



AVISO

Todo esforço foi feito para garantir a qualidade editorial desta obra, agora em versão digital. Destacamos, contudo, que diferenças na apresentação do conteúdo podem ocorrer em função das características técnicas específicas de cada dispositivo de leitura.

Obra originalmente publicada sob o título
Stocks for the Long Run, 5th Edition
ISBN 0-07-180051-4 / 978-0-07-180051-8

Edição original ©2013, McGraw-Hill Global Education Holdings, LLC, New York, New York 10121. Todos os direitos reservados.

Tradução para língua portuguesa © 2015, Grupo A Educação S.A. Todos os direitos reservados.

Gerente editorial: *Arysinha Jacques Affonso*

Colaboraram nesta edição:

Editora: *Mariana Belloli*

Capa: *Maurício Pamplona*, arte sobre capa original

Leitura final: *Flávia Simões Pires*

Editoração: *Techbooks*

Produção digital: *Freitas Bastos*

S571i

Siegel, Jeremy J.

Investindo em ações no longo prazo : o guia indispensável do investidor do mercado financeiro [recurso eletrônico] / Jeremy J. Siegel ; tradução: Beth Honorato ; revisão técnica: Guilherme Ribeiro de Macêdo. – 5. ed. – Porto Alegre : Bookman, 2015.
e-PUB.

Editado como livro impresso em 2015.

ISBN 978-85-8260-323-9

1. Finanças. 2. Mercado financeiro. I. Título.

CDU 336.76

Catálogo na publicação: Poliana Sanchez de Araujo – CRB 10/2094



Reservados todos os direitos de publicação ao GRUPO A EDUCAÇÃO S.A.
(Bookman é um selo editorial do GRUPO A EDUCAÇÃO S.A.)

Av. Jerônimo de Ornelas, 670 – Santana

90040-340 – Porto Alegre – RS

Fone: (51) 3027-7000 Fax: (51) 3027-7070

É proibida a duplicação ou reprodução deste volume, no todo ou em parte, sob quaisquer formas ou por quaisquer meios (eletrônico, mecânico, gravação, fotocópia, distribuição na Web e outros), sem permissão expressa da Editora.

Unidade São Paulo

Av. Embaixador Macedo Soares, 10.735 – Pavilhão 5 – Cond. Espace Center

Vila Anastácio – 05095-035 – São Paulo – SP

Fone: (11) 3665-1100 Fax: (11) 3667-1333

SAC 0800 703-3444 – www.grupoa.com.br

Indexação ponderada fundamentalmente versus ponderada por capitalização
A história da indexação ponderada fundamentalmente
Conclusão

Capítulo 24 – Estruturando uma carteira para um crescimento de longo prazo
Aspectos práticos do investimento
Orientações para um investimento bem-sucedido
Implementação de um plano e papel de um consultor de investimento
Comentários finais

Notas

Capítulo 1
Capítulo 2
Capítulo 3
Capítulo 4
Capítulo 5
Capítulo 6
Capítulo 7
Capítulo 8
Capítulo 9
Capítulo 10
Capítulo 11
Capítulo 12
Capítulo 13
Capítulo 14
Capítulo 15
Capítulo 16
Capítulo 17
Capítulo 18
Capítulo 19
Capítulo 20
Capítulo 21
Capítulo 22
Capítulo 23
Capítulo 24

Grupo A

PARTE

I

RETORNOS DAS AÇÕES

Passado, presente e futuro

Um argumento a favor das ações

Fatos históricos e jornalismo de ficção

A doutrina da “nova era” – de que as ações de “primeira linha” (ou “blue chips”) eram investimentos confiáveis independentemente de quão alto fosse o preço pago por elas – estava na base apenas como meio de justificar, sob o título de “investimento”, a capitulação quase universal da febre especulativa.

— BENJAMIN GRAHAM E DAVID DODD,
*SECURITY ANALYSIS*¹

O investimento em ações tornou-se um hobby nacional e uma obsessão nacional. Atualizando Marx, é a religião do povo.

— ROGER LOWENSTEIN, “A COMMON MARKET:
THE PUBLIC’S ZEAL TO INVEST”²

Investindo em Ações no Longo Prazo, de Siegel? Agora só serve para segurar a porta

— OPINIÃO DE UM INVESTIDOR CONVIDADO DO CNBC,
MARÇO DE 2009³

“TODO MUNDO DEVERIA SER RICO”

No verão de 1929, um jornalista chamado Samuel Crowther entrevistou John J. Raskob, um alto executivo financeiro da General Motors, sobre como um indivíduo comum poderia criar riqueza investindo em ações. Em agosto desse mesmo ano, Crowther publicou as ideias de Raskob em um artigo no *Ladies’ Home Journal* com o audacioso título “Everybody Ought to Be Rich” (“Todo mundo deveria ser rico”).

Na entrevista, Raskob alegou que os Estados Unidos estavam à beira de uma enorme expansão industrial. Ele afirmou que, investindo apenas US\$ 15 por mês em ações ordinárias seguras, os investidores poderiam esperar um crescimento constante em sua riqueza de US\$ 80.000 nos 20 anos seguintes. Um retorno dessa magnitude – 24% ao ano – era inédito, mas a perspectiva de acumular sem esforço uma grande fortuna parecia plausível na atmosfera do mercado altista da década de 1920. As ações incitavam os investidores, e milhões deles injetaram suas economias no mercado, procurando lucro rápido.

Em 3 de setembro de 1929, poucos dias depois que o plano de Raskob veio a público, o índice industrial Dow Jones atingiu uma alta histórica de 381,17. Sete semanas depois, as ações despencaram. Os 34 meses subsequentes assistiram à queda mais devastadora no valor das ações da história americana.

Em 8 de julho de 1932, quando o massacre já havia chegado ao fim, o Dow manteve-se em 41,22. O valor de mercado das maiores corporações mundiais havia caído, inacreditavelmente, 89%. As economias poupadas durante uma vida por milhões de

investidores foram exterminadas e milhares daqueles que haviam tomado empréstimo para comprar ações foram à falência. Os Estados Unidos estavam atravessando a depressão econômica mais profunda de sua história.

A recomendação de Raskob foi ridicularizada e condenada durante anos. Foi dito que ela representava a insanidade daqueles que acreditavam que o mercado poderia subir o sempre e a insensatez daqueles que ignoraram os enormes riscos das ações. O senador Arthur Robinson, de Indiana, culpou Raskob publicamente pela quebra das ações, exortando o povo a comprar ações nos picos de mercado.⁴ Em 1992, 63 anos depois, a revista *Forbes* advertiu os investidores sobre a supervalorização das ações na edição intitulada “Popular Delusions and the Madness of Crowds”. Em uma revisão sobre a história dos ciclos do mercado, a *Forbes* qualificou Raskob como o “pior ofensor” dentre aqueles que viam o mercado acionário como um instrumento garantido de riqueza.⁵

Segundo o senso comum, a recomendação temerária de Raskob simboliza a mania que de tempos em tempos invade Wall Street. Mas esse veredito é justo? A resposta é decididamente não. O investimento em ações ao longo do tempo é uma estratégia bem-sucedida, independentemente se o plano de investimento é iniciado em um mercado em alta. Se você calcular o valor da carteira de um investidor que seguiu o conselho de Raskob em 1929, colocando pacientemente US\$ 15 por mês no mercado, constatará que, em menos de quatro anos, a soma que ele acumulou ultrapassou o valor acumulado por alguém que aplicou esse mesmo valor em letras do Tesouro. Em 1949, a carteira de ações desse investidor teria acumulado quase US\$ 9.000, um retorno de 7,86%, mais do dobro do retorno anual em títulos. Após 30 anos, essa carteira teria aumentado para mais de US\$ 60.000, e o retorno anual teria subido para 12,72%. Embora esses retornos não fossem tão altos quanto Raskob havia projetado, o retorno total da carteira de ações ao longo de 30 anos correspondia a mais de oito vezes a acumulação em títulos e a mais de nove vezes a das letras do Tesouro. Aqueles que nunca haviam comprado ações, citando a Grande Quebra como justificativa de sua precaução, com o tempo se viram bem aquém dos investidores que haviam acumulado ações pacientemente.⁶

A história da previsão infame de John Raskob ilustra um tema importante na história de Wall Street. Os mercados altistas e os mercados baixistas resultaram em histórias sensacionais sobre ganhos inacreditáveis e perdas devastadoras. Contudo, os investidores acionários pacientes que conseguem ver além das manchetes amedrontadoras sempre superaram o desempenho daqueles que procuram refúgio em títulos e outros ativos. Mesmo eventos calamitosos como a grande quebra do mercado de ações de 1929 ou a crise financeira de 2008 não negam a superioridade das ações como investimento de longo prazo.

Retornos dos ativos desde 1802

A Figura 1.1 é o gráfico mais importante deste livro. Ela remonta, ano a ano, a riqueza real (descontada a inflação) acumulada por um investidor hipotético que aplicou um dólar em (1) ações, (2) títulos de longo prazo do governo, (3) letras do Tesouro dos Estados Unidos, (4) ouro e (5) dólar americano. Esses retornos são chamados de *retornos reais totais* e incluem o lucro distribuído do investimento (se houver) mais ganhos e perdas de capital, todos eles avaliados com base na paridade do poder de compra constante.

Esses retornos são representados graficamente em escala de proporção ou *logarítmica*. Os economistas utilizam essa escala para retratar dados de longo prazo porque a mesma distância vertical em qualquer lugar do gráfico representa a mesma mudança percentual. Na escala logarítmica, a inclinação de uma linha de tendência representa a taxa de retorno constante descontada a inflação.

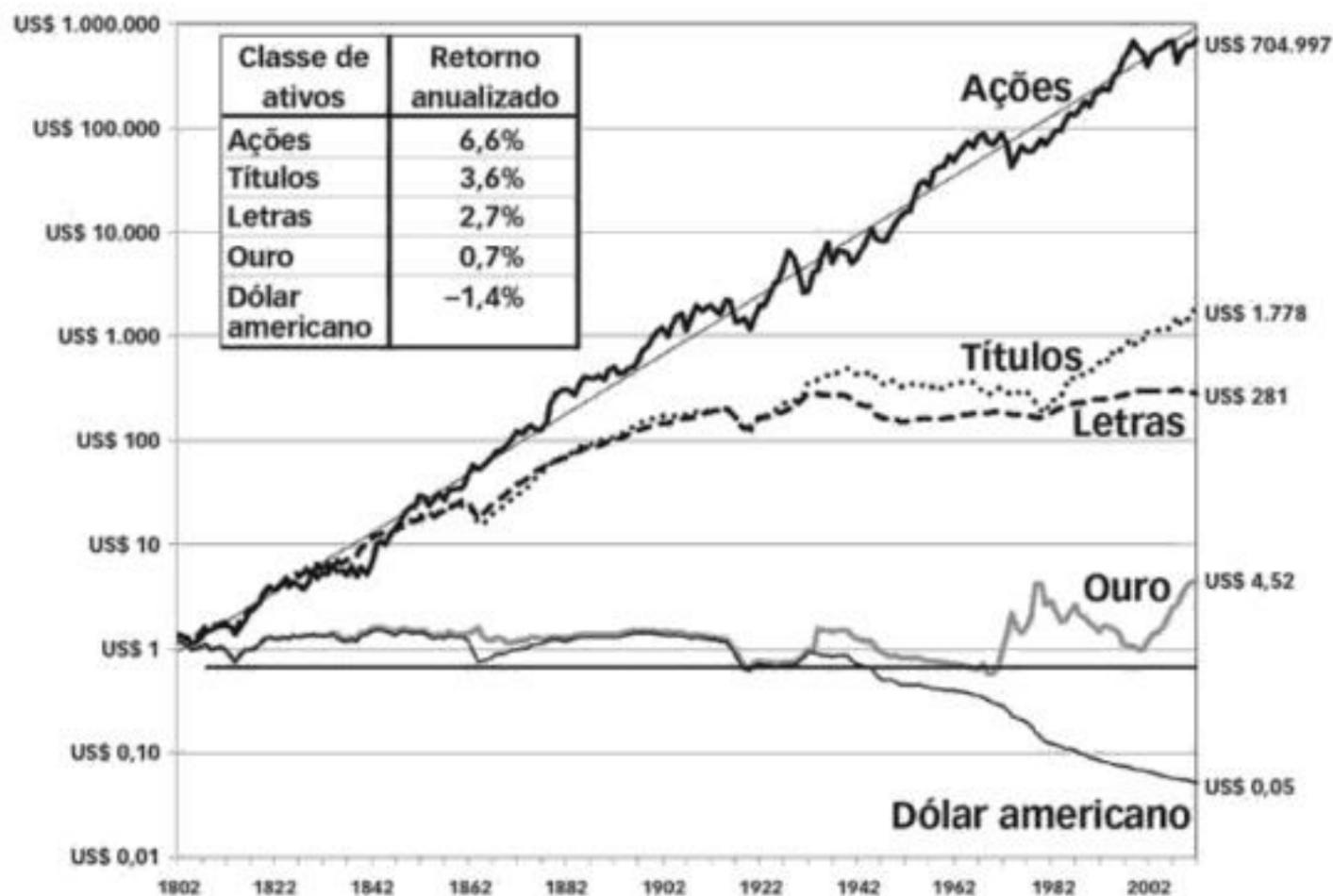


Figura 1.1 Retornos reais totais sobre ações, títulos, letras, ouro e dólar nos Estados Unidos, 1802-2012.

Os retornos reais anuais compostos dessas classes de ativos também são relacionados nessa figura. Ao longo dos 210 anos de retornos acionários que examinei, o retorno real sobre uma carteira de ações amplamente diversificada girou em torno de 6,6% ao ano. Isso significa que, em média, uma carteira de ações diversificada, como um fundo de índice, praticamente dobrou em poder aquisitivo a cada década dos últimos dois séculos. O retorno real sobre investimentos de renda fixa teve uma média bem menor; em títulos governamentais de longo prazo, o retorno real médio foi de 3,6% ao ano e em títulos de curto prazo (letras) foi apenas 2,7% ao ano.

O retorno real médio sobre o ouro foi somente 0,7% ao ano. No longo prazo, os preços do ouro permaneceram acima da taxa de inflação, mas apenas um pouco. Em média, o dólar perdeu 1,4% ao ano em poder aquisitivo desde 1802, mas se depreciou em um ritmo significativamente mais rápido desde a Segunda Guerra Mundial. No Capítulo 5, examinamos os detalhes dessas séries de retornos e como elas são construídas.

Na Figura 1.1, ajustei as melhores linhas de tendência estatística aos retornos acionários reais. A estabilidade dos retornos reais é surpreendente; os retornos acionários reais no século XIX não se diferem muito dos retornos reais no século XX. Observe que as ações flutuam abaixo e acima da linha de tendência e com o tempo retornam à tendência. Os economistas chamam esse comportamento de reversão à média, uma propriedade que indica que os períodos com retornos acima da média tendem a ser acompanhados de períodos com retornos abaixo da média e vice-versa. Nenhuma outra classe de ativos – títulos, *commodities* ou o dólar – exibe a estabilidade de retornos reais de longo prazo demonstrada pelas ações.

Entretanto, no horizonte de curto prazo, os retornos das ações são muito voláteis, volatilidade essa provocada por mudanças nos lucros, nas taxas de juros, no risco e na incerteza, bem como por fatores psicológicos, como otimismo e pessimismo e medo e ganância. Entretanto, essas oscilações de curto prazo no mercado, que tanto preocupam os investidores e a imprensa especializada, são insignificantes em comparação com o amplo movimento ascendente nos retornos acionários.

No restante deste capítulo, examino como os economistas e investidores avaliaram a importância do investimento em ações ao longo da história e como os grandes mercados altistas e baixistas afetam tanto a imprensa quanto as opiniões dos profissionais de investimento.

PERSPECTIVA HISTÓRICA DAS AÇÕES COMO INVESTIMENTO

Durante o século XIX, as ações eram vistas como um domínio de especuladores e *insiders*, mas certamente não de investidores conservadores. Foi somente no início do século XX que os pesquisadores constataram que as ações poderiam ser investimentos adequados em determinadas circunstâncias econômicas para os investidores não pertencentes a esses canais tradicionais.

