o foco nas taxas de juros de curto prazo pode se dever simplesmente ao alto rendimento oferecidas pelas aplicações

financeiras em comparação com a rentabilidade esperada de investimentos produtivos”.

Essa escolha entre uma aplicação de curto prazo com risco menor e o investimento em longo prazo não acontece, na realidade, dado o prazo de maturação deste último exigir a contratação de empréstimos em longo prazo e/ou capitalização no mercado de ações (*follow-on*) pela Pessoa Jurídica envolvida no projeto. É uma decisão crucial. Logo, a desistência do projeto em andamento importaria enorme prejuízo.

O argumento de a aplicação de caixa ou capital de giro render em curto prazo muito acima do valor descontado dos fluxos de rendimentos futuros do investimento produtivo, trazidos a valor presente, não é demonstrado ser fato. Em geral, não fazem essa conta.

Considerando apenas a análise do ROE (lucro líquido/patrimônio líquido), ele teria de ser maior face ao custo de oportunidade em outros investimentos mais seguros. No fim do 3º trimestre de 2020, um título público atrelado à Selic pagava 2% ao ano. Nesse caso, ações de qualquer empresa com ROE a partir de 20% seria considerada uma boa alternativa de investimento, considerando o risco do negócio.

Para o mesmo período, o site Capitalizo apresentou uma amostra de 10 empresas boas geradoras de ROE para seus acionistas. Confira os seguintes exemplos de rentabilidade patrimonial naquela época. A Marfrig (122,9%) é a segunda maior produtora de proteína no mundo, com foco exclusivo em carne bovina e ovina.

A BB Seguridade (119,8%), uma *holding* controlada pelo Banco do Brasil, atua nos segmentos de seguros, previdência e capitalização. A Minerva (81,8%) é uma das líderes de produção e comercialização de carne, exportação de gado vivo e de processamento de carne bovina, suína e de aves, na América Latina.

A Wiz (70,1%) atua na distribuição de serviços financeiros e de seguros, através de uma plataforma multicanal, e como a corretora de seguros da Caixa Seguradora. Opera com exclusividade na

comercialização dos produtos de Seguros, Previdência, Capitalização e Consórcios, nos canais de vendas da CAIXA.

A Smiles (38,4%) é um dos maiores programas de fidelidade do Brasil, com uma base formada por mais de 17 milhões participantes. A Engie Brasil (35,5%) é a maior empresa privada de geração de energia elétrica do Brasil, com um parque gerador de 9,399 MW composta por 11 usinas hidrelétricas, 3 termelétricas, 3 complexos eólicas, 3 usinas a biomassa, 2 pequenas centrais hidrelétricas e 2 usinas solares.

A Equatorial Energia (28,2%) é uma holding do setor elétrico brasileiro, que atua em todos os segmentos. A cadeia inicia com a geração de energia através da Termoelétrica Geramar, passa pela transmissão, chegando até a distribuição e comercialização, atuando nos estados do Maranhão, Piauí, Pará e Alagoas.

A Lojas Renner S.A. (28,2%) é a maior varejista de moda do Brasil. A Odontoprev (25,8%) é líder na América Latina em planos odontológicos. Destaca-se também por ser a maior operadora do Brasil no setor de saúde quanto ao número de beneficiários.

A AES Tietê Energia (25,5%) é uma das mais eficientes geradoras de energia elétrica do Brasil. Possui um parque gerador composto por nove usinas hidrelétricas e três Pequenas Centrais Hidrelétricas.

Para comparar com ROE dos maiores bancos, em 2019 (sem as anormalidades do ano 2020), o Itaú Unibanco obteve 18,6%, o Banco do Brasil 16,7%, o Bradesco 16,8%, a Caixa 26,1% (com lucro não recorrente por venda de ativos) e o Santander 19,8%.

Fica claro o equívoco comum de adeptos da denúncia da “financeirização” em destacar apenas os resultados líquidos dos bancos, respectivamente, R\$ 26,8 bilhões, R\$ 18,2 bilhões, R\$ 22,6 bilhões, R\$ 21 bilhões e 14,2 bilhões. Incomoda aos denunciantes (e impressiona aos incautos) esses valores nominais absolutos. Entretanto, vale comparar e refletir: a Petrobras obteve lucro líquido de R\$ 41 bilhões em 2019. Importa sim comparar as ROE.

Consequentemente, é falseada quando é testada com dados a hipótese dos denunciantes: “a financeirização leva à expansão e

maior importância do setor financeiro (e dos motivos financeiros no portfólio dos agentes) em detrimento da economia real, transferindo renda do setor real ao financeiro, podendo ainda conduzir à estagnação e mesmo declínio da atividade produtiva e ao aumento da frequência de crises sistêmicas”.

Por outro lado, também é falsa a seguinte afirmação, quando se compara os agregados dos distintos fluxos de renda: “a financeirização pelos ganhos com juros aumenta a *concentração pessoal de renda*, em particular os segmentos do topo da pirâmide de renda, favorecidos pelos ganhos com juros elevados e lucros e dividendos (isentos do pagamento de imposto de renda no Brasil) e alíquotas mais baixas de tributação exclusiva referentes a rendimentos provenientes de aplicações financeiras”. Houve sim, principalmente, com taxa de juro básica de 14,25% aa por quinze meses e lentidão em abaixá-la, uma *concentração de riqueza financeira* – estoque e não fluxo.

Quanto ao *estoque de riqueza*, os analistas deveriam estar atentos para a transição histórica. No passado, antes das reformas financeiras de 1964, os investimentos típicos tanto da classe de alta renda, quanto da reduzida classe média (anterior à massificação do Ensino Superior), era quase exclusivamente em imóveis urbanos ou rurais. A população rural ainda era superior à população urbana.

Estima-se na ocasião haver cerca de 28% dos imóveis alugados. Em 2019, segundo a SIS-IBGE 2020, 17,7% dos imóveis eram alugados, 73,5% próprio de algum morador e 8,7% cedidos. Entre 1964 e 2016, foram financiados 25% dos 68 milhões domicílios construídos.

A sociedade brasileira passa, desde então, tanto pela expansão do número de trabalhadores intelectuais mais bem remunerados, quanto pela elevação do grau de urbanização até 85% da população. Nessa transição, a geração *babies-boomers* passou a acumular mais ativos financeiros em lugar de ativos imobiliários. Confira na tabela abaixo terem atingido relativa estabilidade as participações de ativos financeiros e imobiliários de Pessoas Físicas de 2015 a 2019.

Tipo do Bem/Direito Financeiro	2015	2016	2017	2018	2019
Subtotal de Ativos Financeiros	49%	50%	50%	53%	49%
Subtotal de Ativos Imobiliários	40%	39%	39%	38%	38%
Subtotal de Outros Ativos	11%	10%	10%	10%	12%
<b>Total de Bens e Direitos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
% Ativos Financeiros PF/Haveres Financeiros (M4)	63%	67%	67%	73%	71%
% Ativos Financeiros/PIB nominais anuais	59%	66%	68%	72%	71%
% Ativos Imobiliários/PIB nominais anuais	48%	51%	54%	51%	55%
% Outros Ativos/PIB nominais anuais	13%	14%	13%	12%	17%
<b>% Ativos Totais/PIB nominais anuais</b>	<b>120%</b>	<b>130%</b>	<b>136%</b>	<b>135%</b>	<b>143%</b>

Fontes: DIRPF-SRF - BCB (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Ao contrário do sugerido pela literatura de denúncia da “financeirização”, de maneira pressuposta sem medição, rendimentos provenientes de aplicações financeiras terem sido predominantes na fase atual do capitalismo, a amostra abaixo, para Pessoas Físicas, *não confirma essa hipótese*. Demonstra os fluxos de rendimentos acumulados de 2015 a 2019, recebidos como Renda do Trabalho, terem seus percentuais em flutuação entre 67% e 70%.

Em contrapartida, os da Renda do Capital Produtivo flutuaram entre 20% e 22% e os da Renda do Capital Financeiro entre 4% e 6%. Os não especificados tiveram queda de 7% para 3% em 2019. Essa maior participação da Renda do Trabalho aconteceria mesmo se fossem contabilizadas como Renda do Capital Financeiro as elevadas Doações em Espécie.

Principais Rendimentos Acumulados no Ano (R\$ bilhões)	2015	2016	2017	2018	2019
Lucros e dividendos recebidos (KP)	10%	10%	10%	11%	11%
Transferências patrimoniais - doações e heranças (KP)	3%	3%	4%	3%	4%
Rendimentos de sócio de ME / Simples (- pró-labore) (KP)	3%	3%	3%	3%	4%
Parc. isenta correspondente à atividade rural (KP)	2%	0%	2%	2%	2%
Incorporação de reservas ao capital/Bonificações em ações (KP)	1%	1%	0%	1%	1%
Rendimentos de poupanças, LH, LCI, LCA, CRI, CRA (KF)	2%	2%	2%	2%	1%
Parcela isenta de aposentadoria de maior de 65 anos (RT)	2%	2%	2%	2%	2%
Pensão, aposentadoria ou reforma por doença grave ou acidente (RT)	2%	2%	2%	2%	2%
Indenizações por rescisão de contrato de trabalho, PDV e FGTS (RT)	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Total Rendimentos Isentos e Não Tributáveis (com outros não especificados)</b>	<b>31%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>29%</b>
13º salário (RT)	3%	3%	3%	3%	3%
Rend. de Aplicações Financeiras (KF)	3%	3%	3%	3%	4%
Participação nos lucros ou resultados (KP)	1%	1%	1%	1%	1%
Ganho Cap. na alienação de bens ou direitos (KI)	1%	1%	1%	1%	1%
Rendimentos recebidos acumuladamente (RT)	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
Juros sobre capital próprio (KP)	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ganhos líquidos em renda variável (KF)	0,1%	0,2%	0,3%	0,2%	0,4%
<b>Total Rendimentos sujeitos à Tributação Exclusiva/Definitiva (com outros)</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>
<b>Total Rendimentos Tributáveis (RT)</b>	<b>59%</b>	<b>61%</b>	<b>60%</b>	<b>59%</b>	<b>59%</b>
<b>TOTAL = Isentos + Exclusivos + Tributáveis (sem Aluguéis e Doações)</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>RENDA DO TRABALHO (RT)</b>	67%	70%	69%	69%	68%
<b>RENDA DO CAPITAL PRODUTIVO (KP)</b>	20%	18%	20%	21%	22%
<b>RENDA DO CAPITAL FINANCEIRO (KF)</b>	4%	5%	6%	5%	6%
<b>RENDA DO CAPITAL IMOBILIÁRIO (KI)</b>	0,2%	0,2%	0,2%	0%	0%
<b>TOTAL SEM OUTROS (não especificados acima)</b>	<b>93%</b>	<b>94%</b>	<b>94%</b>	<b>94%</b>	<b>97%</b>
Aluguéis de imóveis (KI)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Doações em espécie (KF)	1,3%	7,2%	11,2%	13,0%	7,1%

Fonte: DIRPF vários anos (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Assim, tem de ter cautela em conferir os dados antes de citar: “tal processo tem claros efeitos concentradores nos segmentos de



alta renda, considerando os rendimentos financeiros, lucros, dividendos e heranças e doações representarem quase 40% da renda do país” (Menezes Filho, 2017). *Isto não é verdade*, de acordo com os dados das DIRPF.