Na primeira metade do século XX, o grande economista americano Irving Fisher, professor na Universidade Yale e investidor extremamente bem-sucedido, acreditava que as ações eram superiores aos títulos de renda fixa durante períodos inflacionários, mas que as ações ordinárias poderiam ter um desempenho inferior ao dos títulos em períodos de deflação, uma visão que se tornou senso comum durante essa época.⁷

Edgar Lawrence Smith, analista financeiro e gestor de investimento na década de 1920, fez um levantamento sobre os preços históricos das ações e demoliu esse pensamento convencional. Smith foi o primeiro a demonstrar que as somas acumuladas em uma carteira diversificada de ações ordinárias superavam o desempenho dos títulos não apenas quando os preços das *commodities* estivessem subindo, mas também quando estivessem caindo. Smith publicou seus estudos em 1925, no livro *Common Stocks as Long-Term Investments*. Na introdução, ele afirmou:

Esses estudos registram uma falha – a incapacidade de os fatos respaldarem uma teoria preconcebida, [...] de que os títulos de alta qualidade se revelaram um melhor investimento durante períodos de [baixa nos preços de *commodities*].⁸

Smith sustentou que as ações deveriam ser um componente essencial da carteira de um investidor. Ao examinar os retornos das ações desde a Guerra Civil, ele constatou que havia uma probabilidade bastante pequena de que um investidor tivesse de aguardar um longo tempo (que definiu entre 6 e 15 anos) para poder vender suas ações com lucro. Smith assim concluiu:

Constatamos que existe uma força em jogo em nossos investimentos acionários que sempre tende a aumentar o valor do principal. [...] [A] menos que tenhamos tido o extremo infortúnio de investir justamente no pico de uma elevação digna de nota, os períodos nos quais o valor de mercado médio de nossos investimentos mantiverem-se inferior à quantia que pagamos por eles terão uma duração comparativamente curta. Nosso risco, mesmo nesses casos extremos, parece ser apenas o do momento.⁹

A conclusão de Smith estava correta não apenas historicamente, mas também em relação ao futuro. Foram necessários mais de 15 anos para que se recuperasse o dinheiro investido no pico de 1929, após uma quebra bem pior à que Smith já havia examinado. E desde a Segunda Guerra Mundial o período de recuperação em relação às ações tem sido ainda melhor. Mesmo incluindo a crise financeira recente, que assistiu ao pior mercado baixista desde a década de 1930, o período mais longo de todos os tempos necessário para um investidor recuperar-se de um investimento original no mercado de ações (incluindo dividendos reinvestidos) foi o de cinco anos e oito meses, de agosto de 2000 a abril de 2006.

A influência da obra de Smith

Smith escreveu seu livro na década de 1920, no princípio de um dos maiores mercados altistas de nossa história. Suas conclusões causaram sensação nos círculos acadêmicos e de investimento. A prestigiosa revista semanal *The Economist* afirmou: “Todo investidor e corretor de valores inteligente deve examinar o pequeno e mais interessante livro de Smith, bem como cada um dos testes e seus resultados extremamente surpreendentes.”¹⁰

As ideias de Smith cruzaram rapidamente o Atlântico e foram objeto de intensa discussão na Grã-Bretanha. O grande economista britânico John Maynard Keynes, precursor da teoria de ciclo econômico que se tornou um paradigma para as gerações futuras de economistas, analisou o livro de Smith com muito entusiasmo. Keynes afirmou:

Os resultados são surpreendentes. Smith constata em quase todos os casos, não somente quando os preços estavam subindo, mas também quando estavam caindo, que as ações ordinárias se revelaram as melhores a longo prazo, aliás, de uma forma notória [...]. Essa experiência real nos Estados Unidos nos últimos cinquenta anos oferece evidências *prima facie* de que a inclinação dos investidores e das instituições de investimento a favor dos títulos, por serem “seguros”, e contra as ações ordinárias, por terem, mesmo as melhores delas, uma característica distintivamente “especulativa”, deu origem a uma supervalorização relativa dos títulos e a uma subvalorização das ações ordinárias.¹¹

Teoria de investimento em ações ordinárias

Os escritos de Smith ganharam credibilidade acadêmica quando foram publicados em periódicos de prestígio como *Review of Economic Statistics* e *Journal of the American Statistical Association*.¹² Smith ganhou um séquito internacional quando Siegfried Stern publicou um abrangente estudo sobre os retornos das ações ordinárias em 13 países europeus desde o início da Primeira Guerra Mundial até 1928. O estudo de Stern demonstrou que a vantagem do investimento em ações ordinárias sobre os títulos e outros investimentos financeiros estendia-se bem além dos mercados financeiros dos Estados Unidos.¹³ As pesquisas que demonstravam a superioridade das ações tornaram-se conhecidas como teoria de investimento em ações ordinárias.¹⁴

O pico de mercado

A pesquisa de Smith mudou também a mente do renomado economista de Yale Irving Fisher, que considerou o estudo de Smith uma confirmação de sua opinião há muito mantida de que os títulos eram superestimados enquanto investimento seguro em um mundo com inflação incerta. Em 1925, Fisher sintetizou as constatações de Smith com as seguintes observações prescientes sobre o comportamento dos investidores:

Parece, portanto, que o mercado superestima a segurança dos títulos “seguros” e paga demasiadamente por eles, que superestima o risco dos títulos de risco e paga muito pouco por eles, que paga muito por retornos imediatos e muito pouco por retornos remotos e, finalmente, que confunde a estabilidade do ganho nominal de um título com a estabilidade do ganho real que ele não possui. Com relação à estabilidade do ganho real, ou poder aquisitivo, uma lista de ações ordinárias diversificadas supera os títulos.¹⁵

O “patamar permanentemente alto” de Fisher

O professor Fisher, citado por muitos como o maior economista americano e pai da teoria do capital, não era um mero acadêmico. Ele analisou e previu ativamente as condições do mercado financeiro, escreveu dezenas de boletins informativos sobre temas variados, de saúde a investimentos, e criou uma empresa extremamente bem-sucedida de fichários com base em suas invenções patenteadas. Embora de origem modesta, seu patrimônio pessoal no verão de 1929 era superior a US\$ 10 milhões, que corresponde a mais de US\$ 100 milhões em dólares de hoje.¹⁶

Irving Fisher, assim como muitos outros economistas na década de 1920, acreditava que o estabelecimento do Federal Reserve System (o Fed, ou o Banco Central dos Estados Unidos) em 1913 era fundamental para diminuir a severidade das flutuações econômicas. Aliás, a década de 1920 foi um período de crescimento notadamente estável, visto que a instabilidade em variáveis econômicas como produção industrial e preços do produtor foi em grande medida abreviada, um fator que impulsionou ativos de risco como as ações. Tal como veremos no capítulo seguinte, existe uma semelhança marcante entre a estabilidade da década de 1920 e a da década que precedeu a recente crise financeira de 2008. Em ambos os períodos não houve apenas uma moderação no ciclo econômico, mas também a grande convicção – posteriormente estilhaçada – de que o Federal Reserve seria capaz de mitigar, se não eliminar, o ciclo econômico.

O mercado altista da década de 1920 atraiu milhões de americanos para as ações, e o sucesso e a reputação do próprio Fisher como profeta de mercado lhe renderam um amplo séquito de investidores e analistas. A turbulência do mercado no início de outubro de 1929 aumentou enormemente o interesse por suas opiniões.

Os seguidores de mercado não ficaram surpresos na noite de 14 de outubro de 1929, quando Irving Fisher chegou ao Builders' Exchange Club em Nova York para dirigir a palavra no encontro mensal da Associação de Agentes de Compra a um grande número de pessoas, incluindo repórteres, apinhadas na sala de reuniões. A ansiedade dos investidores vinha aumentando desde o início de setembro, quando Roger Babson, empresário e profeta de mercado, previu uma quebra "terrível" nos preços das ações.¹⁷ Fisher havia repudiado o pessimismo de Babson, ressaltando que já havia algum tempo que Babson estava pessimista. Mas o público desejava ser tranquilizado pelo grande homem que por tanto tempo defendera as ações.

A plateia não se decepcionou. Após algumas observações iniciais, Fisher proferiu uma frase que, para seu grande arrependimento, tornou-se uma das mais citadas na história do mercado acionário: "Os preços das ações", declarou ele, "atingiram algo semelhante a um patamar permanentemente alto".¹⁸

Em 29 de outubro, duas semanas depois do dia seguinte ao discurso de Fisher, as ações desmoronaram. Seu "patamar alto" transformou-se em um abismo sem fundo. Os três dias posteriores assistiram à quebra de mercado mais devastadora da história. Não obstante todas as várias realizações de Irving Fisher, sua reputação – e a tese de que as ações eram uma forma segura de acumular riqueza – estava estilhaçada.

UMA MUDANÇA RADICAL NO ENTUSIASMO

O colapso da economia e do mercado acionário na década de 1930 deixou uma marca indelével na psique dos investidores. A teoria de investimento em ações ordinárias foi atacada de todos os ângulos, e muitos rejeitaram sumariamente a ideia de que as ações eram investimentos fundamentalmente sólidos. Lawrence Chamberlain, autor e banqueiro de investimento de renome, afirmou: "*As ações ordinárias, em si, não são superiores aos títulos enquanto investimento de longo prazo porque, em essência, não são investimento em hipótese alguma. São especulações*".¹⁹

Em 1934, Benjamin Graham, gestor de fundos de investimento, e David Dodd, professor de finanças na Universidade Columbia, escreveram *Security Analysis*, que se tornou a bíblia da abordagem direcionada ao valor para análise de ações e títulos. Em suas várias edições, esse livro teve um impacto duradouro sobre estudantes e profissionais do mercado.

Graham e Dodd censuraram claramente o livro de Smith por ter alimentado a mania do mercado altista da década de 1920 ao propor teorias aparentemente plausíveis, porém falaciosas, para justificar a compra de ações.

Segundo eles:

Entretanto, o autoengano do especulador do povo deve ter seu fundamento de justificação. [...] No mercado altista da nova era, o princípio "racional" era o registro da melhoria de longo prazo demonstrada por investimentos diversificados em ações ordinárias. [Existe] um livro pequeno e bastante incompleto do qual se pode dizer que a teoria da nova era brotou. Esse livro é intitulado *Common Stocks as Long-Term Investments*, de Edgar Lawrence Smith, publicado em 1924.²⁰

A VISÃO PÓS-QUEBRA SOBRE OS RETORNOS ACIONÁRIOS

Após a Grande Quebra, tanto a imprensa quanto os analistas criticaram o mercado de ações e igualmente aqueles que defendiam o investimento em ações. No entanto, pesquisas sobre os índices de retorno do mercado acionário receberam grande impulso na década de 1930 quando Alfred Cowles III, fundador da Comissão Cowles para Pesquisa Econômica, construiu índices acionários ponderados por capitalização desde 1871 de todas as ações

negociadas na Bolsa de Valores de Nova York. Seus índices de retorno total incluíram dividendos investidos e são praticamente idênticos à metodologia que é utilizada no presente para calcular os retornos das ações. Cowles confirmou as constatações às quais Smith havia chegado antes da quebra das ações e concluiu que na maior parte das vezes as ações estavam subvalorizadas e permitiam que os investidores colhessem retornos superiores nesse tipo de instrumento de investimento.²¹

Após a Segunda Guerra Mundial, dois professores da Universidade de Michigan, Wilford J. Eiteman e Frank P. Smith, publicaram um estudo sobre os retornos de investimento de empresas industriais ativamente negociadas e constatou que, comprando regularmente essas 92 ações sem considerar de forma alguma o ciclo do mercado (uma estratégia denominada *média do custo do dólar*), os investidores acionários obtinham retornos de 12,2% ao ano, bem acima daqueles oferecidos por investimentos de renda fixa. Doze anos depois, eles repetiram esse estudo, utilizando as mesmas ações do estudo anterior. Dessa vez os retornos se evidenciaram ainda mais altos, não obstante o fato de eles não terem feito nenhum ajuste para nenhuma das novas empresas ou novos setores que haviam surgido nesse intervalo. Segundo eles:

Se uma carteira de ações ordinárias escolhida com base nesses métodos aleatórios, tal como foi empregado nesse estudo, evidenciar uma taxa de retorno anual composta tão alta quanto 14,2%, um pequeno investidor com pouco conhecimento sobre as condições do mercado poderá investir suas economias em uma lista diversificada de ações ordinárias com certa garantia de que, com o tempo, seu investimento lhe oferecerá segurança em relação ao principal e um rendimento anual adequado.²²

Muitos rejeitaram o estudo de Eiteman e Smith porque o período analisado não incluiu a Grande Quebra de 1929 a 1932. Contudo, em 1964, dois professores da Universidade de Chicago, Lawrence Fisher e James H. Lorie, examinaram os retornos acionários ao longo da quebra de 1929, da Grande Depressão e Segunda Guerra Mundial.²³ Fisher e Lorie concluíram que as ações ofereceram retornos significativamente mais altos (segundo eles, de 9,0% ao ano) do que os de qualquer outro instrumento de investimento no decorrer do período de 35 anos, isto é, entre 1926 a 1960. Eles chegaram até a computar os impostos e custos de transação em seus cálculos de retorno e concluíram:

Talvez seja uma surpresa para muitos que os retornos tenham sido sistematicamente tão altos. [...] O fato de várias pessoas escolherem investimentos com uma taxa de retorno média consideravelmente inferior à disponível nas ações ordinárias é uma indicação da natureza essencialmente conservadora e do grau de preocupação desses investidores com o risco de perda inerente nas ações ordinárias.²⁴

Dez anos depois, em 1974, Roger Ibbotson e Rex Sinquefeld publicaram uma revisão ainda mais extensa em um artigo intitulado "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: Year-by-Year Historical Returns (1926-74)".²⁵ Eles reconheceram sua gratidão ao estudo de Lorie e Fisher e confirmaram a superioridade das ações como investimento de longo prazo. As estatísticas resumidas desses autores, que são publicadas anualmente em anuários, são citadas com frequência e muitas vezes foram utilizadas como referência de retorno do setor de títulos.²⁶

O GRANDE MERCADO ALTISTA DE 1982-2000

A década de 1970 não foi um bom período nem para as ações nem para a economia. A inflação repentina e a acentuada elevação do preço do petróleo foram responsáveis por retornos acionários reais negativos no período de 15 anos, entre o final de 1966 ao verão de 1982. Contudo, a rígida política monetária do Fed suprimiu a inflação, as taxas de juros caíram consideravelmente e o mercado acionário entrou em seu maior período altista de todos os tempos, um mercado que mais à frente veria uma valorização de mais de dez vezes no preço das ações. Da baixa de 790 em agosto de 1982, as ações subiram de forma acentuada, e o índice industrial Dow Jones ficou subitamente acima de 1.000, atingindo um

novo recorde no final de 1982 e finalmente ultrapassando as altas que havia atingido em 1973, quase uma década antes.

Embora muitos analistas tivessem expressado ceticismo quanto à continuidade dessa alta, alguns estavam bastante otimistas. Robert Foman, presidente e *chairman* da E. F. Hutton, declarou em outubro de 1983 que estávamos “no alvorecer de uma nova era de ações” e previu ousadamente que o índice Dow Jones poderia chegar a 2.000 ou mais no final da década.

Porém, até mesmo Foman estava muito pessimista, visto que o Dow Jones ultrapassou 2.000 em janeiro de 1987 e então 3.000 logo depois que Saddam Hussein invadiu o Kuwait em agosto de 1990. A Guerra do Golfo e a recessão imobiliária precipitaram um mercado baixista, mas esse, tal como a quebra das ações de outubro de 1987, foi efêmero. A derrota do Iraque na Guerra do Golfo marcou o início de uma das décadas mais fabulosas da história do mercado acionário. O mundo assistiu à queda do comunismo e ao abrandamento da ameaça de conflito global. A transferência de recursos dos gastos militares para o consumo doméstico possibilitou que os Estados Unidos aumentasse o crescimento econômico e ao mesmo tempo mantivesse a inflação baixa.

Quando as ações subiram, alguns imaginaram que o mercado altista perduraria. Em 1992, na matéria de capa “The Crazy Things People Say to Rationalize Stock Prices”, a *Forbes* advertiu os investidores de que as ações estavam “no meio de um pânico de compra especulativa” e citou o conselho insensato dado por Raskob para que se investisse no pico de mercado em 1929.²⁷

Mas essa precaução foi desconsiderada. Após um bem-sucedido combate contra a inflação em 1994, o Fed abrandou as taxas de juros e subsequentemente, no início de 1995, o Dow ficou acima de 4.000. Pouco tempo depois, a *BusinessWeek* defendeu a durabilidade do mercado altista em um artigo de 15 de maio de 1995, intitulado “Dow 5000? Don’t Laugh”. O Dow ultrapassou rapidamente a barreira em novembro e 11 meses depois chegou a 6.000.

No final de 1995, a elevação persistente dos preços das ações levou muitos outros analistas a soar o alarme. Michael Metz, da Oppenheimer, Charles Clough, do Merrill Lynch, e Byron Wien, do Morgan Stanley, expressaram grande dúvida quanto às bases dessa recuperação. Em setembro de 1995, David Shulman, estrategista-chefe de ações do Salomon Brothers, escreveu o artigo intitulado “Fear and Greed”, que comparou o clima do mercado da época com a atmosfera de picos de mercado semelhantes como os de 1929 e 1961. Shulman afirmou que o apoio intelectual era um importante ingrediente na sustentação dos mercados altistas, mencionando a obra de Edgar Smith e Irving Fisher na década de 1920, os estudos de Fisher-Lorie na década de 1960 e meu livro *Stocks for the Long Run (Investindo em Ações no Longo Prazo)*, publicado originalmente em 1994.²⁸ Contudo, esses pessimistas tiveram pouco impacto, visto que as ações continuaram subindo.