É indiscutível, individualmente (per capita), ter ocorrido *concentração de renda*. Porém, desconsiderando o fato de a maior fonte ser Renda do Trabalho, os dados demonstram ter peso muito superior a Renda do Capital Produtivo, principalmente lucros e dividendos recebidos (e isentos). É cinco a seis vezes superior ao total de Renda do Capital Financeiro, recebida por Pessoa Física.

Os adeptos da denúncia da “financeirização” necessitam rever seus conceitos à luz dessa comparação: *rendimentos de atividade produtiva versus rendimentos de atividade financeira*.

#### 6.4. Era do Capital Improdutivo

Ladislau Dowbor tem feito um trabalho notável e incansável de denúncia da “financeirização”. Escreveu, entre outros, o relatório de pesquisa para a Fundação Friedrich Ebert Stiftung – Brasil, *Resgatando o Potencial Financeiro do Brasil* (Análise n. 9/2015), o livro *A Era do Capital Improdutivo: Por que oito famílias tem mais riqueza do que a metade da população do mundo?* (São Paulo: Autonomia Literária, 2017) e o livro *O Capitalismo se desloca: novas arquiteturas sociais* (São Paulo: Edições SESC, 2020). Neste último, adequadamente, ele destaca a Era da Internet e a tecnologia como principal fator de produção.

Vou pinçar algumas ideias do livro sobre a Era do Capital Improdutivo, no décimo capítulo: *Apropriação do Excedente Social pelo Capital Financeiro*. De uma fase cíclica de recessão (diminuição do ritmo de crescimento), intercalada por depressões com quedas absolutas do PIB, Dowbor extrapola: “o sistema financeiro se distanciou dos seus objetivos iniciais: de financiar o investimento e o crescimento econômico” (2017: 153).

Se bastar um “cisne negro” para falsear a hipótese de “todos os cisnes são brancos”, no ano de 2020, a relação crédito/PIB atingiu 54,2%, em 2020, elevação anual de 6,2 p.p. Ultrapassou até o pico mais elevado, registrado anteriormente: 53,9% do PIB.

Com os incentivos adequados para a demanda por crédito, o sistema financeiro nacional se aproximou dos seus objetivos iniciais. Aliás, como já dito neste livro, o subsistema de crédito é apenas um dos três subsistemas dele. Junto com o subsistema de gestão de dinheiro e o subsistema de pagamentos, todos os três cumprem de maneira interdependente suas funções de acordo com cada conjuntura e/ou fase do ciclo de endividamento.

Em *fase de desalavancagem financeira*, diminui a demanda por crédito. Pode haver oferta potencial de crédito bancário, mas não há demanda efetiva por ele. Logo, não é registrada sua expansão, pois é espécie de “produção sob encomenda”.

Dowbor continua sua denúncia: “esse sistema, além de não fomentar, drena a economia, ou seja, inibe as atividades, gerando mais custos em vez de estímulo produtivo” (id.; ibid.).

Já demonstrei isso não ser absolutamente verdade, inclusive porque *o sistema financeiro é intrínseco ao sistema capitalista*. Significa ser íntimo, interno, inerente, constitutivo e estar no seu interior, sendo constituinte dele.

Ele o classifica como “um sistema nacional de agiotagem legalizada”. *Agiotagem* é empréstimo a dinheiro através do qual alguém (agiota) cobra um valor elevado de juros, muito além do previsto legalmente. Remete à velha crítica dos cristãos devedores à usura na hora de pagar os empréstimos solicitados por eles, voluntariamente, para se envolverem em aventuras econômicas.

De maneira pressuposta, sem verificar se há correlação causal entre inadimplência e *spread* bancário, sugere o intuito dos bancos de obter lucros exagerados através das alterações de seus juros de empréstimos. Não distingue os juros do cheque especial (120% aa) e do crédito rotativo dos cartões de crédito (de 300% aa a 350% aa), para inadimplentes, dos demais produtos de crédito com recursos livres com baixa inadimplência como crédito consignado (20,5% aa) e financiamento à aquisição de veículos (19,9% aa).

Também não cita as taxas de juro mais baixas do crédito a Pessoa Física com recursos direcionados: 6,1% aa em crédito rural, 8% aa em crédito imobiliário, 7,8% aa em financiamento de

investimentos e 6,7% aa em financiamento agroindustrial com recursos do BNDES. Não são muito distintas do padrão internacional.

Aqueles *produtos emergenciais*, para serem usados em poucos dias, representam baixos percentuais em relação ao *saldo* total: cheque especial 2% e o rotativo de cartões de crédito 3%. Em *concessões*, como esperado, têm fluxos maiores, respectivamente, 17% e 10%. Vale registrar: o pagamento à vista representa 81% do total do uso de cartões de crédito e equivale a 57% das concessões totais.

Porém, os números são utilizados de maneira impressionista para os leitores de Dowbor: “a partir de 2014, o PIB caiu drasticamente enquanto os juros e os lucros dos intermediários financeiros aumentavam entre 20% e 30% ao ano” (2017: 154).

Em seguida, comenta ironicamente: “muitos acham até no Brasil os bancos serem sérios”. Daí pinça alguns casos norte-americanos de pagamentos por fraudes bancárias, punidas pela Justiça, para generalizar para todo o sistema financeiro internacional.

“Os crimes são dos mais diversos tipos, desde fraude nas informações aos clientes até as mais diversas falsificações, depenando clientes, enganando o fisco, lavando dinheiro sujo, falsificando informações sobre taxas de juros entre outras” (2017: 155).

Sua retórica inflamada mostra indignação até por todos clientes classificarem seus depósitos como “investimentos financeiros”. Para ele, parece mais nobre designar assim em lugar de “aplicação financeira ou especulação”.

Pobres dos possuidores de 238 milhões contas de poupança, 211 milhões das quais com menos de R\$ 5 mil, representando 89% delas e 9% do valor total depositado: um trilhão de reais em dezembro de 2020. Inconscientemente, eles seriam “especuladores”...

Alerta: “todos ouviram falar da *financeirização*, mas poucos se dão conta da profundidade da deformação generalizada dos processos econômicos, sociais e ambientais, provocada pela migração dos nossos recursos do fomento econômico (por meio de

investimentos) para *ganhos improdutivos* (por meio de aplicações financeiras)” (2017: 155).

Não imagina a consequência do avesso. Caso não houvesse carregamento de títulos de dívida pública, não haveria corte de servidores públicos a prestarem serviços imprescindíveis nas áreas de saúde, educação, segurança pública, etc.? Sem depósitos como passivos não deixaria de haver concessões de crédito e carregamento de seus saldos nos ativos bancários?

Dowbor, como todos os denunciantes da “financeirização”, faz uma distinção simplória entre o *produtivo* e o *improdutivo*. “Abrir uma empresa, contratar trabalhadores, produzir e pagar impostos é muito mais trabalhoso em vez de aplicar em papéis da dívida pública, mas estimula a economia. Quando você compra papéis, eles podem render, mas você não produziu nada, apenas gerou rendimentos sem contrapartida e, a partir de certo nível, isto se torna um peso morto sobre as atividades econômicas em geral” (2017: 155).

Tal afirmação carece de uma *visão sistêmica ou holística*. Cria um imaginário social, onde todos os empreendedores estariam, em lugar de produzir, alocando todo seu capital no (relevante) carregamento desses títulos de dívida pública.

Schumpeter designou como *empreendedores* os capazes de mobilizar capital, avaliar projetos, administrar riscos, monitorar os administradores, fazer bons negócios, redirecionar os recursos de velhos para novos canais. Pergunta provocadora de reflexão: *hoje, não seriam eles os inúmeros profissionais gestores do dinheiro?*

Dowbor afirma: “bancos pequenos e médios nos EUA continuaram a desempenhar as suas atividades de *commercial banking*, mas dez gigantes passaram a dominar o sistema financeiro, concentrando-se em outros produtos, essencialmente especulativos” (2017: 157).

Na realidade, os cinco maiores Morgan Stanley, Citigroup, Wells Fargo, Bank of America, JPMorgan Chase & Co., foram escolhidos racionalmente pelos clientes bancários como “grandes demais para não quebrar”. Lá como cá, e até na China, os “*big-five*” são dominantes.

Defender a ideia de aumento do número de bancos implicar em maior concorrência bancária e levar a “preços menores” é um equívoco já cometido nos períodos 1970-1974 e 1988-1994 no Brasil. Mais pequenos bancos locais não representam mais segurança para os clientes, mas apenas mais frágeis “banqueiros de esquina” em defesa de seus interesses privados – e não comunitários.