Advertências sobre a supervalorização

Em 1996, os índices de preço/lucro no índice S&P 500 chegaram a 20, consideravelmente acima de seu nível médio pós-guerra. Outras advertências se seguiram. Roger Lowenstein, renomado autor e redator financeiro, asseverou no *Wall Street Journal*:

*O investimento em ações tornou-se um hobby nacional e uma obsessão nacional. O povo pode criticar seu governo, suas escolas, suas mimadas estrelas esportivas. Mas a crença no mercado é praticamente universal. Atualizando Marx, é a religião povo.*²⁹

Floyd Norris, redator-chefe de finanças do New York Times, reiterou os comentários de Lowenstein escrevendo um artigo em janeiro de 1997, “In the Market We Trust”.³⁰ Henry Kaufman, guru do Salomon Brothers cujas opiniões sobre o mercado de renda fixa muitas vezes abalaram os títulos na década de 1980, afirmou que “a exagerada euforia financeira está cada vez mais ostensiva” e citou garantias oferecidas por otimistas equivalentes à

declaração de Irving Fisher de que as ações haviam atingido um patamar permanentemente alto.³¹

As advertências sobre o final do mercado altista não emanaram apenas da imprensa e de Wall Street. Os acadêmicos estavam crescentemente investigando essa elevação inédita nos valores das ações. Robert Shiller, da Universidade Yale, e John Campbell, de Harvard, escreveram um artigo acadêmico demonstrando que o mercado estava significativamente supervalorizado e apresentaram essa pesquisa ao Conselho de Governadores do Federal Reserve System no início de dezembro de 1996.³²

Quando o Dow ultrapassou repentinamente 6.400 pontos, Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve, emitiu um alerta em um discurso no jantar anual do Instituto Empresarial Americano em Washington, em 5 de dezembro de 1996. Ele perguntou: “Como podemos saber em que momento a *exuberância irracional* aumentou excessivamente os valores dos ativos, que então se tornam objeto de contrações inesperadas e prolongadas como de fato ocorreu no Japão na última década? E como incluímos essa avaliação na política monetária?”.

Suas palavras surtiram um efeito eletrizante e o termo *exuberância irracional* tornou-se a declaração mais celebrada do mandato de Greenspan como presidente do Fed. Os mercados asiáticos e europeus caíram sensivelmente quando suas palavras reverberaram nas telas dos computadores, e na manhã seguinte Wall Street abriu em grande baixa. Contudo, os investidores rapidamente recuperaram o otimismo e as ações fecharam em Nova York apenas com perdas moderadas.

O último estágio do grande mercado altista, 1997-2000

Desde então, as ações se tornaram cada vez mais bem-sucedidas, e o Dow ultrapassou 7.000 em fevereiro de 1997 e 8.000 em julho. Nem mesmo a precaução da *Newsweek*, na matéria de capa “Married to the Market”, retratando uma união em Wall Street entre os Estados Unidos e o mercado altista, foi capaz de frear o otimismo dos investidores.³³

O mercado tornou-se uma preocupação crescente dos americanos de média e alta renda. Livros e revistas de negócio proliferavam e as emissoras de TV a cabo especializadas em negócios, particularmente o canal CNBC, começaram a atrair grandes audiências. Cotações eletrônicas e programas especializados em negócios eram transmitidos em refeitórios, bares e mesmo nos *lounges* das principais escolas de negócios do país. Passageiros em voos a 35.000 pés de altitude podiam ver as médias mais recentes de Dow Jones e Nasdaq na tela afixada na parte de trás das poltronas.

O que veio a aumentar ainda mais o ímpeto do mercado já em surto foi a explosão da tecnologia da informação. A internet possibilitou que os investidores se mantivessem em contato com os mercados e suas carteiras em qualquer lugar do mundo. Por meio de salas de bate-papo, *sites* financeiros ou boletins enviados por *e-mail*, os investidores passaram a ter fácil acesso a muitas informações. O CNBC tornou-se tão popular que a maioria das empresas de investimentos passou a exigir que seus corretores assistissem aos seus programas, pela televisão ou computador, para que ficassem um passo à frente dos clientes que ligassem com notícias de negócio de última hora.

A psicologia do mercado altista parecia impermeável a choques financeiros e econômicos. A primeira onda da crise asiática provocou uma baixa recorde no mercado de 554 pontos em 27 de outubro de 1997 e fechou as negociações temporariamente. Isso, entretanto, foi pouco para afetar o entusiasmo dos investidores pelas ações.

No ano seguinte, o governo russo ficou inadimplente em seus títulos e o Long-Term Capital Management, considerado o principal *hedge fund* do mundo, se viu envolvido em posições especulativas no valor de trilhões de dólares que não podia negociar. Esses acontecimentos provocaram uma baixa no índice industrial Dow Jones de quase 2.000 pontos, ou 20%, mas três cortes rápidos na taxa do Fed fizeram o mercado ascender novamente. Em 29 de março de 1999, o Dow fechou abaixo de 10.000 e em 14 de janeiro de 2000 fechou com um recorde de 11.722,98.

O topo do mercado

Tal como ocorreu tantas vezes, no pico do mercado altista os pessimistas desacreditados bateram em retirada, enquanto os otimistas, cujo ego havia sido reforçado pelo movimento ascendente nos preços das ações, tornaram-se ainda mais ousados. Em 1999, dois economistas, James Glassman e Kevin Hassett, publicaram o livro *Dow 36,000*. Eles afirmaram que o índice industrial Dow Jones, não obstante sua meteórica elevação, ainda estava excessivamente subvalorizado e que sua verdadeira avaliação era três vezes superior, a 36.000. Para minha grande surpresa, eles afirmaram que o fundamento teórico para essa análise provinha do meu livro *Investindo em Ações no Longo Prazo!* Eles alegaram que, na medida em que eu havia demonstrado que os títulos eram tão arriscados quanto as ações em horizontes de longo prazo, os preços das ações precisavam subir três vezes para diminuir seus retornos em relação aos dos títulos, ignorando que a comparação real deveria ser com os títulos do Tesouro protegidos contra a inflação, cujo rendimento era bem superior na época.³⁴

Não obstante a marcha ascendente do índice industrial Dow Jones, o movimento real no mercado encontrava-se nas ações de tecnologia que eram listadas na Nasdaq, que incluíam ações da Cisco, Sun Microsystems, Oracle, JDS Uniphase e de outras empresas, bem como o grupo em ascensão de ações da internet. De novembro de 1997 a março de 2000, o Dow Jones subiu 40%, mas o índice Nasdaq teve uma elevação de 185% e o índice ponto-com de 24 empresas *on-line* elevou-se quase dez vezes, de 142 para 1.350.

A explosão da bolha de tecnologia

A data de 10 de março de 2000 marcou o pico não apenas da Nasdaq, mas também de vários índices de ações da internet e de tecnologia. Até mesmo eu, otimista de longa data, escrevi que as ações de tecnologia estavam sendo vendidas por preços ridículos que pressagiavam um colapso.³⁵

Quando os gastos com tecnologia desaceleraram inesperadamente, a bolha explodiu e se iniciou um forte mercado baixista. O valor das empresas despencou, batendo o recorde de US\$ 9 trilhões, e o índice S&P 500 teve uma queda de 49,15%, eclipsando o declínio de 48,2% do mercado baixista de 1972 a 1974, o pior desde a Grande Depressão. O Nasdaq caiu 78% e o índice ponto-com teve uma queda de mais de 95%.

Do mesmo modo que o mercado altista gerou otimistas irracionais, os preços declinantes das ações trouxeram de volta os pessimistas em penca. Em setembro de 2002, quando o Dow girava em torno 7.500 e apenas algumas semanas antes da queda do mercado baixista de 7.286, Bill Gross, o lendário diretor da PIMCO, que abriga o maior fundo mútuo do mundo, surgiu com um artigo intitulado "Dow 5,000", no qual afirmou que, não obstante o terrível declínio do mercado, as ações ainda não haviam chegado nem perto da baixa que deveriam, de acordo com os fundamentos econômicos. Era surpreendente que, no espaço de dois anos, um previsor bem conceituado tenha declarado que o valor correto do Dow era 36.000, quando outro havia alegado que ele deveria cair para 5.000!

O mercado baixista silenciou a fascinação popular pelas ações. Nos espaços públicos, os televisores não estavam mais sintonizados no CNBC, mas em esportes e fofocas hollywoodianas. Como disse o proprietário de um bar: "As pessoas estão lambendo suas feridas e não querem falar mais sobre ações. Voltou-se a falar de esportes, mulheres e quem ganhou o jogo".³⁶

O mercado declinante deixou vários profissionais profundamente céticos quanto às ações e ainda assim os títulos não pareciam uma alternativa atraente, visto que seus rendimentos haviam caído para menos de 4%. Os investidores ficaram se perguntando se haveria investimentos atraentes além do mundo das ações e dos títulos de renda fixa.

David Swenson, diretor executivo de investimento na Universidade Yale desde 1985, parecia ter a resposta. No pico do mercado altista, ele escreveu um livro, *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment*, que defendeu as qualidades de ativos "não tradicionais" (com frequência ilíquidos), como *private*

equity, venture capital, imóveis, madeira e hedge funds. Consequentemente, os *hedge funds, pools* de dinheiro de investimento que pode ser reinvestido de qualquer modo que os gestores do fundo considerarem adequado, experimentaram um *boom*.³⁷ De meros US\$ 100 bilhões em 1990, os ativos dos *hedge funds* cresceram para mais de US\$ 1,5 trilhão em 2007.

Mas a onda dos ativos para os *hedge funds* impulsionaram os preços de vários ativos não convencionais para níveis nunca vistos. Jeremy Grantham, um bem-sucedido gestor de recursos financeiros na GMO e outrora grande incentivador de investimentos não convencionais, afirmou em abril de 2007: “Depois desses movimentos, os ativos mais diversificados e exóticos estão extremamente supervalorizados”.³⁸

RUMORES DA CRISE FINANCEIRA

Das cinzas do colapso tecnológico de 2000-2002, o mercado acionário quase dobrou, da baixa de 7.286 em 9 de outubro de 2002 para a maior alta de todos os tempos de 14.165, exatamente cinco anos depois de 9 de outubro de 2007. Diferentemente do pico do *boom* tecnológico, quando as ações S&P 500 estava sendo vendidas por 30 vezes o lucro, não houve nenhuma supervalorização no pico de mercado de 2007; as ações eram vendidas pelo valor bem mais modesto de 16 vezes o lucro.

Mas havia sinais de que nem tudo estava bem. O setor financeiro, que no mercado altista tornara-se o maior setor do índice S&P 500, atingiu o pico em maio de 2007, e o preço de vários bancos de grande porte, como Citi e BankAmerica, seguiu uma queda contínua ao longo do ano.

Outros acontecimentos agourentos partiram do mercado imobiliário. Os preços dos imóveis, depois de quase triplicar na década anterior, atingiram o pico no verão de 2006 e estavam tendendo para baixo. De repente, as hipotecas *subprime* experimentaram grandes inadimplências. Em abril de 2007, a New Century Financial, importante concessionária de empréstimos *subprime*, entrou com pedido de falência, e em junho o Bear Stearns informou os investidores de que estava suspendendo os resgates de seu High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund, um fundo cujo nome é tão complexo quanto os títulos que mantinha.

A princípio, o mercado ignorou esses acontecimentos, mas em 9 de agosto de 2007, quando o BNP Paribas, maior banco da França, interrompeu os resgates em seus fundos hipotecários, os mercados acionários mundiais caíram acentuadamente. As ações se restabeleceram quando o Fed reduziu a taxa dos fundos federais em 50 pontos-base em uma reunião de emergência em agosto e em mais 50 pontos-base em sua reunião regular em setembro.

Contudo, 2008 não trouxe nenhum alívio para os problemas das *subprime*. O Bear Stearns, que havia sido obrigado a reincorporar um volume crescente de hipotecas *subprime* em seus balanços patrimoniais, começou a experimentar problemas de financiamento, e o preço de suas ações despencou. Em 17 de março de 2008, o Federal Reserve, em um esforço para proteger o Bear contra uma falência iminente, providenciou uma venda de emergência de todos os ativos do Bear Stearns para o JPMorgan pelo preço de US\$ 2 (posteriormente aumentado para US\$ 10) por ação, quase 99% abaixo de sua alta de US\$ 172,61 atingida em janeiro do ano anterior.

Princípio do fim do Lehman Brothers

Mas o Bear Stearns foi apenas o antepasto desse mercado baixista, e o prato principal estava a caminho. O Lehman Brothers, fundado na década de 1850, tinha uma história célebre que incluía a abertura de capital de grandes empresas como Sears, Woolworth's, Macy's e Studebaker. Sua lucratividade disparou depois que seu capital foi aberto em 1994 e, em 2007, a empresa divulgou seu quarto ano consecutivo de lucratividade recorde, visto que suas receitas líquidas haviam atingido US\$ 19,2 bilhões e o número de funcionários aproximava-se de 30.000.

Mas o Lehman Brothers, tal como Bear Stearns, estava envolvido com o mercado *subprime* e outros investimentos imobiliários alavancados. Seu preço afundou de um valor acima de US\$ 40 para US\$ 20 por ação quando o Bear fundiu-se com o JPMorgan em março. O Lehman era famoso por financiar grandes transações imobiliárias, cobrando taxas significativas quando os investidores vendiam e refinanciavam imóveis comerciais por preços ainda mais altos. A Blackstone, outra grande empresa de investimento que abriu seu capital em julho de 2007, comprou a Sam Zell's Equity Office Property por US\$ 22,9 bilhões nesse mesmo mês, e passou a cobrar altas taxas para colocar quase todas as propriedades antes que o mercado entrasse em colapso.

O Lehman sentia-se confiante, não obstante o caos que envolvia o mercado de *subprime*. Muitos analistas estavam convencidos de que os imóveis comerciais não haviam experimentado o excesso de construções que infestou o setor residencial. Na verdade, os preços dos imóveis comerciais continuaram subindo satisfatoriamente depois que o mercado atingiu o pico. Ao reagir favoravelmente a taxas de juros mais baixas, o índice REIT Dow Jones de todos os fundos de investimento imobiliário negociados publicamente atingiu o pico em fevereiro de 2008, quatro meses depois do mercado geral e mais de um ano depois que os maiores bancos comerciais atingiram seu ponto máximo.³⁹

Em maio, assim que os preços dos imóveis comerciais chegaram ao pico, o Lehman financiou uma enorme participação de US\$ 22 bilhões no Archstone-Smith Trust, com a expectativa de transferir as propriedades para os compradores, do mesmo modo que Blackstone havia feito alguns meses antes.⁴⁰ Mas no jogo infantil da dança de cadeiras a música cessou no verão de 2008. A Blackstone ficou exatamente com a última cadeira na sala de negociações imobiliárias, mas o Lehman foi deixado em pé. Em 15 de setembro de 2008, quando Richard Fuld, diretor executivo do Lehman, apressou-se para encontrar um comprador de última hora, o Lehman Brothers, uma empresa de investimento que havia prosperado durante mais de um século e meio, entrou com pedido de falência. O Lehman, até então o maior banco da história dos Estados Unidos, registrou um recorde de US\$ 613 bilhões em passivos. Do mesmo modo que a Grande Quebra de 1929 principiou a Grande Depressão da década de 1930, a quebra do Lehman Brothers em 2008 precipitou a maior crise financeira e a mais profunda contração econômica que o mundo testemunhara em quase um século.

A grande crise financeira de 2008

Origem, impacto e legado

Com relação à Grande Depressão. Vocês estão certos, nós a criamos. Sentimos muito. Mas graças a vocês, não faremos isso novamente.

— BEN BERNANKE, 8 DE NOVEMBRO DE 2002,
NA CELEBRAÇÃO DO NONAGÉSIMO ANIVERSÁRIO
DE MILTON FRIEDMAN

A SEMANA QUE ABALOU OS MERCADOS MUNDIAIS

Era apenas quarta-feira, 17 de setembro, mas eu já havia enfrentado uma semana exaustiva tentando dar sentido à agitação dos mercados financeiros. Na segunda, as ações surpreenderam os investidores ao abrirem em alta, não obstante as notícias no domingo à noite sobre a falência do Lehman Brothers, a maior da história americana. Sem nenhuma ajuda governamental em vista, o Lehman Brothers, empresa de investimento de 150 anos que havia sobrevivido à Grande Depressão, dessa vez não teve chance.

Contudo, essa abertura promissora foi rapidamente contra-atacada por rumores de que empresas importantes não cobririam as transações dos clientes do Lehman, desencadeando um estado de ansiedade nos mercados.¹ Quando os ganhos da manhã de segunda transformaram-se em perdas, os mercados financeiros se viram envoltos em medo. Os investidores se perguntavam: que ativos eram seguros? Que empresa seria a próxima a falir? E poderia a crise ser contida? Os prêmios de risco dispararam no momento em que os credores afastaram-se de todos os mercados de crédito, com exceção dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos.² No final do dia, o índice industrial Dow Jones havia caído mais de 500 pontos.