Um sistema bancário em escala nacional, concentrado em corporações de âmbito social, possibilita muito maior multiplicação monetária em sucessivas rodadas de empréstimos-depósitos-empréstimos, dentro dos próprios sistemas de informações sobre seus clientes. “Mais é menos” em sistema bancário: este é um *beabá* para conhecimento de seu funcionamento sistêmico.

Bancos concorrem em *qualidade de serviços* – e não em *preços*. Essa *hipótese de concorrência perfeita*, em termos de preços relativos, ainda perdura em mentes até de gente crítica ao sistema capitalista. É impregnado pelo pensamento econômico dominante, pregador do Modelo de Equilíbrio Geral.

Dowbor destaca sempre “os níveis excessivos de cobrança (*overcharging*)”. Lembra o ideal cristão de “justo preço”.

Quando surgiu essa ideia? No período do século XI ao XIII, quando houve a intensificação da urbanização na cristandade Ocidental. Nesse contexto de *transição medieval*, uma nova visão de mundo emergiu, relacionada ao âmbito urbano e à monetarização da economia.

Desse imaginário social, derivaram novas concepções sobre tempo, trabalho, riqueza e pobreza. Estas mudanças afetaram não só o contexto cultural, mas a Igreja também.

Essa passou a ter de lidar com as novas dinâmicas econômicas e sociais, atuando em diversas frentes para garantir a manutenção de seu papel de detentora da “palavra”, e por conseguinte das “certezas”.

Uma das frentes de atuação da Igreja no âmbito urbano foram as “ordens mendicantes”. Os discursos de membros da Igreja sobre as relações econômicas têm até hoje, inconscientemente, resquícios da Suma Teológica de Tomás de Aquino, da Ordem dos Pregadores.

Nesses “guias para um bom comércio”, há concepções acerca do comércio para reabilitar a atividade do mercador. Os ideais, os valores e os problemas de cada ordem eclesiástica influenciavam na escrita dos “mendicantes”.

A noção de são Tomás de Aquino de “preço justo” pareceria estranha à economia de mercado capitalista. Tratar-se-ia de preço suficiente para remunerar apenas o serviço prestado pelo empreendedor.

Qual? O responsável por *inovação disruptiva*, isto é, uma destruição criativa como invenção, uma possibilidade tecnológica ainda não tentada, novos produtos ou novas fontes de matérias primas? Ou quem julga e concede *crédito com recursos de terceiros* – os quais não podem ser perdidos por representarem reservas financeiras de uma longa vida de trabalho –, para a alavancagem financeira desse negócio? Ambos os dois (sic)?

O lucro produtivo não é necessariamente imoral, de acordo com o pensamento tomista, por gerar empregos. Aceita ser lícito alguém revender uma mercadoria por um preço superior ao seu custo de produção ou de compra se a diferença não exceder aquilo considerado “justo”.

“Justo” para (e definido por) quem? Entre a determinação do preço pela Lei da Oferta e da Procura, em mercado competitivo, ou pela fixação tecnoburocrata, em regime totalitário, esta economia com planejamento *central* (e não apenas *indicativo* como na China) fracassou na experiência soviética. Porém, tal noção de “preço justo”, determinado fora do mercado, está presente até hoje em corações e mentes de críticos passionais do sistema capitalista.

Infelizmente, dominados pela noção de possibilidade de *revolução súbita*, muitos desconhecem a *possibilidade de condução social da evolução sistêmica* para superar aquele sistema injusto socialmente.

## 6.5. Financeirização do Estado e Economicismo

“*Financeirização do Estado e a crise da democracia: considerações sobre o caso brasileiro*” é artigo assinado por Linnit

Pessoa e Vinícius Centeno, mestrandos e membros do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE/UFF). Este artigo investiga *os aspectos políticos da financeirização*, buscando compreender se as implicações do processo se caracterizam como antidemocráticas, porque afetam a capacidade do Estado de cumprir suas obrigações junto à sociedade.

Levantam a hipótese de *a "financeirização" também ser um fenômeno político*. Nessa perspectiva, *o processo de financeirização* acaba por criar as condições para sua própria reprodução não apenas pelo *fortalecimento do poder do setor financeiro*, mas também pela ampliação, reprodução e dependência da *lógica financeira* entre as instituições, os setores empresariais e a sociedade em geral.

Observe o erro recorrente de se pensar em termos de um "setor financeiro" à parte – e não um *sistema financeiro* intrínseco ao sistema capitalista.

Dada a instabilidade dos mercados financeiros, a sociedade se tornaria refém política – não para salvar "o setor financeiro", mas sim para garantir o próprio *subsistema de gestão de dinheiro*, isto é, suas reservas financeiras. Muito lhe custa em trabalho para as acumular.

A tomada de decisão democrática estaria regularmente sequestrada por parte de frações de classe ligadas ao capital financeiro-rentista. Este teria um desmesurado poder-de-barganha com base no ultimato *salve-me ou quebro-te!*

Em suas considerações sobre o Brasil, Pessoa e Centeno afirmam, desde o século passado, a condução das políticas econômicas ter criado um ambiente propício para o avanço da dominância das finanças, intensificado nos últimos anos.

A partir do primeiro governo Lula, supõem ter havido uma mudança substancial no *processo de financeirização brasileiro*. Este teria deixado de ser focado no *endividamento público interno* e teria estendido seu espaço de valorização rentista-patrimonial através do *endividamento privado*. Não medem o alcance dessa suposta mudança relativa.

Sustentam a elevada *desigualdade de renda e riqueza* do Brasil se refletir na baixa representatividade das classes populares no setor

público. Precisamente, deveriam relacionar isso com *a desigualdade em níveis de escolaridade e a cultura política predominante*.

A despeito de um relativo maior peso das frações de classe ligadas aos trabalhadores na composição do bloco no poder, durante os governos do Partido dos Trabalhadores (2003-2016), não acham a condição de hegemonia do setor (sic) financeiro ter sido superada. Pelo contrário, com a manutenção de uma agenda de política econômica ortodoxa neoliberal, o primeiro governo Lula continuou buscando elevados superávits primários.

Criticam a manutenção do foco da política econômica na estabilização inflacionária, com o intuito de impedir a queda do salário real dos trabalhadores, antes de perseguir o pleno emprego. Deveriam criticar sim a diretoria neoliberal do Banco Central a qualquer sinalização de retomada do crescimento ter contraposto com elevação dos juros básicos para controle da demanda agregada. Daí os “voos curtos de galinha” ou as oscilações tipo *stop-and-go*.

Pior, criticam até um modelo de crescimento baseado na expansão do consumo popular via acesso ao crédito. Acham o acesso da sociedade a bens e serviços ter passado a ocorrer por intermédio de dívidas, fortalecendo o segmento bancário-financeiro, devido à maior dependência das famílias (e empresas) ao crédito.

Novamente, aparece a tese cristã-medieval com satanização até do acesso popular à cidadania financeira, isto é, a bancos e ao crédito. Antes, a maioria da população era Sem Conta ou “desbancarizada”.

Foi uma política estratégica, adotada a partir da direção da Caixa Econômica Federal com caráter social-desenvolvimentista. Empolgou todo o governo, até alguns diretores do Banco Central do Brasil, no sentido de ampliar contas simplificadas, correspondentes bancários e microcrédito.

Os coautores ressalvam a política de crédito não ser necessariamente contraproducente para a economia. “O acesso ao crédito combinado com uma política de sustentação de demanda pode ter efeito profícuo. Todavia, quando combinado com aumento do endividamento e baixo crescimento, *a ampliação da oferta de crédito apenas favorece a financeirização-rentista*” (p. 12).



Confira como um conceito mal formulado e pior empregado pode obstruir o raciocínio lógico. Segundo os coautores, com o avanço da “financeirização”, uma mudança substancial é perceptível em relação à condução das políticas públicas, principalmente, das políticas sociais: “a predominância de transferências monetárias ao invés da provisão dos direitos sociais de forma desmercantilizada”.

Criticam um programa social exemplar, elogiado e copiado outros países, em nome de um *false idealismo*: oferecer serviços públicos de graça em lugar de dar dinheiro para comprar bens e serviços. Tiraria opções de o cidadão agraciado gerir sua própria vida.

As políticas de transferência de renda se tornaram um importante pilar da assistência social brasileira. Criticam-na por “a política social se tornar paulatinamente *focalizada*, se distanciando da *universalidade*”. Ora, em situação de recursos escassos, é necessário estabelecer prioridade e colocar o foco no combate à fome e à miséria.

Lavinas et al. (2019) são citados por acusarem essa política social de ter o objetivo de “impelir a população para o setor privado ao sufocar a prestação pública”. Essa crítica à mudança na forma de provisão dos serviços públicos beira um moralismo purista.

Outros autores ainda mais radicais (e inconsequentes a respeito do possível de ocorrer caso suas ideias fossem implementadas) acusam: “A política social focalizada apenas atua como medida paliativa ao não investigar *a raiz do problema*, se reduzindo a uma *política compensatória*. Acaba por subsidiar as piores modalidades de emprego do país ao somente complementar os rendimentos mais baixos, sem investigar as causas da pobreza” (Saad-Filho e Morais, 2018).

Ora, é ingênua crítica de desconhecimento de causa por “não investigar a raiz do problema ou as causas da pobreza”. Sim, sábios-intelectuais, basta “expropriar os expropriadores”? É fácil assim?!

Já analisei (e falseei) aqui a hipótese de o golpe de 2016 ter sido devido à pretensa mudança para uma agenda voltada ao desenvolvimento industrial no primeiro governo Dilma. Em geral, *ex-post*, os “engenheiros-de-obra-feita” criticam o desenho dessa

política, marcada por medidas típicas de estímulo pelo lado da oferta como desonerações e isenções fiscais.

Mas acrescentam: “a transição de agenda caracteriza uma tentativa de rompimento com o setor financeiro”. O golpismo após a reeleição de 2014 teria se desenvolvido devido às “insatisfações do setor financeiro”.

Paradoxalmente, não há nenhum registro de envolvimento de banqueiros de varejo e da FEBRABAN nas articulações golpistas, ao contrário da notável participação da FIESP. Estão disponíveis inúmeras fotos de “patso amarelos”, em frente à sua sede, transformada inclusive em restaurante para os manifestantes da direita golpista.

Pessoa e Centeno citam outros acusadores à esquerda do PT. “De acordo com Paulani (2017), quando *o modelo interno baseado no consumo através da expansão do crédito chegou ao limite* e o cenário internacional mudou, não foi possível a manutenção do *modelo conciliatório*. Ele havia possibilitado as classes mais baixas auferirem os ganhos das políticas sociais juntamente com *a manutenção dos ganhos dos setores financeirizados*, impossibilitando a manutenção do *modelo conciliatório* seguido pelos governos anteriores”.

A primeira ingenuidade política é achar um partido de esquerda, pela primeira vez na história política brasileiro à frente de uma coalizão governista, teria poder de não adotar um “modelo conciliatório”. Queria o que: a eleição de uma revolução socialista?! E todos os conservadores a aceitariam passivamente?!

Outra impropriedade econômica é hipótese não confirmada por dados de “o Lula teve a sorte do *boom de commodities*”. Sem dúvida, foi favorável ao balanço comercial. Em conjunto com uma política econômica adequada, permitiu pagar as dívidas com o FMI e acumular reservas internacionais.

Porém, daí a sustentar o crescimento de 2004 a 2011 ter sido devido ao *boom de commodities* é um erro frente aos seguintes dados. As despesas de consumo das famílias representavam cerca de 60% dos componentes da demanda no PIB naquele período, despesas de consumo do governo eram 19%, FBCF e variações de

estoque elevaram-se de 17% em 2005 para 22% de 2010 a 2013 e 20,5% em 2014.

Enquanto isso, as exportações foram +15,2% do PIB e as importações -11,8% do PIB em 2005. Após 2010, a exportação gira em torno de +11% do PIB e a importação entre -12% e -14% do PIB, ou seja, *as "exportações líquidas de importações" se tornaram negativas* até 2015 por causa do crescimento econômico. Este sempre foi sustentado pelo *mercado interno*, onde o crédito teve papel-chave para a expansão da demanda agregada, e não pelo *mercado externo*.

Tabela III.3- Componentes da demanda no PIB - 2000 / 2017										
Especificação	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 <sup>(1)</sup>	2017 <sup>(1)</sup>
Despesa de Consumo das Famílias	64,6	60,5	60,2	60,3	61,4	61,7	63,0	64,0	64,0	63,4
Despesa de Consumo do Governo	18,8	18,9	19,0	18,7	18,5	18,9	19,2	19,8	20,2	20,0
FBCF + Variação de Estoque	18,9	17,2	21,8	21,8	21,4	21,7	20,5	17,4	15,4	15,5
Exportações de Bens e Serviços	10,2	15,2	10,7	11,5	11,7	11,6	11,0	12,9	12,5	12,6
Importações de Bens e Serviços	(12,5)	(11,8)	(11,8)	(12,2)	(13,1)	(13,9)	(13,7)	(14,1)	(12,1)	(11,6)
PIB a Preços de Mercado	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais.

Outro erro da análise, cujos fundamentos foram expostos em capítulo anterior deste livro, é relacionar o crescimento do patrimônio líquido dos Fundos de Previdência Complementar no Brasil, em termos reais, de R\$ 6,6 bilhões em 2000 para R\$ 832 bilhões em 2019 (Lavinhas & Cordilha, 2019: 36), ao êxito em aprovar a Reforma da Previdência Social. Essa crítica salienta o governo não conseguir *a mudança do regime de repartição para o de capitalização*, visando os interesses de fundos de Previdência Aberta ou Fechada.

Essa visão atribui ao ministro da Economia, ex-pinochetista, esse desejo irrealizado. Pode ser, mas qualquer pessoa com bom-senso, vendo o fracasso da experiência chilena, não proporia algo similar para os pobres brasileiros.

Os críticos da "financeirização" não deveriam "jogar o bebê fora junto com a água do banho". O incentivo fiscal para investimento de 12% da renda bruta em EAPC (Entidades Abertas de Previdência Complementar), em lugar de pagar imposto de renda, é positivo em termos econômicos e sociais.

Não mostram evidências empíricas para fundamentar a opinião: “a influência da classe bancário-financeira sobre as decisões de política econômica assegura a manutenção de seus interesses através de uma política de austeridade em detrimento dos direitos e do bem-estar da sociedade”. Tampouco demonstram sua racionalidade.

Por qual razão a classe bancário-financeira teria interesse em uma *política de austeridade*?

Manter a taxa de juro elevada? Ela ganha com *spread* – diferença entre juros recebidos e pagos – e não com o juro de empréstimo.

Bancos contra o bem-estar de seus clientes? Eles crescem com seus clientes e ganham mais com a elevação da massa de créditos concedidos com boa avaliação de risco.

Banqueiros contra excesso de gastos públicos? Eles carregam em suas carteiras cerca de 30% os títulos de dívida pública e em administração de recursos de terceiros (fundos) mais 26%.

Medo do aumento da carga tributária? Lastimam, mas a cunha fiscal é repassada dentro do *spread* para os clientes devedores. No caso de banqueiro Pessoa Física, lucros e dividendos são isentos.

Enfim, os coautores não conseguem apresentar dados empíricos para defender a hipótese levantada: “com o avanço da financeirização e a maior preeminência do setor bancário-financeiro, o já desigual jogo de forças entre as diferentes parcelas da sociedade é reafirmado, ameaçando o jogo político democrático”.

Sequer demonstram a repartição entre candidatos dos financiamentos eleitorais ou comprovam a existência de uma bancada no Congresso Nacional para atuar como lobista do chamado equivocadamente de *setor bancário-financeiro*. Mais uma vez reafirmo: é um *sistema financeiro* do qual todos nós “bancarizados” participamos. Se é de maneira *ativa* (recebendo juros) ou *passiva* (pagando juros), cada um decide livre e voluntariamente.

## 6.6. Endividamento Popular Apresentado como Armadilha da Financeirização

Lena Lavinias e Denise Gentil, professoras do IE-UFRJ, no capítulo IX, intitulado “Política Social no Século XXI: Armadilhas da Inclusão pela Financeirização” do já citado livro “Repensar o Brasil” (2020), criticam outro braço da “financeirização em massa”: o acesso ao crédito de consumo ou crédito à pessoa física com recursos livres, sem vinculação de uso, aprovado de forma quase instantânea.

Essa linha de crédito registrou, entre 2003 e 2012, a mais alta taxa de crescimento: mais de 300%, enquanto a massa salarial apenas dobrou. Ganhou força porque foi impulsionada por uma inovação institucional: *o crédito consignado*, implementado com juros menores em razão do desconto automático da prestação em folha de pagamento ou do benefício previdenciário de aposentados.

Sou testemunho ocular: essa linha de crédito foi proposta pelo presidente da CUT (Central Única dos Trabalhadores) na ocasião (2004), Luiz Marinho, à diretoria da FEBRABAN. Aceita, quando foi levada ao ministério da Fazenda, presenciei também a tentativa de sabotagem pela Força Sindical por pura ciúmeira de seu presidente da proposta ser da rival.

As autoras sem apontar o motivo de estabilidade no emprego, ao contrário dos trabalhadores do setor privado, registram: “acabou tendo como clientela preferencial aqueles cativos do Estado, ou seja, funcionários públicos e aposentados ou pensionistas. Ambas as categorias representavam em 2015 mais de 93% dos tomadores de empréstimos da modalidade (Banco Central; 2016) e esse segue sendo o perfil”.

Não entendo o incômodo de Lavinias (2018) com o seguinte: “pagamentos feitos pelo Estado tornam-se o colateral e praticamente elimina o risco moral para os bancos, além de assegurar uma rentabilidade nada desprezível: enquanto as taxas de juros nominais do crédito de consumo registraram média de 140% a.a. em dezembro de 2015 (ANEFAC 2016), o crédito consignado com risco zero cobrava ainda 30,7% a.a. (Banco Central 2016)”.

Ela não analisa os demais componentes do *spread*. Ao fazer essa comparação entre carnês de lojas comerciais e crédito

consignado, demonstra este ser amplamente favorável: 2,25% ao mês em lugar de 7,57% aa. Deveria sim lastimar, em 2016, segundo a PEIC-CNC, apenas 5,4% das famílias tomarem esse crédito bancário, enquanto 15,4% tomavam aquele crédito comercial com taxas mais de três vezes maiores.

A maior proporção de tomadores de crédito de consumo no Brasil ainda são as famílias de até 3 salários mínimos: segundo o Banco Central (2015), elas representaram, somente em 2014, 61% dos novos empréstimos contraídos. Naquele mesmo ano, essa faixa de renda comprometia 73% de sua renda familiar disponível com pagamento de dívidas ao setor financeiro.

Lavinas e Gentil (2020) não explicam porque “a forte expansão do crédito de consumo se explica porque serviu para financiar necessidades não atendidas pelas políticas públicas, e não apenas permitir a aquisição de bens duráveis e bens salários”.

O crédito concedido às famílias, como proporção do PIB, cresceu fortemente, de 16% para 26%, entre 2007 e 2014. Nesse período, os créditos concedidos com base nos recursos direcionados determinaram o comportamento do saldo em poder das famílias em termos agregados.

Quais seriam “as necessidades não atendidas pelas políticas públicas”? O financiamento habitacional é sim a principal política de geração de riqueza familiar. Além disso, o governo social-desenvolvimentista subsidiou o crédito para a aquisição de bens de consumo durável e equipar as moradias adquiridas pelo programa Minha Casa Minha Vida, o maior já realizado na história do país.

Os recursos direcionados dividem-se entre o crédito rural/agroindustrial (30%) e o financiamento imobiliário (70%). Destaca-se esse movimento, pois as condições de prazo e de juros dos créditos direcionados são diferenciados, os prazos costumam ser maiores, e os juros, menores em relação à média dos créditos livres.