No dia seguinte, os especuladores investiram contra a AIG, a maior e mais lucrativa seguradora do mundo. O preço unitário das ações da AIG, que havia chegado a quase US\$ 60 um ano antes, despencou para menos de US\$ 3 em comparação com o preço de fechamento de mais de US\$ 10 da sexta-feira anterior. O colapso da AIG reduziu acentuadamente o preço das ações; porém, alguns *traders* conjecturaram – corretamente, pelo que se viu depois – que o Fed não poderia correr o risco de deixar outra importante empresa financeira afundar, e no final do dia o mercado se estabilizou. Aliás, após o fechamento das negociações, o Fed anunciou que havia emprestado US\$ 85 bilhões à AIG, evitando outra falência capaz de abalar o mercado. A decisão do Fed de socorrer a AIG foi uma virada excepcional, visto que uma semana antes o presidente Ben Bernanke havia recusado o pedido de empréstimo de US\$ 40 bilhões dessa gigante de seguros.

Mas essa crise estava longe de acabar. Depois que os mercados fecharam na terça, o Reserve Primary Money Market Fund, de US\$ 36 bilhões, fez uma declaração um tanto

fatídica. Como o preço dos títulos do Lehman mantidos por esse fundo monetário havia se reduzido a zero, o Reserve “quebraria o dólar” e pagaria aos investidores apenas 97 centavos do dólar.³

Embora outros fundos monetários tenham garantido aos investidores que não mantinham nenhuma dívida do Lehman e honrariam o valor total de todos os resgates, estava claro que essas declarações fariam pouco para acalmar a ansiedade dos investidores. O Bear Stearns havia tranquilizado repetidas vezes os investidores de que tudo estava bem antes de o Fed forçar a empresa então em crise a se fundir com o JPMorgan seis meses antes. De modo semelhante, exatamente uma semana antes de entrar com pedido de falência, Richard Fuld, diretor executivo do Lehman havia dito aos investidores que tudo estava bem e culpado os vendedores a descoberto de forçar o preço de suas ações para baixo.

A GRANDE DEPRESSÃO PODERIA OCORRER NOVAMENTE?

Naquela quarta-feira, voltei ao meu escritório depois do almoço e examinei a tela da Bloomberg. Sim, as ações estavam em queda novamente, e isso não me surpreendeu. Mas o que chamou minha atenção foi o rendimento das letras do Tesouro dos Estados Unidos. Um leilão do Tesouro de letras de três meses, conduzido no início da tarde, atraiu um número tão grande de inscrições, que os compradores fizeram com que a taxa de juros caísse centésimos de 1%.

Eu havia monitorado rigorosamente os mercados durante quase 50 anos, como a crise da poupança e dos empréstimos na década de 1970, a quebra do mercado acionário de 1987, a crise asiática, a crise do Long-Term Capital Management, a inadimplência da Rússia, os ataques terroristas de 11 de setembro e várias outras crises. Mas nunca havia visto uma tal corrida dos investidores a títulos do Tesouro. A última vez em que os rendimentos das letras do Tesouro reduziram-se a zero havia sido durante a Grande Depressão, 75 anos antes.⁴

Meus olhos voltaram-se novamente para a tela à minha frente e senti um frio na espinha. Seria isso um *replay* de um período que nós, economistas, imaginávamos morto e enterrado? Poderia ser o início da segunda “Grande depressão”? Os formuladores de políticas seriam capazes de prevenir a repetição dessa catástrofe financeira e econômica?

Nos meses seguintes, as respostas a essas perguntas começaram a surgir. O Federal Reserve implementou programas agressivos para evitar outra depressão. Mas os distúrbios de crédito que se seguiram à falência do Lehman provocaram a mais profunda contração econômica do mundo e o mais profundo declínio nos preços das ações desde a Grande Depressão. E a recuperação em relação à “Grande Recessão”, nome pelo qual essa crise econômica ficou conhecida, foi uma das mais lentas da história americana, o que levou muitas pessoas a perguntar se o futuro da economia dos Estados Unidos algum dia poderia ser tão brilhante quanto parecia quando o índice industrial Dow Jones ultrapassou 14.000 pontos em outubro de 2007.

A CAUSA DA CRISE FINANCEIRA

A Grande Moderação

O pano de fundo econômico da crise financeira de 2008 foi a “Grande Moderação”, nome que os economistas deram ao período econômico notadamente longo e estável que precedeu a Grande Recessão. A volatilidade das principais variáveis econômicas, como as mudanças trimestrais no PIB real e nominal, teve uma queda de aproximadamente 50% durante o período de 1983 a 2005 em comparação com os níveis médios que se evidenciaram desde a Segunda Guerra Mundial.⁵ Embora parte dessa estabilidade tenha sido imputada ao crescimento do setor de serviços e a avanços no controle de estoque que moderaram o “ciclo de estoque”, para muitos essa menor volatilidade econômica deveu-se à eficácia crescente da política monetária, principalmente daquela praticada durante o mandato de Alan Greenspan, presidente do Fed, entre 1986 e 2006.

Como seria de esperar, os prêmios de risco de vários instrumentos financeiros diminuíram acentuadamente durante a Grande Moderação porque os investidores acreditavam que uma medida imediata do banco central frustraria qualquer impacto austero sobre a economia. Aliás, a recessão de 2001 reforçou a opinião do mercado de que a economia estava mais estável. Essa recessão foi bastante branda em comparação com os padrões históricos, não obstante a explosão da grande bolha de tecnologia em 2000 e a retração do consumo após os ataques terroristas de 11 de setembro.

A estabilidade econômica incomum que precedeu a Grande Recessão foi muito semelhante à da década de 1920, um período de calma anterior à quebra do mercado acionário de 1929 e à Grande Depressão. O desvio padrão das mudanças na produção industrial de 1920 a 1929 foi inferior à metade do desvio nos 20 anos precedentes, parecido com o que ocorreu durante a Grande Moderação. Na década de 1920, muitos economistas, incluindo o influente Irving Fisher, da Universidade Yale, atribuíram essa maior estabilidade ao Federal Reserve, tal como o fizeram os economistas antes da recente crise financeira. E na década de 1920 os investidores também acreditavam que o Federal Reserve, criado na década precedente, poderia “amparar” a economia no caso de uma crise e moderar qualquer retração.

Infelizmente, o maior apetite por ativos de risco durante uma conjuntura econômica estável pode armar o palco para uma crise mais severa. O arrefecimento da atividade econômica, que, em tempos normais seria bem tolerado, pode assoberbar facilmente os tomadores de empréstimo altamente alavancados que têm pouca proteção em um declínio do mercado.

Alguns economistas acreditam que o ciclo dos prêmios de risco declinantes e da alavancagem crescente é a principal causa das flutuações econômicas. Hyman Minsky, professor de economia da Universidade de Washington em Saint Louis, formulou a “hipótese de instabilidade financeira”,⁶ na qual ele acreditava que longos períodos de estabilidade econômica e de elevação nos preços dos ativos atraíram não apenas especuladores e investidores de “momentum”, mas também trapaceiros envolvidos em esquemas Ponzi que ludibriam os investidores comuns que desejam antecipar mudanças ascendentes do mercado. As teorias de Minsky nunca ganharam muita aceitação junto aos principais economistas porque ele não as formulou de uma forma acurada. Contudo, Minsky exerceu um forte impacto sobre vários profissionais, incluindo o finado Charles Kindleberger, professor de economia do MIT cujas cinco edições de *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* atraíram um imenso séquito.

Hipotecas subprime

Diferentemente de 1929, quando a desenfreada concessão de empréstimos com garantia no mercado acionário ascendente contribuiu para a crise financeira, a principal causa da crise financeira de 2008 foi o rápido crescimento das hipotecas *subprime* e de outros títulos imobiliários que passaram a integrar o balanço patrimonial de instituições financeiras extremamente grandes e altamente alavancadas. Quando os imóveis tomaram a direção oposta e os preços desses títulos despencaram, as empresas que haviam tomado empréstimo foram arremessadas em uma crise que levou algumas à falência, outras a se fundirem com empresas mais sólidas e algumas outras a procurar o socorro financeiro do governo para assegurar sua sobrevivência.⁷

Muitos investidores acolheram favoravelmente esses títulos hipotecários de alto prêmio, acreditando que a Grande Moderação e a “proteção” do Federal Reserve haviam diminuído de forma significativa o risco de inadimplência desses títulos. Contudo, a proliferação desses títulos acelerou quando as principais agências de classificação, como Standard & Poor’s e Moody’s, atribuíram-lhes classificações altas. Isso possibilitou que centenas de bilhões de dólares em títulos garantidos por hipotecas fossem vendidos no mundo inteiro para fundos de pensão, municípios e outras organizações que procuravam apenas investimentos de renda fixa da mais alta qualidade. E isso também seduziu várias empresas

de Wall Street que desejavam adquirir títulos com rendimento mais alto, atraídas por sua classificação AAA.

Embora alguns presumam que os bancos de investimento pressionaram as agências a atribuir a esses títulos a classificação de baixo risco de crédito, para que assim os bancos pudessem ampliar seu *pool* de compradores em potencial, na verdade eles foram classificados por técnicas estatísticas bastante semelhantes às utilizadas para avaliar outros títulos. Infelizmente, essas técnicas eram pouco adequadas para analisar a probabilidade de inadimplência em um mercado habitacional em que os preços dos imóveis se elevavam bem acima dos fundamentos.

O erro de classificação decisivo

A Figura 2.1 é uma representação gráfica anual dos preços de moradia desde o final da Segunda Guerra Mundial, mensurados com e sem desconto da inflação. O período de 1997 a 2006 foi marcado por um ritmo crescente na valorização dos imóveis, em termos tanto reais quanto nominais. Ao longo desses anos, os preços nominais de moradia, com base na avaliação do índice Case-Shiller de 20 comunidades metropolitanas, quase triplicaram e os preços reais de moradia tiveram uma elevação de 130%, bem acima do aumento ao longo da década de 1970 e superior às elevações recordistas precedentes que se deram imediatamente após a Segunda Guerra Mundial.

Antes do *boom* nos preços de moradia, as hipotecas convencionais baseavam-se em um índice de valor de empréstimo/valor de mercado de 80% e a capacidade creditícia do tomador de empréstimo era importante para o credor. Isso porque o preço de uma residência particular, ou mesmo o preço médio das casas em regiões geográficas específicas, podia cair mais de 20% e, portanto, prejudicar o valor da garantia do credor.

Mas e se as hipotecas de várias e diferentes localidades pudessem ser agrupadas para formar um título capaz de diminuir consideravelmente o risco de flutuações imobiliárias locais? Desse modo, o preço dos ativos subjacentes que garantem o título deveria ser semelhante à série de preços nominais mostrada na Figura 2.1, os quais – até 2006 – evidenciaram um movimento negativo bastante pequeno. Na verdade, antes de 1997, o índice de moradia nominal nacional havia caído apenas em três anos específicos: dois desses declínios foram inferiores a 1,0% e o terceiro, do segundo trimestre de 1990 ao segundo trimestre de 1991, foi de 2,8%. Portanto, com base em dados históricos pós-guerra, parece não ter havido nenhum período em que o índice de preço imobiliário de âmbito nacional chegou ao menos a se aproximar do declínio de 20% necessário para interferir na garantia da hipoteca convencional.^{8,9}

A Standard & Poor's, a Moody's e outras agências de classificação analisaram essa série histórica de preços de moradia e realizaram testes estatísticos para avaliar o risco e retorno desses títulos. Com base nesses estudos, elas divulgaram que a probabilidade de a garantia por trás de uma carteira de hipotecas residenciais diversificada nacionalmente ser violada era praticamente zero. Os departamentos de administração de vários bancos de investimento concordaram com essa conclusão.



Figura 2.1 Preços nominais e reais de moradia nos Estados Unidos, 1950-2012.

Uma conclusão igualmente importante alcançada por essa análise foi de que, na medida em que o valor do imóvel subjacente à hipoteca quase sempre ultrapassaria o da hipoteca, a capacidade creditícia do tomador não deveria ser importante para o credor. Se o tomador ficar inadimplente, o credor pode tomar a propriedade e vendê-la por um valor superior ao do empréstimo. Dessa forma, as agências de classificação identificavam esses títulos com “AAA”, ignorando a capacidade creditícia do comprador de casa própria. Essa suposição impulsionou a venda de centenas de bilhões de dólares em hipotecas *subprime* e outras hipotecas “não convencionais” com pouca ou nenhuma documentação de crédito de garantia, desde que o empréstimo fosse garantido por um *pool* de hipotecas diversificadas geograficamente.

Algumas agências sabiam que as classificações de crédito altas para essas hipotecas dependiam da valorização contínua e de um baixo risco de queda nos preços das moradias. Isso é evidenciado pelo seguinte diálogo entre um membro da First Pacific Advisors, empresa de consultoria de investimento da Califórnia, e a agência de classificação Fitch em junho de 2007, tal como revelado por Robert Rodriguez, diretor executivo da First Pacific:

Meu colega perguntou [a Fitch], “Quais são os principais determinantes de seu modelo de classificação?”.

Eles [Fitch] responderam, as pontuações [de crédito] da FICO e as valorizações baixas ou intermediárias de um único dígito nos preços de moradia, tal como se deu nos últimos 50 anos.

Meu colega então perguntou: “E se a valorização dos preços de moradia se mantiver constante durante um longo período?”.

Eles responderam que o modelo de classificação começaria a colapsar.

Ele então perguntou: “E se a valorização dos preços de moradia diminuísse de 1% para 2% durante um longo período?”.

Eles responderam que o modelo colapsaria completamente. “Com 2% de depreciação, até que nível a escala de classificação seria prejudicada?”, perguntou meu colega.

Eles responderam que isso poderia atingir a fatia AA ou AAA.¹⁰

É necessário ressaltar que na época que esse diálogo ocorreu os preços de moradia já haviam caído 4% em relação ao ano anterior, uma queda superior a de qualquer outro período pós-guerra. Desse modo, um cenário de preços de moradia decrescentes tornou-se

altamente provável. Contudo, essa probabilidade não foi incorporada nas classificações de crédito desses títulos.

Tal como a Fitch previu no diálogo anterior, à medida que os preços de moradia diminuía, as classificações desses títulos hipotecários degeneravam rapidamente. Em abril de 2006, poucos meses antes do pico nos preços de moradia, o Goldman Sachs vendeu aos investidores doze títulos hipotecários, dos quais dez haviam sido originalmente classificados como investimento com baixo risco de crédito e três como AAA. Por volta de setembro de 2007, sete das dez *tranches* (fatias) originais com baixo risco foram rebaixadas para o *status* de alto risco e quatro foram totalmente eliminadas.¹¹

A bolha imobiliária

O que deveria ter alertado as agências de classificação de que a elevação constante dos preços de moradia não poderia continuar está demonstrado na Figura 2.2. O índice de preços de moradia em relação à renda familiar média permaneceu em um intervalo apertado de 2,5 e 3,1 de 1978 a 2002, mas depois aumentou acentuadamente e acabou ficando acima 4,0 em 2006, quase 50% superior aos níveis anteriores.

Mas o fato de o preço de um ativo ficar acima de seus fundamentos econômicos não significa que exista uma “bolha”. Os investidores devem reconhecer que pode haver mudanças estruturais que justificam a elevação de preço. Aliás, houve períodos na história em que os preços distanciaram-se dos fundamentos, mas foram totalmente justificados por mudanças na conjuntura econômica. Um episódio desse tipo, que descreverei no Capítulo 11, é a relação entre o rendimento de dividendos das ações e a taxa de juros das dívidas de longo prazo do Tesouro.

Entre 1871 e 1956, o rendimento de dividendos ficou invariavelmente acima do rendimento das dívidas e isso foi considerado necessário porque as ações eram vistas como mais arriscadas do que as dívidas. A estratégia de vender ações quando o *spread* diminuía e de comprá-las quando ele aumentava foi lucrativa durante várias décadas.



Figura 2.2 Índice de preços de moradia nos Estados Unidos em relação à renda familiar média, 1978-2012.

Contudo, quando os Estados Unidos abandonaram o padrão-ouro, a inflação crônica começou a ser incorporada na taxa de juros e em 1957 as taxas ficaram acima do

rendimento de dividendos das ações e assim se mantiveram por mais de meio século. Aqueles que venderam ações e compraram títulos de dívida em 1957 quando esse indicador fundamentalista emitiu o alerta “Venda!” obtiveram retornos insatisfatórios porque as ações se demonstraram muito mais bem protegidas contra a inflação e ofereceram retornos mais altos do que os investimentos de renda fixa.