A relação percentual entre o saldo das dívidas das famílias no mês de referência e a renda acumulada em doze meses, definida pela Massa Salarial Ampliada Disponível (MSAD), segundo o Banco Central, em dezembro de 2015, era 45% – e sem o financiamento imobiliário 26%. A relação percentual entre o valor médio estimado

para o pagamento do serviço das dívidas das famílias no trimestre encerrado no mês de referência e a MSAD média apurada, registrava 21% de comprometimento da renda – e 19% sem financiamento imobiliário.

A crítica das coautoras expressa *o radicalismo antissistema*, pois afirmam “bens duráveis e bens saláris deveriam ser acessíveis mediante salários valorizados e adequados e uma estrutura tributária justa” (p. 316). Imaginam de “*o que deveria ser*” em lugar de bem avaliar “*o que é*”.

Daí citam a pesquisa, levada a cabo regularmente pelo SPC-CNDL, sobre o grau de inadimplência da população e a natureza da dívida. Esta pesquisa tem um grave problema amostral. Veja abaixo ela apontar, para julho de 2020, 67,4% das famílias estarem endividadas e o número delas ser 10,952 milhões.

PEIC (% do total de famílias)	Total - %
Famílias endividadas	67,4%
Famílias com conta em Atraso	26,3%
Famílias que não terão condições de pagar as dívidas em atraso	12,0%
PEIC (em número absolutos)	Número Absoluto
Famílias endividadas	10.952.420
Famílias com conta em Atraso	4.341.163
Famílias que não terão condições de pagar as dívidas em atraso	1.988.822

Uma “regra de três” simples apontaria o total das famílias consideradas na PEIC-CNC ser 16,250 milhões. De acordo com a PNAD Contínua 2019, existem 72,4 milhões de domicílios particulares permanentes no Brasil. Será a amostra representativa desse total?

Daí as coautoras denunciam. “A dívida tornou-se entre nós mecanismo de reprodução social. Houve *inclusão pelo consumo*, mas ao preço de um endividamento significativo e crescente de uma parcela expressiva da população. Ademais, alonga reiteradamente a lista da altíssima inadimplência”.

No crédito bancário, conforme o Banco Central do Brasil, em dezembro de 2020, a maior inadimplência por modalidade do crédito com recursos livres era o crédito rotativo de cartões de crédito: 33%. Depois estava o cheque especial com 13,4%. No agregado, a inadimplência média ponderada era apenas 4,2% contra 5% um ano antes.

Vale observar o peso menor desses produtos emergenciais. Considerando o total de crédito do sistema financeiro para Pessoa Física, tanto com *recursos livres*, quanto com *recursos direcionados*, o crédito rotativo, incluindo as modalidades cheque especial, cartão de crédito rotativo e cartão de crédito para pagamento de compras à vista, era só 13% do estoque total de R\$ 2,238 trilhões em dezembro de 2020.

Entretanto, as radicais criticam: “essa ambiguidade da política social foi *a marca registrada das gestões petistas*. Ela acabou por alterar paulatinamente *o regime de bem-estar*, desenhado em 1988, abrindo caminho para a radicalização do processo de mercantilização, anunciada com as ‘reformas’ previdenciária e do mercado de trabalho na fase *pós-impeachment*”.

Superestimam um pressuposto regime de bem-estar existente antes... Alguém o viu ou sentiu? E acusam o petismo golpeado ter aberto caminho para o processo de mercantilização posterior a ele! Só por ter sido antecedente?!

A crítica social realizada por membros da casta dos sábios-intelectuais exige, antes de tudo, *empatia*. Esta é a capacidade psicológica para sentir o que sente outra pessoa ao imaginar estar na mesma situação vivenciada por ela.

Pergunto-me sempre: quem somos nós para criticar o “consumismo” de famílias sem renda para atender às necessidades básicas? Devemos lhes criticar por comprar bens de consumo duráveis domésticos a prazo, pagando carnês de lojas comerciais com juros elevadíssimos? Ou usar cartões de crédito em lugar de crédito consignado ao qual não têm acesso? Devemos defender o corte da concessão de crédito para os pobres?!

## 6.7. Conclusão: Retórica da Panfletagem contra o “Rentismo”

O livro “*Os Donos do Dinheiro: o Rentismo no Brasil*” foi publicado pelo Grupo de Conjuntura da FPA (São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2019). Listam catorze coautores, mas não atribuem nome(s) do(s) autor(es) de cada um dos dez capítulos.



Como amostra do tom de sua retórica apresentarei um pouco do seu escrito satírico e violento com propósito político. Política é ação coletiva. Deveria ampliar os adeptos e não excomungar os desafetos.

Eu me restringirei ao capítulo inicial, pois no restante do livro é dado um tratamento historicista do fenômeno. Tal como “a financeirização”, o rentismo abrange todo o mundo capitalista e encontra suas raízes brasileiras na transformação de terras, moedas e escravos em riqueza do século XIX, ou seja, desde quando o Brasil é... Brasil.

Ao mesmo tempo, os coautores afirmam: “o rentismo atual tem uma vinculação umbilical com a onda neoliberal deslançada nos anos 1970”. Mas naquela década não predominava, no regime militar-ditatorial, ainda um nacional-desenvolvimentismo expresso no II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento do governo Geisel)?

No fim da leitura, o leitor fica esmagado com a impressão de sofrer com uma Teoria Conspiratória: *tá tudo dominado!* Não é possível *conduzir o processo*, seja o do rentismo, seja o da “financeirização”! Só resta-nos *ser conduzido!*

Leia o discurso virulento, repleto de mágoa, de rancor, de violência, já na abertura ou apresentação do livro.

“O fascismo no qual a extrema direita brasileira, militar e civil, se nutre não defende um ‘Estado total’ como nos anos 1920-30, na Europa, mas um Estado promotor e defensor de um ‘Mercado total’, como nos anos 1980 no Chile. Abastecida nos centros de pensamento econômico ultraliberal cariocas e paulistas [?], na periferia do capitalismo mundial, não vê contradição na fórmula de fascismo com neoliberalismo”.

Há espécie de “autocrítica” tímida e sem colocar “o dedo na ferida”, por exemplo, no critério da escolha da diretoria do Banco Central do Brasil, durante os dois governos do Lula.

Dizem: “os governos petistas começaram em 2003 com o *aceno ao rentismo* da ‘Carta aos Brasileiros’ de 2002, com a qual Lula se comprometia a realizar os lucros dos detentores de títulos”.

Não foi bem isso, mas sim o compromisso de respeitar contratos, pois em eleições anteriores tinha se propagado ideia de um setor radical do PT pré-anunciar a estatização do sistema financeiro nacional. Ocorreria caso houvesse fuga de capital com recusa de carregar a dívida pública. Isso era chamado, conforme entrevista feita com banqueiros assustados, de “efeito estrela”.

Os coautores da FPA anunciam: “como se verá no livro, [os governos petistas foram] um prolongado esforço para, *sem confrontar o rentismo, tentar fazer sair o país da armadilha rentista, e transitar a um modelo produtivo com inclusão social*”.

Concluem a apresentação com a mesma pregação dos denunciadores da “financeirização”: “sirva este livro à militância do PT e das esquerdas em geral para uma reflexão programática sobre o desafio de superar um modelo de país onde *enriquece quem não produz, jogando na exclusão e na miséria a maioria da população trabalhadora*”. Menos, menos retórica...

No primeiro capítulo, os coautores definem: “*rentismo é um modo de ganhar dinheiro no qual a classe de proprietários cede temporariamente suas posses em troca de um fluxo de renda (rent, no idioma inglês). Nesse sentido amplo, desde o aluguel de terras, de imóveis urbanos e, em especial, de ‘dinheiro’ são todas práticas caracterizadas como ‘rentistas’*”.

Resumem em uma linguagem quase satírica: “é a riqueza ‘velha’ (resulta da renda apropriada – *sabe-se lá como* – em momentos pretéritos) cobrando seu quinhão de mais-valor latente daqueles com pretensão de empregá-la em um novo ciclo de inversão produtiva”.

Demonstra a falta de rigor na crítica ao satirizar o *direito à propriedade privada*, conquista de plebeus nas revoluções republicanas contra a nobreza. Possibilitou não só aos burgueses, como também mais adiante aos trabalhadores bem-sucedidos, ambos adquirirem propriedades como a própria moradia, além de acumularem reservas para a aposentadoria com manutenção do padrão de vida alcançado durante a vida profissional ativa.

Curiosamente, essa esquerda defende mais a exploração da força do trabalho na produção, para gerar mais empregos, em lugar

da emancipação dos trabalhadores com menor jornada de trabalho semanal (e mesmos salários) para a redistribuição da produtividade de robôs automatizados. O grupo de conjuntura da FPA deveria discutir sim o planejamento do futuro ao invés de almejar a volta ao passado industrial.

Adjetivos são usados em profusão com imaginação de panfletos estudantis. Confira os assinalados em itálico na seguinte citação.

“Os rentistas (capitães *hereditários* do capital), assumindo o posto de *dominantes* da classe e terceirizando suas decisões para uma *seleta e qualificada* cepa de profissionais das finanças, cuja única missão é gerir as carteiras de ativos, isto é, riqueza *velha*, resultado de produção *já realizada* de seus clientes *dourados*. Assim, tomando o lugar dos *obsoletos* empresários e substituindo os *garbosos* executivos do passado por *irrequietos* financistas, esse *novo* arranjo social subordinou a órbita *produtiva*, as burocracias *públicas* e as ideias *políticas* à sua semântica *maximizadora*: rendimentos *gordos*, tiros *curtos* e *alta* liquidez” (p. 19).

O excesso de adjetivos esconde a falta de discurso substantivo?

Sugerem estarmos “todos mergulhados nesse capitalismo financeirizado e rentista”. *Sem conduzir, somos conduzidos...*

“Rentistas de todos os matizes, por meio de seus gestores privados, dos clubes de investimento ou dos fundos de pensões comemoram e se refastelam.” Curiosamente, trabalhadores eleitos por seus colegas dirigem os fundos de pensão fechados, patrocinados por empresas estatais. Merecem essa crítica ácida?