De uma maneira semelhante, havia motivos plausíveis para a elevação dos preços dos imóveis acima de sua relação histórica com a renda familiar média no início da década de 2000. Primeiro, houve declínios significativos nas taxas de juros nominais e reais que fizeram com que o custo do financiamento habitacional ficasse extremamente baixo. Segundo, houve a proliferação de novos instrumentos hipotecários, como hipotecas *subprime* e “totalmente financiadas”, que emprestavam um valor igual – e em alguns casos superior – ao preço de compra da casa. Essas hipotecas abriram a porta para os tomadores que anteriormente não tinham capacidade creditícia para um empréstimo e ampliou de maneira significativa a demanda por habitação. A popularidade dessas hipotecas totalmente financiadas foi esclarecida pela Associação Nacional de Corretores de Imóveis (National Association of Realtors – NAR) quando, em janeiro de 2006, essa associação anunciou que 43% daqueles que compraram sua primeira residência a adquiriram com empréstimos sem entrada e que o pagamento de entrada médio equivalia a meros 2% de uma casa com preço médio de US\$ 150.000.¹²

Economistas renomados e altamente respeitados, como Charles Himmelberg, economista sênior do Federal Reserve Bank de Nova York, Chris Mayer, diretor do Centro de Pesquisa Imobiliária da Escola de Negócios da Universidade Columbia, e Todd Sidar professor associado da área imobiliária da Escola Wharton, defenderam que as taxas de juros mais baixas justificavam o alto nível dos preços imobiliários.¹³ Alguns também mencionaram o *boom* na compra de uma segunda residência, um fator que muitos imaginaram que persistiria durante anos, quando os *baby boomers* se aposentassem.¹⁴

Mas vários outros questionaram a sustentabilidade do aumento dos preços de moradia. O professor Robert Shiller, da Universidade Yale, e seu colega Karl Case, que desenvolveram os índices Case-Shiller de preços de moradia que se tornaram referência para a categoria, chamaram a atenção pela primeira vez para a bolha imobiliária em um artigo de 2003, no *Brookings Papers*, intitulado “Is There a Housing Bubble?”.¹⁵ Dean Baker, codiretor do Centro de Pesquisa Econômica e Política em Washington, também escreveu e falou amplamente sobre os perigos da bolha da habitação em 2005 e início de 2006.^{16,17} O desacordo entre os especialistas sobre se de fato existia uma bolha imobiliária deve ter alertado as agências de classificação para que se abstivessem de classificar esses títulos como se basicamente não houvesse nenhuma probabilidade de eles ficarem inadimplentes.¹⁸

Falha regulatória

A despeito dessas advertências, os órgãos reguladores em geral, e o Federal Reserve em particular, não acreditavam que a inflação nos preços de moradia representasse uma ameaça à economia e não questionaram as classificações altas atribuídas aos títulos hipotecários *subprime*. Além disso, eles não monitoraram o aumento gradativo dos títulos associados a hipotecas de risco no balanço patrimonial das principais instituições financeiras. Essas falhas deixam uma grave mancha na história da autoridade monetária americana.

É particularmente desastroso que Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve, de longe a autoridade pública mais influente em assuntos econômicos, não tenha advertido contra os riscos crescentes representados pela elevação sem precedentes nos preços da habitação. Greenspan provavelmente estava ciente da dívida *subprime* florescente e da possível ameaça que isso representava para a economia porque um de seus colegas governadores no Federal Reserve, Edward Gramlich, escreveu sobre esses instrumentos *subprime* e publicou um livro intitulado *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust* em junho de 2007.¹⁹

Alguns sustentaram que o Fed não tinha o papel de supervisão sobre as instituições financeiras não bancárias e que o impacto dos preços imobiliários mais altos estava fora de sua alçada. Mas por que então Greenspan ficou preocupado com a elevação dos preços das ações uma década antes para dar feitiço ao seu famoso discurso sobre “exuberância irracional” no Clube Econômico de Washington em dezembro de 1996? Todas as questões que afetam a estabilidade do setor financeiro são responsabilidade do Federal Reserve, tenham elas origem nos bancos ou não. A falta de preocupação de Greenspan com o aumento gradativo de ativos de risco no balanço patrimonial das empresas financeiras foi evidenciada quando ele declarou perante os comitês do congresso, em outubro de 2008, que se encontrava em um estado de choque e descrença (“*shocked disbelief*”) quanto ao fato de as principais instituições de empréstimo não terem tomado medidas para proteger o patrimônio líquido dos acionistas contra um colapso no mercado de imóveis residenciais nem neutralizado sua exposição ao risco por meio de derivativos financeiros ou *swaps* de risco de inadimplência.^{20,21}

Embora Greenspan não tenha previsto a crise financeira, eu, ao contrário de outros,²² não o responsabilizo pela origem da bolha de imóveis residenciais. Isso porque a política do Fed de aumentar lentamente as taxas de juros não foi a principal força motriz na elevação dos preços dos imóveis. A queda das taxas de juros de longo prazo, impulsionada pelo arrefecimento do crescimento econômico, a mudança de ações para dívidas nos fundos de pensão corporativos, o imenso acúmulo de reservas nos países asiáticos, particularmente na China, e a proliferação de hipotecas *subprime* e totalmente financiadas, tiveram um influência muito maior sobre a elevação dos preços imobiliários do que o nível das taxas dos fundos do Fed definido por Greenspan e pelo Comitê Federal de Mercado Aberto. Além disso, as forças que impelem os preços imobiliários para cima impõem-se em nível mundial e nas moedas das nações que têm um banco central completamente independente. Por exemplo, os preços de moradia dispararam na Espanha e na Grécia, países cuja política monetária foi estabelecida pelo Banco Central Europeu.

Superalavancagem das instituições financeiras em ativos de risco

É improvável que a elevação e queda nos preços imobiliários e os títulos garantidos por hipotecas correspondentes *por si só*s provocassem a crise financeira ou uma grave recessão, não fosse o acúmulo desses títulos no balanço patrimonial de empresas financeiras importantes. O valor total de *subprime*, “alt-A” (dívida de qualidade levemente superior à *subprime*), e das hipotecas de alto risco chegou a US\$ 2,8 trilhões no segundo trimestre de 2007.²³ Mesmo que o preço de todos esses títulos se reduzisse a zero, a perda de valor seria inferior à queda de valor das ações de tecnologia durante o colapso do *boom* das ponto-com ocorrido sete anos antes. E esse colapso do mercado, mesmo quando seguido pelas rupturas econômicas que se deram após os devastadores ataques terroristas de 11 de setembro, provocou uma recessão apenas moderada.

A grande diferença entre esses dois episódios é que, no pico do *boom* tecnológico, as empresas de corretagem e os bancos de investimento não mantinham grandes quantidades de ações especulativas, cujo preço estava fadado a despencar. Isso porque, antes da explosão da bolha das ponto-com, as empresas de investimento já haviam vendido praticamente todos os seus investimentos de risco em tecnologia.

De uma maneira marcadamente diferente, no pico do mercado imobiliário, Wall Street estava enterrada até o pescoço em dívidas relacionadas à habitação. Tal como já ressaltado, no cenário de taxas de juros declinantes, os investidores estavam ávidos por rendimentos, e esses títulos associados a hipotecas tinham taxas de juros mais altas do que as taxas de dívidas corporativas e governamentais com classificação comparável. Isso induziu os bancos de investimento, como o Bear Stearns, a vender esses títulos aos investidores com a promessa de um rendimento mais alto e uma segurança comparável.²⁴ Embora muitos bancos de investimento mantivessem esses títulos por conta própria, seus investimentos em dívida *subprime* aumentaram consideravelmente quando eles foram forçados a receber de

volta os fundos *subprime* instáveis que haviam vendido aos investidores em virtude das reclamações de que estes não estavam totalmente a par de seus riscos.²⁵

Os riscos para o sistema financeiro foram agravados quando a AIG, a maior seguradora do mundo, propôs-se a proteger centenas de bilhões de dólares em hipotecas desse tipo contra inadimplência por meio de um instrumento denominado *swap de risco de inadimplência*. Quando os preços dessas hipotecas caíram, a AIG teve de cobrir bilhões de dólares em reservas que ela não possuía. Ao mesmo tempo, os bancos de investimento que tiveram de tomar empréstimos pesados para comprar essas hipotecas constataram que seus recursos haviam secado quando os credores solicitaram de volta os empréstimos garantidos por esses ativos. A queda no valor desses títulos imobiliários precipitou a crise financeira. É provável que, se os bancos de investimento tivessem mantido as ações de tecnologia quando os preços despencaram no final de 2000, uma crise de liquidez semelhante teria ocorrido na época. Mas eles não o fizeram.

O PAPEL DO FEDERAL RESERVE NA MITIGAÇÃO DA CRISE

A concessão de empréstimos é a força vital, é o óleo que lubrifica todas as grandes economias. Em uma crise financeira, as instituições que um dia foram consideradas seguras e dignas de crédito de repente são vistas com suspeitas. Quando o Lehman faliu, propagaram-se temores de que várias outras instituições financeiras também estavam em dificuldade. Isso levou os credores a solicitar de volta seus empréstimos e a cortar suas linhas de crédito, ao mesmo tempo em que os investidores vendiam ativos de risco e tentavam aumentar o nível de ativos “seguros” em sua carteira.

Contudo, existe apenas uma entidade capaz de oferecer tal liquidez em uma época de crise: o banco central – uma instituição que Walter Bagehot, jornalista inglês do século XIX, apelidou de “credor de última instância”.²⁶ O banco central cria liquidez ao conceder reservas aos bancos que, por sua vez, emprestam ou vendem títulos ao banco central. Sob solicitação, os bancos podem transformar essas reservas em notas ou “moeda” do banco central, que são o ativo líquido supremo. Dessa forma, os bancos centrais podem responder a uma “corrida bancária”, ou ao desejo dos depositantes de resgatar seus depósitos em forma de moeda, emprestando a esses bancos qualquer quantidade de reservas garantidas por seus ativos, independentemente de a qualidade ou de o preço desses ativos ter caído.

O credor de última instância entra em ação

Após a falência do Lehman, o Fed ofereceu a liquidez desejada pelo mercado. Em 19 de setembro, três dias depois que o Reserve Primary Fund anunciou que quebraria abaixo do dólar, o Tesouro divulgou que estava assegurando a todos os fundos do mercado monetário participantes o montante total do investimento histórico. O Tesouro revelou que estava utilizando o dinheiro de seu Fundo de Estabilização Cambial, normalmente usado para transações cambiais, para garantir seu plano de seguro. Entretanto, como o Tesouro tinha apenas US\$ 50 bilhões em seu fundo, menos de 2% dos ativos nos fundos do mercado monetário, teria de depender de uma linha de crédito ilimitada do Fed para honrar sua promessa. O próprio Fed criou uma linha de crédito para estender empréstimos *nonrecourse* aos bancos por meio da compra de *commercial papers* dos fundos mútuos,²⁷ e um mês depois a Linha de Financiamento ao Investidor do Mercado Monetário foi estabelecida.

Em 29 de setembro de 2008, a Corporação Federal de Seguro de Depósito (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC) anunciou que havia firmado um acordo de compartilhamento de perdas com o Citigroup em um *pool* de empréstimos de US\$ 312 bilhões, no qual o Citigroup absorveria os primeiros US\$ 42 bilhões em perdas e a FDIC absorveria perdas acima desse valor. O Fed forneceu um empréstimo *nonrecourse* sobre os US\$ 270 bilhões remanescentes do plano. Em janeiro houve um acordo semelhante com o Bank of America correspondente a aproximadamente um terço do tamanho do anterior. Em

troca, o Citigroup emitiu para a FDIC US\$ 12 bilhões em ações preferenciais e garantias. Em 18 de setembro o Fed firmou um acordo de *swap* de US\$ 180 bilhões com os principais bancos centrais para melhorar a liquidez nos mercados financeiros globais.

Além das garantias aos fundos mútuos do mercado monetário anunciadas imediatamente após a falência do Lehman, a FDIC divulgou em 7 de outubro que estava aumentando a cobertura de seguro de depósito para US\$ 250.000 por depositante, aumento autorizado pela Lei de Estabilização Econômica de Emergência de 2008 que havia sido aprovada pelo Congresso quatro dias antes. Em 14 de outubro, a FDIC criou seu novo Programa de Garantia de Liquidez Temporária para assegurar a dívida sênior de todas as instituições garantidas pela FDIC e de suas *holdings*, bem como os depósitos em contas de depósito não remuneradas.²⁸ Em vigor, a garantia do governo a dívidas seniores na verdade assegurava todos os depósitos, visto que estes tinham prioridade na ocorrência de falência.

A única forma de a FDIC conseguir garantir os fundos fornecidos por meio dessas iniciativas políticas era contar com o apoio total do Federal Reserve. A FDIC não tem um fundo fiduciário, mas seu tamanho é uma fração ínfima dos depósitos que ela assegura.²⁹ A credibilidade da FDIC para honrar suas promessas, tal como a que o Fundo de Estabilização Cambial utilizava para “assegurar” as contas do mercado monetário, depende de uma linha de crédito ilimitada que a agência mantém com o Federal Reserve.

Por que o Federal Reserve e o presidente Bernanke tomaram todas essas medidas ousadas para garantir uma liquidez suficiente ao setor privado? Pelas lições que ele e outros economistas aprenderam com o que os bancos centrais *não* fizeram durante a Grande Depressão.

Todo macroeconomista já teve oportunidade de examinar a obra *The Monetary History of the United States*, escrita em 1963 por Milton Friedman, economista da Universidade de Chicago e ganhador do Nobel. Sua pesquisa gerou um argumento condenatório contra o Federal Reserve por não fornecer reservas ao sistema bancário durante a Grande Depressão. Não havia dúvida de que Ben Bernanke, com Ph.D. em economia e especialidade em teoria e política monetária pelo Instituto de Tecnologia de Massachusetts, estava a par da pesquisa de Friedman e determinado a evitar a repetição dos erros do Fed.³⁰ Em um discurso pronunciado no nonagésimo aniversário de Milton Friedman, em 2002, seis anos antes da crise financeira, Bernanke, dirigindo-se ao professor Friedman, afirmou: “Com relação à Grande Depressão: vocês estão certos, fizemos isso. Sentimos muito. Mas graças a vocês não faremos isso novamente”.³¹

O Lehman Brothers deveria ter sido salvo?

Embora o Federal Reserve tenha entrado em ação *após* a falência do Lehman Brothers, os economistas e analistas políticos ainda debaterão durante anos sobre se o banco central deveria ou não ter socorrido o banco. Não obstante o Federal Reserve tenha negado que tivesse plena autoridade legal para socorrer o Lehman, os fatos ditam o contrário. Em 1932, o Congresso reformou a Lei do Federal Reserve original, de 1913, acrescentando a Seção 13 (3), que postula:

Em circunstâncias incomuns e urgentes, o Conselho de Governadores do Federal Reserve System, pelo voto favorável de no mínimo cinco membros, pode autorizar qualquer banco de reserva federal, durante os períodos em que o conselho mencionado assim determinar, [...] a descontar, para qualquer indivíduo, sociedade ou corporação, notas, saques e letras de câmbio quando [eles] forem assegurados de acordo com os critérios do Federal Reserve Bank: desde que, antes de descontar [...] o Federal Reserve Bank obtenha provas de que esse indivíduo, sociedade ou corporação é incapaz de assegurar adiantamentos de crédito adequados junto a outras instituições bancárias.³²

Não há dúvida de que no fim de semana anterior à declaração de falência do Lehman Brothers ele teria direito ao empréstimo do Fed, visto que evidentemente era “incapaz de assegurar adiantamentos de crédito adequados junto a outras instituições bancárias”.

O motivo de o Fed não ter socorrido o Lehman tinha um cunho mais político do que econômico. Os resgates financeiros anteriores do governo ao Bear Stearns e às agências Fannie Mae e Freddie Mac colecionaram muitas críticas entre o público e particularmente entre os republicanos. Após o resgate financeiro do Bear Stearns, a administração Bush se pronunciou: “Chega de resgates financeiros”. O secretário do Tesouro Henry Paulson comunicou ao Lehman Brothers, logo após o resgate financeiro do Bear, que deveria pôr a casa em ordem e não esperar ajuda do Fed. Poucos dias antes do Lehman entrar em falência, o Fed havia rejeitado seu pedido de empréstimo de US\$ 40 bilhões. O secretário do Tesouro Paulson e o Fed esperavam que, com essa notificação um tanto antecipada, a falência do Lehman seria digerida pelos mercados financeiros sem rupturas significativas.³³

Mas a verdadeira questão foi que em março, quando o Tesouro advertiu o Lehman de que deveria organizar seu balanço patrimonial, já era tarde demais. O Lehman não havia apenas tomado empréstimos pesados para comprar hipotecas *subprime*; havia também acabado de conceder um empréstimo de US\$ 17 bilhões, com o Bank of America, à Tishman Speyer para a compra do Archstone-Smith Trust por US\$ 22,2 bilhões. O Lehman esperava vender a dívida a novos compradores por taxas consideráveis, de uma maneira semelhante ao que a Blackstone fez quando vendeu as propriedades de Sam Zell no pico do mercado. Mas o Lehman ficou com US\$ 5 bilhões em imóveis não vendidos em uma transação descrita por alguns como a pior já realizada pelo Lehman Brothers.³⁴ Embora o diretor executivo Richard Fuld tenha continuado a sustentar que o Lehman era solvente, os *traders* sabiam que, pelo fato de o mercado imobiliário estar em queda, o Lehman tinha poucas chances de sobreviver. A trajetória para a falência fora irrevogavelmente firmada depois que o Lehman mergulhou em títulos garantidos por hipotecas e no superaquecido mercado de imóveis.