A denúncia recorrente se dirige à “uma preocupante ampliação da desigualdade decorrente de uma *tendência de queda da renda das atividades produtivas* – o que corresponde à diminuição da produtividade, dos lucros, da estagnação dos salários e do crescimento econômico – em contraposição ao aumento dos rendimentos derivados da variação dos preços dos ativos já existentes, isto é, da riqueza velha acumulada por décadas nos cercadinhos de um punhado de bem-nascidos” (p. 19).

O problema repetitivo é nunca dimensionar o dito, comprovando-o com dados estatísticos. Esta é a exigência da Ciência para defender uma hipótese como tese.

Há, de fato, queda da produtividade com o desemprego tecnológico? Poucos trabalhadores com robôs e outros recursos tecnológicos não produzem mais?

O desemprego tecnológico origina-se em mudanças na tecnologia de produção, devido ao aumento da mecanização e automação. Em consequência, um grande número de trabalhadores fica desempregado, em curto prazo, enquanto uma minoria especializada é beneficiada pela valorização de sua força de trabalho.

O desafio é conduzir o processo com assistência social com Renda Básica de Cidadania até acontecer a qualificação massiva e a realocação dos trabalhadores desempregados pela nova tecnologia – e não por “financeirização”.

Há diminuição dos lucros das *big-techs* e demais participantes ativos da nova Economia Tecnológica?

Diferentemente da Economia Extrativa e/ou Rural, produtora de *commodities* em ciclos de safra-armazenamento-entressafra, da Economia Industrial, responsável pela produção em série e produção sob encomenda, da Economia Urbana, produtora de serviços em contato direto com consumidor, a Economia Digital produz experiências autênticas através de produção remota gravada e usufruída sob demanda.

Os trabalhadores capacitados para essa nova onda tecnológica, como os cientistas de dados, não têm pleno-emprego e grande poder de barganha de salários?

A esquerda necessita reaprender a *conduzir para não ser conduzida* ao ostracismo. Sofre o risco de auto isolamento por não formular um pensamento voltado para a passagem do presente ao futuro – e não de volta ao passado industrial. A indústria virou negócio da China!

Esse afastamento voluntário do meio social ou de participação em atividades coletivas, antes habituais, ocorre quando se desliga do público. Passa a criticar sua necessidade e demanda por Educação

Financeira. Sem ela, "a financerização" o conduz de maneira alienada.

## Considerações Finais

*Non Ducor Duco* é uma expressão em latim com significado de “não sou conduzido, conduzo”. O lema está presente no brasão da cidade de São Paulo.

Por alguma razão misteriosa da mente humana, essa ideia me ocorre quando leio as denúncias da “financeirização”, recorrentemente realizadas por meus companheiros esquerdistas. Penso: é necessária a Educação Financeira para entender – e usar em seu próprio proveito – esse fenômeno típico de uma fase do ciclo de endividamento, quando a taxa de acumulação de riqueza financeira se descola da taxa de crescimento da renda.

Sob o ponto de vista do holismo metodológico, ao contrário do habitual individualismo metodológico (“ver o mundo como girasse em torno do próprio umbigo”), ponderam-se os fenômenos a partir do todo (“holos”), distinto da mera soma de partes pressupostas iguais. O todo se configura de modo diferente das atuações individuais.

Os indivíduos têm de tentar se aproximar da verdade (“o todo” segundo Hegel), embora saibam ela ser fugidia. “Ciência não é certeza, é apenas uma busca contínua de testar hipóteses através da medição” (Sílvio Meira. República do Amanhã, 20/03/2021).

As configurações sistêmicas são velozes e fogem (ou correm) com rapidez. No sentido figurado, significa o mundo real ser algo transitório ou efêmero.

Se é fugaz, dura pouco e por isso escapa à mente desatenta – e sem capacidade de processamento racional devagar. Pensar rápido implica em tomar decisões instintivas ou emocionais. E errar.

As “verdades”, em consequência, são aproximações provisórias. Dada a existência de diferentes níveis de realidade, esta passa a ser concebida como um processo dinâmico, emergente de contínuas interações. Tudo isso leva à relativização da “verdade científica”.

Há a Realidade Objetiva: aquilo “concreto e dado, independente da crença”. Situam-se como tais os fenômenos naturais e físicos. Enquadram-se nela todos os objetos sólidos. Nesse nível de

realidade, os ativos existentes ou construídos, como os imóveis, são vistos como formas de manutenção de riqueza.

No entanto, sua (des)valorização depende de atribuições subjetivas de valor por participantes de seus mercados secundários. Isto configura a Realidade Consensual. É aquilo “combinado ser real”, mas sem ser validado por testes de laboratório. É moldável, pois sua confirmação vem do coletivo.

É o caso, por exemplo, do dinheiro dependente da confiança e/ou da riqueza. Esta sofre, cotidianamente, MtM (*Mark to Market* ou *Marcação a Mercado*), ou seja, seus valores de mercado podem estar acima ou abaixo do valor patrimonial ou histórico, contabilizado pelo possuidor.

O terceiro e último nível, Realidade Pessoal, é aquilo tomado como “real para nós mesmos”, como um *valor pessoal*, porém, não é validado nem pelo *coletivo* (consensual), nem pelo *objetivo*. Efeito Dotação, em Economia Comportamental, é o viés heurístico de dar mais valor ao possuído em lugar do não possuído, embora ambos objetos sejam iguais.

Evidentemente, a Economia como Ciência, focalizada no estudo os processos de produção, distribuição, acumulação e consumo de bens materiais, depende de paradigmas pressupostos ou premissas interpretativas. Por isso, a Ciência Econômica fica no âmbito da Realidade Consensual.

“Economia” em sentido vulgar, dado pelos leigos, é a contenção ou moderação nos gastos. É chamada pelos economistas de *poupança*.

As Finanças constituem uma Ciência ou o ofício (“Arte”), dependente de habilidade em tomar decisões práticas. Necessita-a quem trabalha com os recursos financeiros próprios e/ou de terceiros, seja do setor público (caso das Finanças Públicas), seja do setor privado (casos das Finanças Corporativas e das Finanças Pessoais).

Curiosamente, as Finanças foi (e é) colocada em uma Realidade Paralela (e condenada de maneira preconceituosa) por muitos economistas. Livros didáticos colocam o Sistema Financeiro em capítulo descritivo à parte como “Setor Financeiro”.

Pior, ele não é valorizado tal como é qualquer setor, porque é confrontado com Setor Real ou Produtivo, Setor Público e o Setor Externo. Este último, paradoxalmente, é "apenas" o resto do mundo!

É um erro metodológico tratar o mercado de ativos e o nível dos preços, tanto a inflação corrente, como a inflação de ativos, de maneira isolada do restante das atividades econômicas "reais" (sic). Estas supostamente construiriam a Realidade Objetiva: objetos sólidos.

No entanto, o multiplicador monetário só tem existência via sistema bancário. Um banqueiro isolado não cria moeda. Uma crise financeira contamina os valores de mercado de todos os ativos, inclusive os produtivos.

Na verdade, a Ciência Econômica padece do erro metodológico de construção de uma Teoria Econômica Pura com abstração do sistema financeiro. Há três funções-chaves do sistema bancário, do qual todos somos partes imprescindíveis, para "dar liga" a todas as atividades econômico-financeiras.

Seu Subsistema de Pagamentos dá acesso popular ao sistema de pagamentos eletrônicos para oferecer segurança e facilidade prática a todos os "bancarizados", isto é, nós todos.

Ele é contrapartida do Subsistema de Gestão de Dinheiro: propiciar investimentos financeiros para proteger o poder aquisitivo das reservas e seus rendimentos financeiros substituírem a renda do trabalho durante a aposentadoria.

Em um Sistema Complexo-Financeiro, como é o Sistema Capitalista, as ordens de transferências monetário-financeiras estabelecem interconexões de seus componentes interativos.

Por fim, seu Subsistema de Crédito, ao financiar a expansão de capacidade produtiva, produção (capital de giro), consumo, habitação, compra de ativos baratos para vender caro (especulação), etc., multiplica a renda e aumenta a oferta de empregos. Em outras palavras, o sistema financeiro (e sua correlata "financeirização") não é improdutivo se propiciar alavancagem financeira dos negócios capitalistas.



Esse processo sistêmico, originado a partir do crédito, propicia o lucro operacional ser superior aos juros (e demais despesas financeiras) para ser mais rentável a aposta na tendência firme de alta dos preços dos ativos fabricados, bens e serviços. Aumenta a economia de escala. Trabalhar com recursos de terceiros é o segredo do negócio capitalista.

O reducionismo total ("Teoria do Todo") é impossível para o conjunto dos níveis (ou escalas) da realidade. Cada nível é regido por lei, lógicas e conceitos diferentes.

Mas, em uma *visão sistêmica ou holística*, não há a separação entre as decisões econômico-financeiras microeconômicas e as resultantes macroeconômicas de suas interações. Economistas de boa formação reconhecem suas limitações: os cenários futuros são incertos por serem emergentes dos confrontos de avaliações dos tomadores de decisões descentralizadas, descoordenadas e desinformadas umas das outras.

Holismo Metodológico se contrapõe à abordagem reducionista "de baixo para cima" (*bottom-up*), típica do Individualismo Metodológico. Ele percebe a importância sistêmica, por exemplo, do processo de fusões e aquisições de empresas.

Ele se inicia com uso de dinheiro de outras pessoas em benefício próprio: conseguir associados, manter gestão e participação acionária com divisão de lucros / prejuízos. Continua com a abertura de capital: IPO (Oferta Pública Inicial) de ações de parte minoritária com cotação atribuída por mercado de ações. Finaliza ao se tomar dinheiro emprestado para fusões ou aquisições: elevação do valor de mercado e enriquecimento pessoal dos sócios-fundadores.

Os holistas também enxergam a necessidade de endividamento público, por exemplo, para a assistência social ou os gastos públicos produtivos substitutos dos ausentes investimentos privados. Em contexto de *Armadilha da Poupança* (com corte de gastos de consumo), durante uma Grande Depressão, seja deflacionária (no centro), seja inflacionária (na periferia), mesmo juro zero não estimula empreendedores a tomar empréstimos. E, pior, cortam gastos para a poupança ("sobra de renda") substituir os rendimentos financeiros zerados em suas reservas.