A decisão do Fed de não socorrer a AIG foi compelida pelo caos financeiro inesperado que se seguiu imediatamente após a falência do Lehman. O Fed e o Tesouro, surpreendidos pela corrida repentina dos investidores por dinheiro e pela onda de prêmios de risco nos mercados monetários internacionais, acreditavam que outra falência que colocasse em dúvida centenas de bilhões de dólares em dívidas e *swaps* de risco de inadimplência provavelmente demoliria o sistema financeiro global. Embora a AIG, como seguradora, estivesse além da esfera de responsabilidade do Federal Reserve em comparação com o Lehman, o Fed salvou a gigante dos seguros.³⁵ Não tenho quase nenhuma dúvida de que, se a AIG tivesse falido primeiro, o pânico financeiro resultante teria forçado o Fed a resgatar o Lehman no dia seguinte.

O Programa de Alívio de Ativos Problemáticos (Troubled Asset Relief/Recovery Program – Tarp), descrito detalhadamente no próximo capítulo, não foi de forma alguma essencial para protelar a crise financeira. Isso porque todos os fundos autorizados pelo Tarp, e outros mais, não poderiam ter sido supridos pelo Federal Reserve de acordo com a legislação existente sem a aprovação do Congresso. O Tarp foi impelido por Bernanke e Paulson para obter cobertura política. Eles sabiam que os resgates financeiros seriam extremamente malquistos e queriam que o Congresso aprovasse as medidas que eles haviam tomado.

O historiador do Fed, Allan Meltzer, professor de economia na Universidade Carnegie-Mellon, afirmou que o Fed cometeu um grave erro ao alimentar a expectativa de que resgataria as instituições sistêmicas – por exemplo, o Bear Stearns, cuja falência ameaçava o sistema financeiro – e depois deixar o Lehman desmoronar.³⁶ Isso é reiterado por Charles Plosser, presidente do Federal Reserve Bank de Filadélfia, que acreditava que uma falência do Bear Stearns em março poderia ter sido absorvida pelo mercado e teria induzido outras empresas a aumentar sua liquidez, detendo um estrago maior.

Mas acredito que seja bem mais provável que, se a falência do Bear tivesse sido permitida, teria antecipado consideravelmente a corrida ao Lehman, precipitando a crise em março, e não em setembro. É inconcebível que as empresas financeiras tenham considerado o resgate do Bear Stearns pelo Fed um sinal para “se alavancar” com mais ativos de risco porque o Fed resgataria essas empresas em apuros. É necessário ressaltar que até mesmo o “resgate” do Bear exigiu a dissolução da empresa e a concessão de uma fração ínfima de seu valor contábil aos acionistas. Dois proprietários da AIG ainda estão contestando a

tomada de controle quase total da gigante dos seguros pelo governo federal quando ela foi resgatada de uma falência praticamente certa. Em 2008, já era tarde demais para as agências regulatórias deterem a crise. As agências regulatórias deveriam ter tomado medidas anos antes, quando as empresas de classificação estavam qualificando as hipotecas *subprime* como AAA e os bancos, à procura de rendimentos mais altos, começaram a aumentar sua alavancagem nesses títulos.

Reflexões sobre a crise

A superalavancagem anterior à crise financeira foi motivada pela diminuição do risco ocorrida durante o longo período de estabilidade financeira que precedeu a crise financeira, pela classificação equivocada dos títulos garantidos por hipotecas por parte das agências de classificação, pela aprovação da ampliação da aquisição de casa própria pelo *establishment* político e pela falta de supervisão por parte de organizações reguladoras fundamentais, particularmente do Federal Reserve. Mas a administração de várias dessas empresas financeiras deveria ter sido responsabilizada. Elas foram incapazes de perceber as ameaças que as abateriam assim que o *boom* de imóveis residenciais chegasse ao fim e abdicaram da responsabilidade em avaliar os riscos em relação aos técnicos que utilizavam programas estatísticos errados.

A crise financeira também derrubou o mito que cresceu em meio ao mandato de Greenspan de que o Federal Reserve poderia ajustar a economia e eliminar o ciclo econômico. Entretanto, embora não tenha percebido a fermentação da crise, o Federal Reserve agiu rapidamente para garantir a liquidez e evitar que a recessão se tornasse bem mais grave do que se revelou.

A crise financeira de 2008 é bem explicada pela seguinte analogia: não há dúvida de que os avanços da engenharia tornaram os carros de passeio bem mais seguros do que eles eram há 50 anos. Mas isso não quer dizer que o automóvel é seguro em qualquer velocidade. Hoje, uma pequena irregularidade na estrada pode atirar para o ar o automóvel mais avançado a uma velocidade de 190 km/h com a mesma certeza que um modelo mais antigo a 130 km/h. Durante a Grande Moderação, os riscos eram de fato menores e as empresas financeiras alavancaram racionalmente seu balanço patrimonial em virtude disso. Contudo, essa alavancagem tornou-se extremamente grande e bastou um aumento imprevisto no índice de inadimplência em hipotecas *subprime* – a “irregularidade na estrada” – para arremessar a economia em uma crise.

Mercados, economia e política governamental na esteira da crise

Nunca desejamos que uma crise grave seja desperdiçada. É uma oportunidade para fazer coisas importantes que, de outra forma, não poderíamos realizar.

— RAHM EMANUEL, CHEFE DE GABINETE DA CASA BRANCA
NA ADMINISTRAÇÃO DO PRESIDENTE OBAMA,
NOVEMBRO DE 2008

O choque de crédito, que reduziu acentuadamente os preços dos imóveis e fez os mercados acionários despencarem, precipitou a recessão mais profunda nas economias mundiais desenvolvidas desde a Segunda Guerra Mundial. Nos Estados Unidos, o PIB real caiu 4,3% do quarto trimestre de 2007 ao segundo trimestre de 2009, eclipsando por uma ampla margem o recorde anterior de 3,1% da recessão de 1973–1975. A recessão de 18 meses, que se estendeu de dezembro de 2007 a junho de 2009, também foi a mais longa desde a Grande Depressão de 43 meses, no início da década de 1930, visto que o desemprego atingiu 10,0% em outubro de 2009. Embora 0,8 ponto percentual abaixo do nível recorde pós-guerra de 10,8%, registrado em novembro de 1982, a taxa de desempregados permaneceu acima de 8% durante três anos, duas vezes mais longa do que na recessão de 1981–1982.

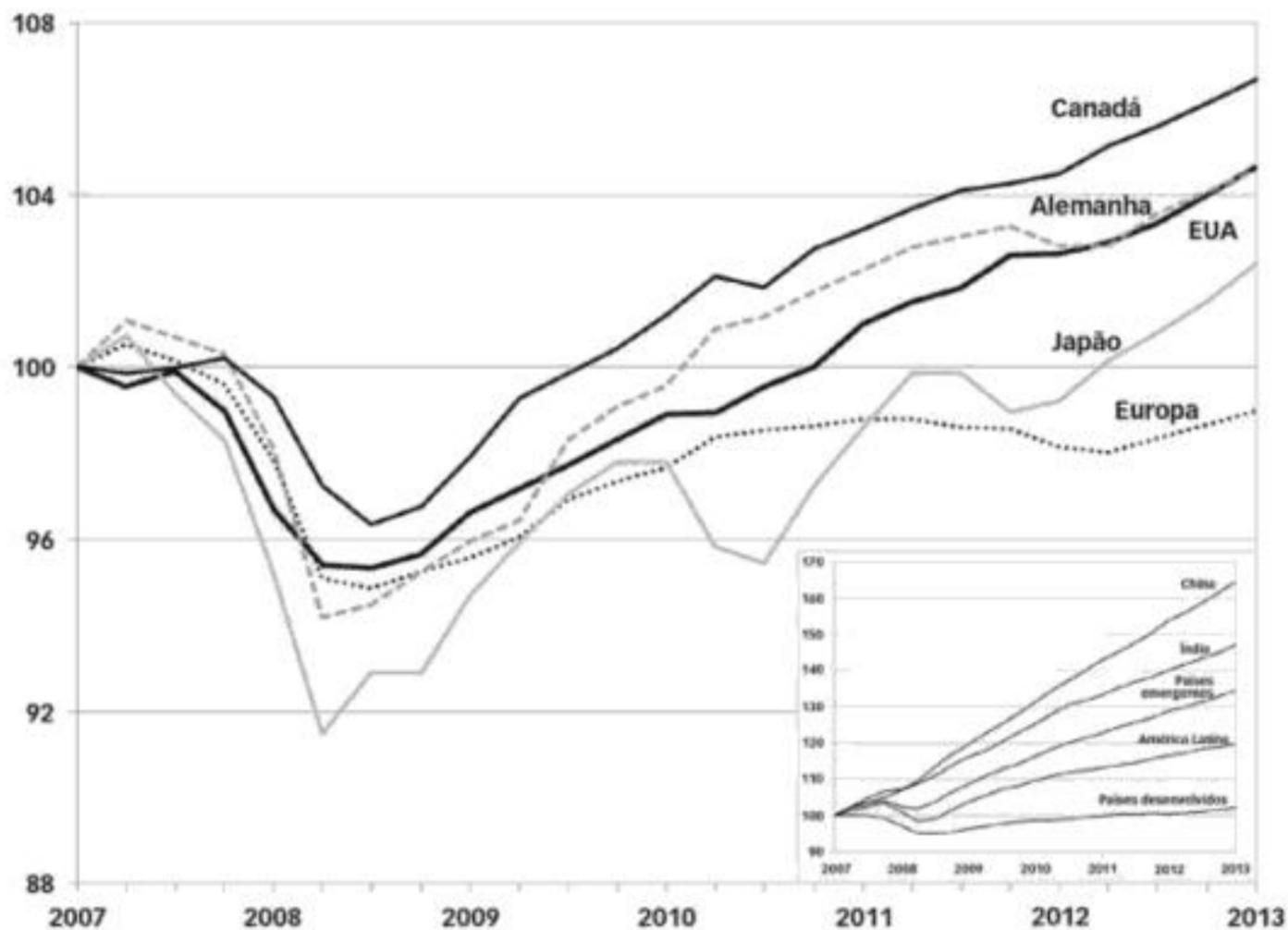


Figura 3.1 Comparações internacionais do PIB da crise financeira à Grande Recessão (quarto trimestre de 2007 = 100).

Tal como a Figura 3.1 demonstra, ainda que a crise tenha se originado nos Estados Unidos, o declínio do PIB americano foi inferior ao de grande parte do mundo desenvolvido: a produção caiu 9,14% no Japão, 5,50% na zona do euro e 6,80% na Alemanha, a maior economia da Europa. O Canadá, cujos bancos nunca haviam ficado tão superalavancados em ativos imobiliários quanto nos Estados Unidos, experimentou uma retração moderada.

A Figura 3.1 demonstra também que as economias emergentes resistiram muito mais ao choque econômico do que o mundo desenvolvido; o crescimento do PIB real arrefeceu, mas não caiu em países de rápido crescimento como a China e a Índia. Nas economias emergentes de modo geral, o PIB teve uma queda de apenas 3%; e por volta do segundo trimestre de 2009, a produção já havia ultrapassado a alta anterior. Em contraposição, foi somente no final de 2011 que os Estados Unidos recuperaram a produção perdida, ao passo que o Japão só atingiu seu pico de produção no final de 2013 e a Europa ainda estava abaixo de seu pico.

EVITANDO A DEFLAÇÃO

Não obstante a gravidade da Grande Recessão, sua intensidade de forma alguma se compara com o declínio da atividade econômica ocorrido durante a Grande Depressão na década de 1930. Nos Estados Unidos, o PIB real caiu 26,3% entre 1929 e 1933, mais de cinco vezes o declínio na Grande Recessão, e o desemprego disparou, ficando entre 25% e 30%.^{1,2} Um dos motivos da diferença entre a Grande Depressão de 1929–1933 e a Grande Recessão de 2007–2009 foi o comportamento do nível de preços. Os preços ao consumidor caíram 27% entre setembro de 1929 e março de 1933, enquanto o declínio máximo do índice de preço ao consumidor durante a Grande Recessão foi de 3,5%.³ Em março de 2010, esse índice ultrapassou seu pico pré-crise, mas foram necessários 14 anos para os preços ao consumidor voltarem ao nível de 1929, após a Grande Depressão.

A deflação agrava o ciclo econômico, visto que uma queda nos salários e nos preços aumenta o encargo da dívida, que, por sua vez, aumenta em valor real à medida que os preços caem. Os consumidores já estavam sobrecarregados com níveis de dívida recordes

em 2007, antes da crise financeira. Se os salários e os preços tivessem caído tal como ocorreu na Grande Depressão, o ônus do consumidor e a dívida hipotecária teriam sido mais de um terço superiores em termos reais, aumentando consideravelmente o número de insolvências.⁴ Esse é o motivo de a estabilização do nível de preços ter sido uma prioridade para o Federal Reserve e é uma das principais razões de as despesas de consumo e empresariais não terem diminuído tanto na recessão de 2007–2009, em comparação com o que se deu na década de 1930.⁵

O Federal Reserve foi capaz de evitar a deflação ao estabilizar a oferta de moeda. Na Grande Depressão, a oferta de moeda, avaliada como a soma da demanda e dos depósitos de poupança (M2), teve uma queda de 29% entre agosto de 1929 e março de 1933.⁶ Em contraposição, a oferta de moeda na verdade aumentou durante a crise financeira de 2008 porque o Federal Reserve elevou as reservas totais em mais de US\$ 1 trilhão. Essa medida forneceu reservas suficientes para que os bancos não fossem forçados a pedir empréstimo do mesmo modo que o foram na década de 1930. Embora certamente se possa questionar se as injeções de reserva posteriores (denominadas *afrouxamento quantitativo*) de fato ajudaram a economia, não havia praticamente nenhuma dúvida de que as provisões iniciais de liquidez eram fundamentais para estabilizar os mercados e impedir que a retração se agravasse substancialmente.

REAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS À CRISE FINANCEIRA

Ações

Não obstante as medidas tomadas pelo Federal Reserve para moderar a contração econômica, a ruptura de crédito subsequente à falência do Lehman teve um impacto devastador sobre os mercados acionários, que sofreram a pior queda em 75 anos. Nas nove semanas posteriores a 15 de setembro, o índice S&P 500 caiu 40%, para uma baixa intradiária de 740 em 21 de novembro. No final, esse índice amplo de referência despencou para uma baixa de 12 anos de 676 em 9 de março de 2009, quase 57% abaixo do pico de fechamento atingido um ano e meio antes. Embora o declínio do índice de referência tenha superado o recorde pós-guerra anterior de 48%, ocorrido entre janeiro de 1973 e outubro de 1974, ele não se aproximou da queda que prenunciou a Grande Depressão, quando as ações caíram mais de 87%.⁷ Da alta de mercado de outubro de 2007 a março de 2009, a riqueza do mercado acionário americano diminuiu em US\$ 11 trilhões, uma importância que corresponde a mais de 70% do PIB do país.

A volatilidade dos preços das ações aumentou acentuadamente, tal como ocorre em mercados baixistas. O índice de volatilidade VIX, que mede o prêmio incorporado em opções de venda e de compra no mercado acionário (medindo, em vigor, o custo para “assegurar” uma carteira de ações), disparou de menos de 10 em março de 2007, antes do princípio da crise, para cerca de 90, imediatamente após a falência do Lehman. Esse nível foi superior a qualquer outro no período pós-guerra, com exceção daquele que foi registrado logo após a quebra de mercado de 19 de outubro de 1987.⁸

Outra medida de volatilidade, o número de dias em que o mercado acionário tem uma alta ou baixa de 5% ou mais, aumentou sensivelmente para níveis não atingidos desde o início da década de 1930. Entre a falência do Lehman em 15 de setembro e 1º de dezembro, houve nove dias em que o índice industrial Dow Jones caiu pelo menos 5% e seis dias em que aumentou em 5% ou mais. Com exceção da década de 1930, quando se testemunharam variações de 5% ou mais em um recorde de 78 dias, esses 15 dias de oscilações de 5% ou mais superaram o total de qualquer outra década desde 1890.⁹

A queda repentina dos mercados acionários americanos teve repercussão no exterior. Ao redor do mundo, o mercado acionário perdeu uma riqueza de US\$ 33 trilhões, em torno da metade do PIB anual mundial.¹⁰ Em moeda local, o índice EAFE do Morgan Stanley para mercados desenvolvidos não americanos teve uma queda de magnitude quase idêntica à dos Estados Unidos. Contudo, em virtude da valorização do dólar durante o período, a queda total foi de 62% em dólar. As ações dos mercados emergentes caíram 64% em dólar,

embora tenham caído menos na moeda local porque a moeda de quase todos os mercados emergentes, com exceção do iuane chinês, teve uma depreciação em relação ao dólar.¹¹

O declínio nos mercados acionários emergentes foi quase idêntico ao experimentado durante a crise financeira asiática em 1997–1998. Porém, nas baixas de 2009, os índices dos mercados emergentes permaneceram bem acima dos níveis alcançados no fundo do mercado baixista de 2002. Isso contrasta com os Estados Unidos e a maioria dos outros mercados desenvolvidos que tiveram uma queda inferior às suas quedas no mercado baixista de 2002.

Determinados setores acionários que se mantiveram bem nos primeiros estágios da queda de mercado caíram acentuadamente com o congelamento dos mercados de crédito. Os fundos de investimento imobiliário (*real estate investment trusts* – REITs) são um bom exemplo. Os investidores, que passaram a comprá-los em virtude de seu rendimento, a princípio alocaram nessas ações quando as taxas de juros diminuíram, e na verdade os REITs tiveram uma recuperação na semana após a falência do Lehman. Contudo, com o temor entre os investidores de que os credores refreassem as linhas de crédito, em média os REITs registraram uma perda surpreendente de dois terços de seu valor nas dez semanas seguintes e tiveram uma queda total de 75% quando o mercado baixista chegou ao fim em março de 2009. Os fundos imobiliários que foram financiados por empréstimos de curto prazo ou que fizeram uma alavancagem extra durante o *boom* na tentativa de incrementar os rendimentos para os investidores foram atingidos particularmente em cheio.¹²



Figura 3.2 O S&P 500 e a Libor – *spread* dos fundos federais na crise financeira, janeiro de 2007 a junho de 2013.

O setor financeiro do S&P 500 registrou uma queda de 84% entre seu pico em maio de 2007 e seu vale em março de 2009, extinguindo em torno de US\$ 2,5 trilhões em ações. O declínio percentual foi superior à queda de 82,2% experimentada no setor de tecnologia do S&P 500 de 2000 a 2002. Contudo, como as avaliações do setor de tecnologia no período de pico eram três vezes superiores à do setor financeiro, os valores acionários perdidos na quebra do setor tecnológico foram bem maiores – US\$ 4 trilhões.¹³ Entretanto, embora a quebra do setor tecnológico tenha liquidado os cinco anos precedentes de ganhos totais do mercado acionário, a crise financeira destruiu 17 anos de ganhos, diminuindo os preços das ações para os níveis de 1992.

Muitas empresas financeiras tiveram uma queda bem superior à média de 84% do setor. Do pico ao vale, o Bank of America perdeu 94,5% do valor de mercado de suas ações, o

Citibank perdeu 98,3% e a AIG registrou uma perda surpreendente de 99,5%.¹⁴ Os acionistas do Lehman Brothers e do Washington Mutual e um grande número de instituições financeiras menores perderam tudo, ao passo que os acionistas da Fannie Mae e Freddie Mac, empresas gigantes garantidas pelo governo que abriram seu capital no início da década de 1980, ainda mantêm uma chama de esperança de que possam recuperar parte de seu capital.¹⁵ Muitos bancos internacionais se saíram igualmente mal em comparação com os bancos americanos. Do pico ao vale, o Barclays teve uma queda de 93%, o BNP Paribas, de 79%, o HSBC, de 75%, e o UBS, de 88%. O Banco Real da Escócia, que precisou de um empréstimo do Banco da Inglaterra para sobreviver, registrou uma queda de 99%.

A queda percentual no índice S&P 500 superou o declínio nos lucros operacionais das empresas que o índice engloba. Os lucros operacionais do S&P 500 tiveram uma queda de 57% – de um recorde de US\$ 91,47, no período de 12 meses finalizado em 30 de junho de 1997, para US\$ 39,61, no período de 12 meses finalizado em 30 de setembro de 2009. Porém, o declínio nos lucros divulgados foi bem maior: em virtude da queda recorde de US\$ 23,25 nas empresas S&P 500 no quarto trimestre de 2008, os lucros divulgados de 12 meses do S&P 500 caíram de uma alta de US\$ 84,92 em 1997 para apenas US\$ 6,86 no período de 12 meses finalizado em 31 de março de 2009. Esse declínio de lucro de 92% superou o declínio de 83% ocorrido na Grande Depressão entre 1929 e 1932.¹⁶

A enorme depreciação por parte das empresas financeiras foi a principal causa da devastadora queda de lucro do S&P 500 em 2008 e 2009. Ao calcular os lucros do índice S&P 500, faz parte da política da Standard & Poor's somar todos os lucros e prejuízos de cada empresa, dólar por dólar, e comparar os lucros agregados com o valor agregado da carteira S&P 500 para calcular o P/E do índice. O prejuízo de US\$ 61 bilhões da AIG no quarto trimestre, que teve um peso inferior a 0,2% no índice, mais do que extinguiu os lucros totais das 30 empresas mais lucrativas do S&P 500, que compunham quase metade do valor do índice. O método da S&P de agregar os lucros das empresas dólar por dólar subestima os lucros e superestima enormemente o P/E do índice durante as recessões, momento em que poucas empresas divulgam perdas muito grandes.¹⁷ Na verdade, os lucros corporativos agregados após os impostos, com base nas contas nacionais de renda e produto, tiveram uma queda de apenas 24% no período de 12 meses finalizado em 30 de junho de 2007, até o ano finalizado em 31 de março de 2009.

Imóveis

Ressaltei que o acúmulo de ativos imobiliários e de ativos relacionados a imóveis nas carteiras das instituições financeiras altamente alavancadas foi a principal causa da crise financeira. O Federal Reserve divulgou em seu relatório trimestral sobre o fluxo dos fundos (Flow of Funds Report) que do terceiro trimestre de 2007 ao primeiro trimestre de 2009 o valor do setor de imóveis residenciais caiu de US\$ 24,2 trilhões para US\$ 17,6 trilhões, um declínio de 27%. O índice de preços de imóveis residenciais teve uma queda de 26% de acordo com o índice Case-Shiller de 20 áreas metropolitanas¹⁸ e os preços dos imóveis comerciais registraram um declínio de 41% entre outubro de 2007 e novembro de 2009.¹⁹

As flutuações nos preços imobiliários tiveram um impacto significativo sobre a economia. Estima-se que os consumidores usaram entre 25% e 30% dos empréstimos hipotecários residenciais durante o *boom* imobiliário de 2002 a 2006.²⁰ Visto que esses empréstimos giravam em torno de 2,8% do PIB, o incremento nos gastos, alimentado pela elevação do valor das hipotecas residenciais, contribuiu com $\frac{3}{4}$ ponto percentual ou um quarto da taxa de crescimento anual da economia americana durante esse período. Após 2008, a queda nos preços dos imóveis diminuiu o consumo e contribuiu significativamente para a lenta recuperação da Grande Recessão.

Mercados de dívidas do Tesouro

Após a falência do Lehman, a grande busca por segurança reduziu o rendimento das letras do Tesouro a zero e a um nível ainda mais baixo. Em 4 de dezembro de 2008, a taxa das letras de 90 dias caiu para menos de 1,6 ponto-base, a maior baixa de todos os tempos.²¹ A enorme demanda por títulos do Tesouro estendeu-se para prazos mais longos, visto que as notas de dez anos do Tesouro dos Estados Unidos caíram para quase 2% no final de 2008. O rendimento dos títulos de longo prazo do Tesouro continuaram caindo por mais quatro anos e os títulos de dez anos atingiram uma baixa de 1,39% em julho de 2012.

Durante a crise, o Federal Reserve não apenas ofereceu liquidez aos mercados, mas também diminuiu acentuadamente a taxa dos fundos federais. O Fed reduziu a taxa-alvo dos fundos de 2% para 1,5% em uma reunião de emergência em 23 de outubro de 2008 e depois para 1% em sua reunião regular de novembro. Em 16 de dezembro, como as condições continuaram piorando, o Comitê Federal de Mercado Aberto reduziu a taxa dos fundos federais para sua maior baixa de todos os tempos, entre 0% e 0,25%; e no final de 2013, a taxa dos fundos permaneceu nesse nível, o período mais longo desde a Segunda Guerra Mundial em que ela se manteve inalterada.

Embora as garantias do Federal Reserve para os depósitos bancários e os fundos do mercado monetário tenham interrompido o pânico de liquidez, o Fed não conseguiu impedir as ondas de choque que reverberaram nos mercados de crédito. Ainda que as taxas de longo prazo do Tesouro tenham caído consideravelmente, as taxas de juros sobre dívidas que não eram do Tesouro aumentaram. O *spread* entre os títulos corporativos de mais baixo risco e os títulos de dez anos do Tesouro atingiu 6,1% em novembro de 2008, o mais alto desde o *spread* recorde de 8,91% em maio de 1932, que foi atingido próximo do fundo da Grande Depressão. O *spread* entre os títulos industriais de 30 anos com a classificação inferior B e os títulos do Tesouro aumentou de 4 pontos percentuais para cerca de 8 pontos percentuais após o resgate do Bear Stearns e para um recorde de 15,1% pontos percentuais na primeira semana de janeiro de 2009.

O mercado da Libor

Um dos *spreads* mais frequentes no mercado monetário é o *spread* entre a taxa definida pelo Federal Reserve no mercado de fundos federais (cujo objetivo é facilitar a tomada e concessão de empréstimos de reserva entre os bancos americanos) e as taxas de empréstimo interbancário fora dos Estados Unidos, denominada London Interbank Offered Rate ou Libor.

Existem literalmente centenas de trilhões de dólares em instrumentos de empréstimo e financeiros ao redor do mundo que se baseiam na Libor, incluindo quase metade de todas as hipotecas com taxa ajustável. A história da Libor remonta à década de 1960, quando o mercado para concessão de empréstimos em dólar no exterior cresceu substancialmente depois que o governo dos Estados Unidos criou restrições às saídas de dólar em uma tentativa fútil de reverter o déficit do balanço de pagamentos do país e estancar a saída de ouro. A Libor é calculada para 15 períodos, de um dia a um ano de duração, e para dez moedas diferentes. De longe, o dólar/Libor é a determinação mais importante de todas.

Retorne à Figura 3.2. Antes da crise financeira, a Libor permaneceu bastante próxima (normalmente dentro de 10 pontos-base) da taxa-alvo dos fundos federais. Os primeiros rumores de distúrbio no setor bancário ocorreram em agosto de 2007, quando o *spread* entre a Libor e os fundos federais saltou para mais de 50 pontos-base em resposta à declaração do BNP Paribas de que interromperia os resgates de fundo e aos problemas na Northern Rock, no Reino Unido. Nos 12 meses subsequentes, quando a crise *subprime* se intensificou, o *spread* entre a Libor e os fundos permaneceu predominantemente entre 50 e 100 pontos-base. Contudo, o *spread* da Libor disparou após a falência do Lehman e, em 10 de outubro, a diferença entre a Libor e a taxa dos fundos federais atingiu um nível sem precedentes – 364 pontos-base.

Foi extraordinariamente frustrante para os formuladores de políticas o fato de a taxa de juros na qual tantos empréstimos se baseavam na verdade ter aumentado ao mesmo tempo em que o Fed estava reduzindo agressivamente a taxa dos fundos federais. Depois que o

Federal Reserve inundou o sistema financeiro de reservas, o *spread* da Libor por fim diminuiu, mas só caiu decisivamente para menos de 100 pontos-base quando o mercado acionário começou a se recuperar da queda do mercado baixista em março de 2009, três meses antes de o Escritório Nacional de Pesquisa Econômica declarar o fim da recessão.

Tendo em vista toda a sua importância na definição das taxas de empréstimo, a Libor não representa transações reais, mas o custo que um banco prevê que seu empréstimo não garantido terá, mesmo que ele não tome emprestado de nenhum fundo. Após a crise do Lehman, os temores quanto à solvência dos bancos se proliferaram e o mercado de empréstimo interbancário efetivamente paralisou. Contudo, os bancos ainda continuavam obrigados a submeter as taxas Libor à Associação de Bancos Britânicos, embora tivessem poucos dados reais para fundamentar essas submissões. Mervyn King, diretor do Banco da Inglaterra, disse ao Parlamento do Reino Unido em novembro de 2008 que “[a Libor], sob vários aspectos, é a taxa pela qual os bancos não concedem empréstimo um para o outro”.²²

Muitas agências reguladoras, tanto nos Estados Unidos quanto no Reino Unido, suspeitam veementemente de que vários bancos minimizaram o custo de seus empréstimos para não sinalizar ao mercado que os credores temiam sua solvência. No entanto, foi somente em julho de 2012 que o governo britânico anunciou que havia multado o banco Barclays em US\$ 453 milhões por ter submetido falsas taxas de juros interbancárias e insinuou que outros bancos também submetiam taxas falsas.²³ O protesto contra esse escândalo aumentou o clamor pela reforma desse mercado multitrilionário, uma iniciativa que exigiria uma reestruturação total na forma como essa taxa de referência é calculada ou uma mudança para instrumentos alternativos.

Mercados de *commodities*

Nos estágios iniciais da crise *subprime*, os preços das *commodities* aumentaram rapidamente porque as economias emergentes continuaram crescendo intensamente. O preço do petróleo (West Texas Intermediate) aumentou de US\$ 40 o barril em janeiro de 2007 para a maior alta de todos os tempos de US\$ 147,27 em julho de 2008 e o índice Commodity Research Bureau (CRB) de 18 *commodities* ativamente negociadas elevou-se em mais de 60%. Contudo, após a crise do Lehman, o declínio na atividade econômica baixou acentuadamente os preços das *commodities*. O preço do petróleo caiu para US\$ 32 o barril em dezembro e o índice CRB teve uma queda de 58%, atingindo seu nível mais baixo desde 2002.

O surpreendente é que a magnitude da queda de preço das *commodities* segundo o índice CRB foi quase idêntica à da queda nos mercados acionários mundiais. Os investidores que acreditavam que as *commodities* lhes ofereciam uma proteção contra um declínio severo no mercado acionário estavam errados. Tal como examinaremos ainda neste capítulo, praticamente nenhum ativo, exceto as dívidas de longo prazo do Tesouro americano, teve eficácia como proteção contra o repentino e acentuado declínio ocorrido durante a crise financeira. Até mesmo o ouro, que havia atingido um pico um pouco inferior a US\$ 1.000 por onça em julho de 2008, ficou abaixo de US\$ 700 após a falência do Lehman.

Mercados de moedas estrangeiras

Depois de atingir uma alta de 15 anos, no verão de 2001, o dólar caiu gradualmente em relação à moeda dos principais países desenvolvidos e continuou a cair nos estágios iniciais da crise financeira. Logo após a fusão do Bear Stearns com o JPMorgan, o dólar atingiu a maior baixa de todos os tempos em 17 de março de 2008, 23% abaixo de sua alta antes da crise, em novembro de 2005, e 41% abaixo de sua alta de 25 anos, atingida em 2001. Contudo, com o agravamento da crise financeira, o dólar recuperou seu *status* de “paraíso seguro” e os investidores estrangeiros retornaram aos títulos em dólar. Isso fez com que o dólar subisse mais de 26% em relação às moedas do mundo desenvolvido, atingindo uma alta em 4 de março de 2009, imediatamente antes de o mercado acionário americano atingir a queda mínima do mercado baixista. Somente o iene, do Japão, valorizou-se em relação ao

dólar durante a crise financeira, visto que o tumulto no mercado levou os investidores a afrouxar o “*carry trade*”, nome dado à estratégia de tomar empréstimo do Japão pela taxa de juros mais baixa do mundo a fim de investir em moedas mais arriscadas e com rendimento mais alto em outro lugar. Com o abrandamento da crise e o início da recuperação dos mercados acionários, o dólar perdeu parte de seu prêmio de ativo seguro e seu valor caiu.

Impacto da crise financeira sobre os retornos e as correlações dos ativos

Uma das principais conclusões da teoria financeira é que, para obter o melhor retorno em relação a um risco específico, os investidores devem procurar diversificar seus investimentos não apenas dentro de uma classe de ativos, mas também entre classes de ativos. Por esse motivo, os investidores aplicam um prêmio aos ativos cujos preços estão negativamente correlacionados com o mercado e um desconto aos ativos que estão positivamente relacionados com o mercado.

A Figura 3.3 mostra a correlação de várias classes de ativos com o S&P 500 ao longo de todos os intervalos de cinco anos do período de 1970 a 2012. É possível observar que a crise financeira teve um impacto significativo sobre a correlação entre as classes de ativos, na maioria dos casos precipitando as tendências que se evidenciaram antes da crise. A correlação dos mercados acionários das economias desenvolvidas (EAFE) e dos mercados acionários das economias emergentes (EM) com o mercado acionário americano aumentou sensivelmente, atingindo 0,91 no EAFE e 0,85 no EM.



Figura 3.3 Correlações mensais do S&P 500 e várias classes de ativos de 1970 a 2012.

Existem bons motivos econômicos para a correlação entre os mercados acionários ter se tornado superior nos últimos anos. Primeiro, tem havido uma maior interdependência econômica pelo fato de o comércio mundial compor uma parcela cada vez maior da produção mundial. Segundo, como os *traders* e os investidores operam simultaneamente em vários mercados diferentes, é bem menos provável que o entusiasmo do mercado fique restrito a um mercado específico. Terceiro, a maioria dos choques sofridos pelos mercados financeiros e de *commodities* desde 2008 foi global por natureza, sobrepujando os choques idiossincráticos que afetam um único país ou mercado.