Neste caso, só gasto do governo com investimentos produtivos e/ou Renda Básica da Cidadania (RBC), para quem tem a maior propensão a consumir, permite escapar dessa *Armadilha da Inação* – contra a Nação.

Títulos de Dívida Pública é o principal lastro da riqueza financeira desde o século XV, no início do Renascimento – e do Capitalismo. O endividamento público foi colocado em lugar de arrecadação fiscal. Para evitar confisco, os cidadãos ricos optaram por emprestar para o governo dominado e receber juros. Afinal, eles controlam o governo.

Houve compensação dos cidadãos ricos com juros e liquidez. Tais títulos públicos podem ser vendidos, em um mercado secundário, caso o rentista necessite de dinheiro de imediato. Mais adiante, houve a substituição da moeda conversível em ouro.

Os Estados nacionais passam a vender títulos não conversíveis, para não esvaziar reservas de ouro. Os títulos de dívida pública oferecem risco soberano com pagamento em moeda nacional. Sua renda fixa é um porto-seguro em relação à renda variável das ações.

Os trabalhadores do Varejo de Alta Renda e os investidores institucionais, seja fundos de ações, crédito privado (debêntures) ou renda fixa (prefixada ou pós-fixada), seja fundos de pensão, com capital de origem trabalhista, não podem se paralisar face à denúncia da “financeirização”. Todos necessitam de Educação Financeira para “não ser conduzido, mas sim conduzir” o processo de acumulação de reservas financeiras com meta de maior bem-estar individual e social.

## Bibliografia

ALVES, Vítor Lopes de Souza. *A categoria de capital financeiro e o fenômeno da financeirização: uma abordagem marxista*. Goiânia, artigo submetido ao XXVI Encontro Nacional de Economia Política. Universidade Federal de Goiás, 2021 (evento virtual).

ARANHA, Gustavo Koester. *A psicologia humana e seus impactos nas decisões de investimento*. São Paulo, Curso de Especialização e Atualização em Business Economics da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2006.

BACHA, Edmar. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, V. 12, nº 2, p. 285-310, ago. 1982.

BARBERIS, Nicholas & THALER, Richard (2002). A Survey of Behavioral Finance. in THALER, Richard (ed.). *Advances in Behavioral Finance*. Princeton University Press, 2005. Volume II.

BARBERIS, Nicholas & THALER, Richard. *A Survey of Behavioral Finance*. Cambridge, National Bureau of Economic Research – Working Paper 9222, september 2002.

BENTHAM, Jeremy (1789). Vida e Obra (Consultoria: José Américo Motta Pessanha). *Uma Introdução aos Princípios da Moral e da Legislação*. São Paulo, Abril Cultural, 1984.

BERLE, Adolf A. & MEANS, Gardiner C. (1932). *A Moderna Sociedade Anônima e A Propriedade Privada*. São Paulo, Abril Cultural, 1984.

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

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

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. *Valor e Capitalismo: Um Ensaio sobre a Economia Política*. 3ª. ed. Campinas: IE-UNICAMP, 1998 [1980].

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. *O Capital e Suas Metamorfoses*. São Paulo: Unesp, 2013.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & GALÍPOLO, Gabriel. *A Escassez na Abundância*. São Paulo: FACAMP-Contracorrente; 2019.

BLAUG, Mark (1980). *Metodologia da Economia – ou Como os Economistas Explicam*. São Paulo, Edusp, 1993.

BOBBIO, Norberto; MATTEUCCI, Nicola; PASQUINO, Gianfranco. *Dicionário de Política*. Brasília, Editora Universidade de Brasília, 1986. 1328 p.

BRAGA, José Carlos de Souza. Economia política da dinâmica capitalista (observações para uma proposta de organização teórica). *Estudos Econômicos*. São Paulo, v. 26, n. especial, 1996.

BRAGA, José Carlos de Souza. *Temporalidade da Riqueza: Uma Contribuição à Teoria da Dinâmica Capitalista*. Campinas; Tese de Doutorado pelo IE-UNICAMP; 1985.

BRAGA, José Carlos de Souza; OLIVEIRA, Giuliano Contento de; WOLF, Paulo José Whitaker; PALLUDETO, Alex Wilhans Antonio; DEOS; Simone Silva de. *For a political economy of financialization: theory and evidence*. *Economia e Sociedade*, v. 26, n. especial, p. 829-856, 2017.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; DE PAULA, Luiz Fernando e BRUNO, Miguel. *Financeirização e política monetária no Brasil*. ALMADA, Jhonatan, JABBOUR, Elias; DE PAULA, Luiz Fernando de (organizadores). *Repensar o Brasil*. Rio de Janeiro: AMFG, 2020. 402 p.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira: parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky. *Economia e Sociedade*, v. 28, n. 2, p. 293-312, 2019.

CARVALHO, Fernando Cardim (2005). Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*. São Paulo: 25(4): 323-336.

CEMEC (Centro de Estudos de Mercado de Capitais). *Financiamento Dos Investimentos no Brasil e o Papel do Mercado de Capitais*. São Paulo; TDI CEMEC 05 - IBMEC – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais; Junho 2011.

CEMEC (Centro de Estudos de Mercado de Capitais). *Financiamento dos Investimentos no Brasil – Análise Preliminar Para Relatório Trimestral*. São Paulo; TDI CEMEC 08.

CEMEC (Centro de Estudos de Mercado de Capitais). Relatório Trimestral de Financiamento dos Investimentos. São Paulo; IBMEC – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais; dezembro 2012.

COSTA, Fernando Nogueira da. A Controvérsia sobre as Relações entre Investimento, Poupança e Crédito. *Ensaios de Economia Monetária*. São Paulo, Bienal-Educ, 1992.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*. São Paulo, Makron-Books, 1999.

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

COSTA, Fernando Nogueira da. *Manifesto da Tropicalização Antropofágica Miscigenada*. Postado em 22 de dezembro de 2011 no Blog: <http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2011/12/22/minuta-do-manifesto-da-tropicalizacao-antropofagica-miscigenada/>

COSTA, Fernando Nogueira da. Método Dinâmico da Escola de Estocolmo. *Revista de Economia Política*. São Paulo: Vol. 30, n. 4 (120), pp. 625-644, outubro-dezembro/2010.

DIEGUEZ, Consuelo. O desenvolvimentista. *Revista Piauí*. São Paulo, Edição 49. Outubro de 2010.

FAMA, Eugene (1965). The Behavior of Stock Prices. *Journal of Business*, Vol. 37, nº 1 (janeiro), pp. 34-105.

FERGUSON, Niall. *Civilização: Ocidente X Oriente*. São Paulo; Planeta: 2012

FOX, C. & TVERSKY, A. (1995) Ambiguity aversion and comparative ignorance. *Quarterly Journal of Economics*. 110: 585-603.

FRIEDMAN, Milton (1953). The methodology of positive economics. in HAUSMAN, Daniel (edited by). *The Philosophy of Economics: an Anthology*. Cambridge University Press, 2nd ed., 1994. Chapter 9, pp. 180-213.

GOLEMAN, Daniel (1995). *Inteligência Emocional*. Rio de Janeiro, Objetiva, 1996.

GRUPO DE CONJUNTURA DA FPA. *Os Donos do Dinheiro: o Rentismo no Brasil*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2019.

GUNTHER, Max (1992). *Os Axiomas de Zurique*. Rio de Janeiro, Record.

HEATH, C. & TVERSKY, A. (1991). Preference and belief: ambiguity and competence in choice under uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*. 4: 5-28.

HOBSON, John A. (1894). *A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada*. São Paulo, Abril Cultural, 1983.

HOLLIS, Martin & NELL, Edward J. (1975). *O homem econômico racional: uma crítica filosófica da economia neoclássica*. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1977.

KAHNEMAN, Daniel & TVERSKY, Amos (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*. Vol. 47, n. 2, 263-291, march.

KINDLEBERGER, Charles P. (1996 – 3rd ed.). *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Rio de Janeiro, Nova Fronteira, 2000.

KIYOSAKI, R. LECHTER, S. L. *Pai Rico, Pai, Pobre – o que os ricos ensinam a seus filhos sobre dinheiro*. Trad: Maria Monteiro. 53ª edição. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2008.

LAYARD, Richard. *Happiness: has social science a clue?* London School of Economics, Lionel Robbins Memorial Lectures, 25 february 2003.

LAYARD, Richard. *Happiness: Lessons from a New Science*. UK: Allen Lane; 2005.

LAVINAS, L. (2017). *The Takeover of Social Policy by Financialization. The Brazilian paradox*. New York: Palgrave Macmillan.

LAVINAS, L. (2018). The collateralisation of social policy under financialized capitalism. *Development and Change*. Version of Record Online, February 6 2018. DOI: 10.1111/dech 12370.

LAVINAS, L.; ARAÚJO, E. e BRUNO, M. (2019). Brazil: from elitized to mass-based financialization. *Revue de la Régulation* 25: 1-21.

LAVINAS, L. e GENTIL, D. (2018). Brasil Anos 2000: a política social sob regência da financeirização. *Novos Estudos*, 37 ( 2): 91-211.

LEITE, Elaine da Silveira. *Autoajuda e o desenvolvimento do mercado financeiro no Brasil*. Simpósio de Pós-Graduação em História Econômica, 3 a 5 de setembro de 2008.

LUQUET, Mara & ASSEF, Andrea. *Você tem mais... dinheiro do que imagina: um guia para suas finanças pessoais*. São Paulo, Saraiva – Letras & Lucros, 2006.

MARKOWITZ, Harry (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, vol. VII, nº 1 (março), pp. 77-91.

MARTINS, Ângela. *A Banca Islâmica*. São Paulo; Editora Qualitymark; s/d. 168 páginas.

MELLO, Vera Rita de. *Psicologia Econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão*. Rio de Janeiro, Campus-Elsevier, 2008.

MILL, John Stuart (1836). *On the Definition of Political Economy, and on the Method of Investigation Proper to It*. London and Westminster Review. in HAUSMAN, Daniel (edited by). *The Philosophy of Economics: an Anthology*. Cambridge University Press, 2nd ed., 1994. Chapter 1, pp. 52-68.

MILL, John Stuart (1843). *Vida e Obra* (Consultoria: José Arthur Giannotti). *Sistema de lógica dedutiva e indutiva e outros textos*. São Paulo, Abril Cultural, 1984.

MILL, John Stuart. *Princípios de Economia Política*. São Paulo, Abril Cultural, 1983.

- NERI, Marcelo Côrtes. *Paradoxo da Poupança*. Valor, 24/04/12.
- NUNES, Bernardo Fonseca. *Mapas de precificação de ativos no mercado de capitais: uma análise do poder prescritivo do Behavioral Finance*. Porto Alegre, Dissertação de Mestrado pelo PPG-FCE-UFRGS, 2008.
- PALLUDETO, Alex Wilhans Antonio. *Os derivativos como capital fictício: uma interpretação marxista*. Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. Campinas, 2016.
- PALLUDETO, Alex Wilhans Antonio; ROSSI, Pedro Linhares. *O capital fictício: revisitando uma categoria controversa*. Texto para discussão 347 – IE/Unicamp, 2018
- PASTORE, José & SILVA, Nelson do Valle. Prefácio de Fernando Henrique Cardoso. *Mobilidade Social no Brasil*. São Paulo, Makron Books, 2000.
- PESSOA, Linnit e CENTENO, Vinícius. *Financeirização do Estado e a Crise da Democracia: Considerações sobre o Caso Brasileiro*. Niterói, Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE/UFF), s/d.
- PRECHT, Richard David. *Quem sou eu? E, se sou, quantos sou? Uma aventura na Filosofia*. São Paulo, Ediouro, 2009.
- SAAD FILHO, Alfredo; MORAIS, Lecio. *Brasil: Neoliberalismo versus Democracia*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2018.
- SAGAN, Carl (1995). *O mundo assombrado pelos demônios: a ciência vista como uma vela no escuro*. São Paulo, Companhia das Letras, 1996.
- SANTOS, Bernardo Queima Alves. *Finanças Comportamentais: diversificação ingênua em planos de previdência de contribuição definida no Brasil*. Rio de Janeiro, Dissertação de Mestrado pelo PPG em Administração de Empresas da PUC-RJ, 2007.
- SANTOS, Giovana Lavínia da Cunha & SANTOS, César Sátiro dos. *Rico ou Pobre: uma Questão de Educação*. Campinas, Armazém do Ipê (Autores Associados), 2005.



SCHUMPETER, Joseph (1954). *História da análise econômica. Parte III – De 1790 a 1870*. Rio de Janeiro, Editora Fundo de Cultura, 1964. Vol. 2.

SHARPE, William (1964). Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, Vol. 19, nº 3 (setembro), pp. 425-442.

SINGER, André. *O Lulismo e seu Futuro*. Revista Piauí. São Paulo, Edição 49. Outubro de 2010.

SINGER, André. *Setor ascendente será objeto de disputa política*. Teoria e Debate. São Paulo, 01 dez 2010.

SMITH, Adam (1759). Biografia Crítica por Dugald Stewart. *Teoria dos Sentimentos Morais*. São Paulo, Martins Fontes, 1999.

SOMBART, Werner (1913): *Luxus und Kapitalismus*. München: Duncker & Humblot, 1922. Em inglês: *Luxury and capitalism*. Ann Arbor: University of Michigan Press. Em português: *Amor, Luxo e Capitalismo*. Bertrand, Portugal (1997).

SOROS, George (1987). *A alquimia das finanças: lendo a mente do mercado*. Rio de Janeiro, Nova Fronteira, 1996.

SOUZA, Altay Alves Lino de & GUEDES, Álvaro da Costa Batista. *Cognição. Psique* Edição Especial. Editora Escala, Ano II, n. 6, p. 36-43.

STORTINI, Carlos R. *O dicionário de Borges*. Rio de Janeiro, Bertrand Brasil, 1990.

TAHLER, Richard (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*. 12: 183-206.

THALER, Richard. *The End of Behavioral Finance*. Financial Analysts Journal. Association for Investment Management and Research, Nov./Dec.1999.

VEBLEN, Thorstein (1899). Apresentação de Maria Hermínia Tavares de Almeida. *A Teoria da Classe Ociosa: um estudo econômico das instituições*. São Paulo, Abril Cultural, 1983.

VON NEUMANN, J. & MORGESTERN, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton University Press.

WEBER, Max. *História Geral da Economia* (Cap. IV). *A Ética Protestante e O Espírito do Capitalismo* (Cap. II e V) Os Pensadores. São Paulo; Abril Cultural; 1974.

WINSTON, Robert (2002). *Instinto Humano*. São Paulo, Globo, 2006.

WOOD, Adrian. *Uma Teoria dos Lucros*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra; 1980.

WOOLDRIDGE, Adrian. "A mão visível". *Carta Capital*. São Paulo, 15.02.2012. Republicação da matéria "The Visible Hand". *The Economist*, 21/01/12. <http://www.economist.com/node/21542931>

Obras do Autor com *links* para *download*

Fernando Nogueira da Costa. *Finanças Comportamentais para Trabalhadores*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Por Uma Teoria Alternativa da Moeda*. Tese de Livre Docência, defendida 1994 e reeditada em março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução Comentada do livro de Richard Hildreth. *História dos Bancos*. março 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução de Resumo do livro de John Zysman. *Governos Mercados e Crescimento – Sistemas Financeiros e Política Industrial*. fevereiro 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos e Banquetas: Evolução do Sistema Bancário com Inovações Tecnológicas e Financeiras*. janeiro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Aprendizagem e Ensino de Economia*. dezembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Tradução e Resumo da História de Wall Street*. novembro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Breve História Comparativa de Bancos de Negócios*. Blog Cidadania e Cultura, novembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Metodologias em Economia: Apostila com Extratos de Traduções*. outubro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *O Trabalho: Capital Acumulado*. julho de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Grande Depressão Deflacionária*. junho 2020.

Fernando Nogueira da Costa – *Vamos Salvar o Brasil*. junho de 2020

RAY DALIO e outros. Tradução: *Populismo – Falar em Nome do Povo*. Junho 2020.

RAY DALIO. Tradução: *Crise da Grande Dívida*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Mercados e Planejadores Imperfeitos*. Blog Cidadania e Cultura; maio de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos Estatais sob Estado Mínimo*. Blog Cidadania e Cultura; abril de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Pensamento Sistêmico sobre Complexidade*. Campinas Blog Cultura e Cidadania; abril de 2020

Fernando Nogueira da Costa. *Capital e Dívida: Dinâmica do Sistema Capitalista*. março de 2020

Fernando Nogueira da Costa (org.). *Economia em Documentários: Coletânea de Textos para Discussão em Seminários*; março de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia em 10 Lições – 2a. Edição* fevereiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia Monetária e Financeira 2a. Edição* Revista janeiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Ciclo: Intervalo entre Crises*. 2019

*A Professora (Maria da Conceição Tavares) e seu Livro*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Estado da Arte da Economia*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *A Vida está Difícil. Lide com Isso*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Crônicas Econômicas: debater, bater rebater e combater*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Pensar o Brasil no século XXI*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Intérpretes do Brasil*. 2018

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Sociologia e Comportamentos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Política*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História Geral*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História dos Povos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História do Brasil*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Finanças*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia Mundial*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Ciência e Filosofia da Mente*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Biografia e Futebol*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte de Comunicar*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte do Roteiro*

Fernando Nogueira da Costa – *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar*

Fernando Nogueira da Costa – *Métodos de Análise Econômica*

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino de Economia na Escola de Campinas – Memórias*

Fernando Nogueira da Costa – *Bancos Públicos no Brasil*

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino e Pesquisa em Economia*

Costa, F.N. (coord.), Costa, C.A.N., Oliveira, G.C. – *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil – 10.09.2010*

Fernando Nogueira da Costa – *Banco do Brasil 200 Anos 1964-2008*

## Sobre o Autor

Fernando Nogueira da Costa é Professor Titular do IE-UNICAMP, onde é professor desde 1985.

Participou da direção estratégica de empresa pública como Vice-presidente de Finanças e Mercado de Capitais da Caixa Econômica Federal, entre fevereiro de 2003 e junho de 2007. No mesmo período, representou a Caixa como Diretor-executivo da FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos.

Publicou os livros *Ensaio de Economia Monetária*, em 1992, *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*, em 1999, finalista do Prêmio Jabuti, *Economia em 10 Lições*, em 2000 – esses dois com segunda edição digital –, *Brasil dos Bancos*, em 2012 pela EDUSP (Primeiro Lugar no XVIII Prêmio Brasil de Economia do COFECON - Conselho Federal de Economia em 2012 e finalista do Prêmio Jabuti 2013 na área de Economia, Administração e Negócios), *Bancos Públicos do Brasil* (FPA-FENAE, 2016), *200 Anos do Banco do Brasil: 1964-2008* (2008, edição eletrônica), *Métodos de Análise Econômica* (Editora Contexto: 2018); *Ensino de Economia na Escola de Campinas: Memórias* (IE-UNICAMP: 2018); *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar* (IE-UNICAMP; 2018), quase cinquenta livros eletrônicos, inúmeros capítulos de livros e artigos em revistas especializadas. Coordenou e escreveu capítulos do livro sobre *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil* (ABECS).

Palestrante com mais de duzentas palestras em Universidades, Sindicatos, Associações Patronais, Bancos, etc. Coordenador da área de Economia na FAPESP de 1996 a 2002.

Publicou artigos em jornais de circulação nacional. Atualmente, posta em conhecidos sites como GGN, Brasil Debate e CartaMaior.

Seu blog (<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>), desde 22/01/2010, recebeu mais de 9,1 milhões visitas.