Não houve um aumento apenas na correlação entre os mercados acionários. A Figura 3.3 mostra que a correlação entre os mercados acionários e as *commodities*, de acordo tanto com o índice CRB de preços de *commodity* quanto com o preço do petróleo, aumentou acentuadamente desde a crise financeira.²⁴ Os preços das *commodities* são afetados por fatores de demanda, como crescimento da economia mundial, e fatores de oferta, como condições climáticas (no caso de culturas agrícolas) e acontecimentos políticos (no caso do petróleo). As flutuações na demanda provocam uma correlação positiva entre os preços das ações e os preços das *commodities*, enquanto as flutuações na oferta induzem uma correlação negativa. Se a principal fonte de distúrbios no preço das *commodities* for as flutuações na oferta, o investimento em *commodities* pode ser uma boa proteção contra o risco das ações. Contudo, quando os choques de demanda globais forem predominantes, os preços das *commodities* mudarão em sincronia com os preços das ações, caso em que as *commodities* serão um péssimo instrumento de diversificação contra flutuações nas ações.

Existem bons motivos para a correlação entre os preços das *commodities* e das ações continuar alta. Acontecimentos recentes nos mercados de energia indicam ser improvável que a Opep tenha um impacto tão grande sobre a oferta de petróleo quanto no passado. Fontes alternativas de petróleo e gás de países não pertencentes à Opep, provenientes da exploração de xisto, do fraturamento hidráulico (*fracking*) e de outras técnicas de extração, estão se tornando mais importantes. Esses avanços significam que as flutuações na demanda podem ganhar a dianteira na determinação do preço de energia e gerar uma correlação positiva entre os preços das ações e das *commodities*. E isso significa que é provável que as *commodities* percam valor como proteção eficaz contra flutuações nas ações.

Há quem defenda que a maior correlação entre os mercados acionários mundiais diminuiu ou até elimina o incentivo para que se diversifique uma carteira. Se as ações internacionais moverem-se em sincronia, sustentam os proponentes desse argumento, o investimento em mercados externos pouco fará para compensar as flutuações no mercado doméstico de um investidor. Entretanto, as correlações em geral são calculadas em períodos relativamente curtos de, digamos, uma semana ou um mês. As correlações de longo prazo entre os retornos dos ativos são significativamente menores do que as correlações de curto prazo. Isso significa que os investidores de longo prazo devem continuar diversificando mesmo que essa diversificação não gere reduções expressivas na volatilidade de curto prazo dos retornos de carteira.

Correlações menores

Diferentemente das *commodities*, cuja correlação com as ações tem aumentado desde a crise financeira, existem duas classes de ativos notáveis cujos retornos estão significativamente menos correlacionados com as ações: títulos do Tesouro americano e dólar americano.

O preço de um dólar nos mercados de câmbio exterior é afetado pela solidez da economia americana e o *status* de paraíso seguro que os investidores internacionais concedem ao dólar americano. O primeiro fator gera uma correlação positiva entre as ações americanas e taxa de câmbio: notícias boas ou ruins sobre a economia afetarão os preços das ações e a taxa de câmbio na mesma direção.

Contudo, o *status* de paraíso seguro do dólar americano gera a correlação oposta: notícias econômicas ruins, procedentes particularmente de fora dos Estados Unidos, provocarão uma corrida ao dólar e elevarão seu valor e, ao mesmo tempo, baixarão os preços das ações mundiais e americanas. Desde o princípio da crise financeira e, principalmente, da crise monetária europeia, o *status* de paraíso seguro do dólar americano aumentou muito. Notícias ruins sobre a Europa afetam negativamente os mercados acionários mundiais, provocam uma baixa no euro e, portanto, elevam o preço do dólar nos mercados de câmbio. A crise do euro foi responsável por uma correlação negativa recorde entre o dólar americano e as ações americanas, tal como se pode ver na Figura 3.3.

Os títulos do Tesouro americano também desfrutaram de um *status* de paraíso seguro desde a crise financeira. As notícias ruins, que partem de dentro ou de fora dos Estados Unidos, induziram os investidores a comprar títulos do Tesouro e geraram uma forte correlação negativa entre os preços dos títulos do Tesouro e os preços das ações. Essa correlação negativa aumenta a atratividade dos títulos do Tesouro para os investidores que desejam proteger sua carteira de ações e sem dúvida apoiaram os altos preços e os baixos rendimentos correspondentes dos títulos de curto prazo do Tesouro americano durante e imediatamente após a crise financeira.

A capacidade dos títulos de longo prazo do Tesouro americano de oferecer proteção contra o risco das ações é ainda maior para o investidor cujos investimentos não se baseiam no dólar. Para esses investidores, as notícias ruins aumentam a demanda por ativos denominados em dólar e, particularmente, por títulos do Tesouro. Isso gera uma correlação negativa ainda maior entre os títulos do Tesouro americano e os mercados acionários, em termos de moedas não dólar. Os títulos de longo prazo do Tesouro de fato se tornaram o ativo de “proteção” (*hedge*) supremo do mundo, e isso explica por que tantos fundos de riqueza soberana mantêm uma alta porcentagem de seus ativos em títulos do Tesouro, a despeito de seus rendimentos e retornos esperados serem extremamente baixos.

A única classe de ativos cuja *correlação* com os mercados acionários não foi afetada pela crise financeira é o ouro. A elevação do preço do ouro após a crise financeira foi provocada pelo maior temor à hiperinflação e ao colapso financeiro, mas a correlação com os mercados acionários manteve-se próxima de zero nos últimos 50 anos. De 2008 ao início de 2013, o preço do ouro aumentou notadamente, embora nunca tenha ficado tão alto, após a inflação, quanto ficou no pico da bolha de 1980, quando atingiu US\$ 850 por onça ou US\$ 2.545, de acordo com os preços de 2013.

As correlações positivas dos mercados acionários com as *commodities* e o petróleo e a correlação negativa com os títulos do Tesouro e o dólar deram origem ao termo “mercado *risk-on/risk-off*”. O mercado *risk-on* ocorre quando boas notícias sobre a economia instigam os investidores a comprar ações e assumir uma posição comprada em *commodities* e a vender o dólar americano e os títulos do Tesouro americano. Nesses mercados, os preços das ações e das *commodities* aumentam, enquanto os preços dos títulos do Tesouro americano e do dólar caem. Os mercados *risk-off* são o oposto, caso em que notícias econômicas ruins instigam os investidores a comprar títulos do Tesouro e dólar americanos e a vender *commodities* e ações. O preço do ouro pode aumentar ou cair nesses dias.

Contudo, tal como a Figura 3.3 demonstra, a correlação entre as classes de ativos não foi estável. Mais especificamente, a correlação entre os preços das ações e os títulos do Tesouro nas décadas de 1970 e 1980 foi positiva, e não negativa. Isso porque a maior ameaça à economia durante esses anos foi a inflação, e a inflação mais baixa foi bom tanto para os preços das ações quanto dos títulos. Somente quando a inflação não é uma ameaça e a estabilidade financeira do setor privado está em questão é que os títulos do Tesouro assumem o *status* de paraíso seguro e tornam-se negativamente correlacionados com os preços das ações.

Certamente, de acordo com a política monetária atual, o risco de a inflação tornar-se novamente uma preocupação para os formuladores de políticas é grande. Nessa situação, os títulos do Tesouro deixarão de ser um ativo de proteção e os preços dos títulos podem cair consideravelmente porque os investidores exigirão um rendimento bem maior para um ativo que não funciona mais como um instrumento de diversificação para as ações que eles mantêm em sua carteira. O inédito mercado altista de dívidas do Tesouro, apoiado pela convicção de que elas são uma “apólice de seguro” em caso de colapso financeiro, poderia ter um fim tão drástico quanto o do mercado altista de ações de tecnologia na virada do século. Quando o crescimento econômico se intensificar, os detentores dos títulos do Tesouro receberão o duplo golpe de elevação nas taxas de juros e perda do *status* de paraíso seguro.

Uma das principais lições aprendidas com a análise de longo prazo é que nenhuma classe de ativos é capaz de se manter permanentemente impassível aos fundamentos. As ações

tiveram a punição merecida quando a bolha da tecnologia explodiu e o sistema financeiro ruiu. É bem provável que os detentores de títulos padeçam de um destino semelhante quando a liquidez criada pelos bancos centrais mundiais der lugar a um crescimento econômico mais sólido e a uma inflação mais alta.

Efeito legislativo da crise financeira

Do mesmo modo que a Grande Depressão gerou um grande número de leis, como a Lei de Valores Mobiliários, que criou a SEC, e a Lei Glass-Steagall Act, que separou os bancos comerciais e os bancos de investimento, e a criação da Corporação Federal de Seguro de Depósito, a crise financeira de 2008 incitou os legisladores a elaborar leis para impedir a repetição desse colapso financeiro. O resultado disso foi incorporado em um calhamaço legislativo de 849 páginas, elaborado pelo senador Christopher Dodd (Distrito de Connecticut) e pelo deputado Barney Frank (Distrito de Massachusetts), denominado Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção ao Consumidor, que foi sancionada pelo presidente Obama em julho de 2010. Os poderes dessa lei englobam o estabelecimento de taxas para cartões de débito, a definição de regulamentações para os *hedge funds*, a restrição a “empréstimos predatórios”, o tratamento de questões relacionadas à remuneração de diretores executivos e outros funcionários e a formulação de medidas projetadas para estabilizar a economia e o sistema financeiro. Essa lei compreende 16 títulos e exige que as agências reguladoras criem 243 regras, conduzam 67 estudos e publiquem 22 relatórios periódicos.²⁵

As três partes mais importantes dessa lei que afetam toda a economia são (1) a “Regra Volcker”, que restringe a negociação por conta própria por parte dos bancos comerciais, (2) o Título II, que regulamenta a liquidação de grandes empresas financeiras que estão fora da alçada da Corporação Federal de Seguro de Depósito, e o (3) Título XI, que acrescenta responsabilidades e também novas restrições ao Federal Reserve.

A Regra Volcker leva o nome de Paul Volcker, ex-presidente do Federal Reserve e diretor do Conselho Consultivo de Recuperação Econômica do presidente Obama, que defendeu que a estabilidade financeira exigia que o Congresso limitasse categoricamente a capacidade de os bancos negociarem por conta própria. Essa disposição não estava no projeto de lei submetido ao Congresso, mas foi inserida posteriormente. A proposta original de Volcker proibia especificamente um banco ou uma instituição que possui um banco de se envolver em negociações por conta própria que não sejam solicitadas por seus clientes e de ter ou investir em um *hedge fund* ou em um fundo de *private equity*. Posteriormente essa proposta foi modificada para permitir que até 3% do capital dos bancos possa ser investido em negociações por conta própria e isentar as operações de *hedge* e igualmente a negociação de dívidas do Tesouro americano. A Regra Volcker foi concebida para restaurar a separação entre bancos de investimento e bancos comerciais, decretada originalmente pela Lei Glass-Steagall de 1933, mas efetivamente repelida pelo Congresso em 1999, na Lei Gramm-Leach-Bliley.

Mas a emenda Volcker, se fosse uma lei em 2007, teria impedido a crise financeira de 2008? A crise financeira foi provocada pela superalavancagem dos títulos garantidos por imóveis no Bear Stearns e Lehman Brothers, que eram bancos de investimento e não teriam ficado sob a alçada da emenda Volcker. Tampouco ela teria se aplicado à gigante dos seguros AIG, que o Fed optou por salvar depois de testemunhar o distúrbio desencadeado pela falência do Lehman. Além disso, os bancos que obtiveram empréstimos do Fed, especificamente o Citibank e o Bank of America, enfrentaram problemas em virtude da má qualidade dos empréstimos imobiliários, e não de negociações por conta própria. Diante disso, é impossível afirmar que a emenda Volcker, se estivesse em vigor em 2007, teria mudado o curso da crise financeira.

O Título II da Lei Dodd-Frank permite que o governo intervenha prontamente em uma empresa financeira que se tornar uma ameaça à estabilidade do sistema financeiro, a fim de minimizar o risco de uma crise financeira. Embora a Corporação Federal de Seguro de Depósito tenha regras para a liquidação de bancos comerciais e a Corporação de Proteção

do Investidor em Títulos tenha poder para liquidar os ativos de empresas de corretagem, o governo não tinha nenhuma diretriz para intervir em bancos de investimento, como o Bear Stearns e Lehman, nem em seguradoras como a AIG. De acordo com as leis de falência usuais, a determinação de uma ordem de prioridade de direitos pode levar meses ou anos, um tempo demasiadamente longo para acalmar as águas em um período de crise.

O Título II especifica que as empresas financeiras devem submeter ao governo a ordem segundo a qual os ativos devem ser liquidados, se a empresa não conseguir atender às obrigações financeiras, e proíbe o governo de assumir posições em ações na empresa que está sendo desmembrada. Além disso, a lei também especifica medidas para evitar que os contribuintes sejam expostos a perdas indevidas que podem ser absorvidas por outros credores da empresa. Essa parte do projeto de lei teria proibido o Federal Reserve de adquirir as participações acionárias que adquiriu na AIG, no Citibank ou em qualquer outra empresa financeira.

O Título XI restringe os atos do Federal Reserve basicamente abolindo as emendas da Seção 13(3) da Lei do Federal Reserve que concederam ao banco central o poder praticamente ilimitado de conceder empréstimos a qualquer empresa financeira em crise. De acordo com a nova lei, o Federal Reserve não pode conceder empréstimos a empresas individuais, embora possa usar seus poderes para oferecer ampla liquidez ao sistema financeiro desde que obtenha a aprovação do secretário do Tesouro. Além disso, a lei exige que o Federal Reserve revele quais empresas financeiras estão recebendo assistência dentro do prazo de sete dias da autorização de uma linha de crédito de emergência.²⁶

Ainda não está claro se essas restrições serão ou não prejudiciais na próxima crise financeira. A maior parte dessas restrições foram inseridas para obter o apoio dos republicanos à aprovação do projeto de lei, visto que a vasta maioria dos republicanos se opunha ao resgate financeiro das instituições financeiras por parte tanto do Fed quanto do Congresso. Muitos estavam particularmente insatisfeitos com o Programa de Alívio ou Recuperação de Ativos Problemáticos (Asset Relief/Recovery Program – Tarp), sancionado em 3 de outubro de 2008, que oferecia até US\$ 700 bilhões a instituições financeiras, mas também foi utilizado para fornecer fundos à General Motors.²⁷

O Tarp de US\$ 700 bilhões foi uma lei bastante controversa, primeiramente proposta por Paulson, secretário do Tesouro, e por Bernanke, presidente do Fed, poucos dias depois da falência do Lehman. Embora tenha recebido o apoio do presidente Bush, os republicanos da Câmara votaram contra sua aprovação em 29 de setembro de 2008, provocando uma baixa no índice industrial Dow Jones de 777 pontos (6,98%). Depois de efetuadas algumas pequenas mudanças (e certamente algumas ligações aos legisladores republicanos por investidores agitados), muitos republicanos da Câmara mudaram de lado e aprovaram a lei quatro dias mais tarde.

Tal como ressaltado no capítulo anterior, Bernanke não precisou que o Congresso aprovasse o Tarp para estender crédito a empresas financeiras ou não financeiras pressionadas por eventos de crédito, porque a Seção 13(3) da Lei do Federal Reserve lhe concedia autoridade para isso. Contudo, por terem levado a culpa por intervenções anteriores do Fed, Bernanke e Paulson sentiram que precisavam da aprovação do Congresso para prosseguir. Se as restrições presentes na Lei Dodd-Frank Act tivessem em vigor em 2008, o Fed não teria tido possibilidade de conceder empréstimos a empresas individuais como a AIG, uma medida que estancou a crise.

Entretanto, o Fed provavelmente ainda terá flexibilidade suficiente para acalmar os mercados. De acordo com a Lei Dodd-Frank, o Federal Reserve pode, com a aprovação do Tesouro, criar linhas de crédito de liquidez para classes de instituições, como os bancos de investimento ou mesmo as companhias de seguro. Certamente o secretário do Tesouro Henry Paulson trabalhou intimamente com Ben Bernanke em todos os estágios da crise financeira, e os dois desenvolveram um bom relacionamento. Bernanke provavelmente teria obtido a aprovação de Paulson das linhas gerais de concessão de crédito que o Fed criou para oferecer liquidez ao mercado.

No entanto, o relacionamento entre o secretário do Tesouro e o presidente do Fed nem sempre é cordial. Houve épocas em que o governo criticou o Fed e, embora o secretário do Tesouro possa ser afastado pelo presidente em qualquer momento, o presidente do Fed é indicado para um mandato de quatro anos e só pode ser afastado por *impeachment* do Senado.

O tempo dirá até que ponto os dispositivos da Lei Dodd-Frank serão eficazes – ou prejudiciais. A maioria das regras e regulamentações ainda está por ser redigida por comitês e grupos de “especialistas” escolhidos pelo governo para elaborar os livros de regras e procedimentos. Sempre se disse que os detalhes são a morada do diabo, e a maior parte desses detalhes ainda precisa ser formulada.

Comentários finais

A crise financeira e a recessão subsequente geraram o mercado baixista mais profundo em ações e o maior mercado altista em títulos do Tesouro desde a Grande Depressão da década de 1930. E a acentuada retração da atividade econômica que se seguiu foi responsável pelos maiores déficits orçamentários governamentais em tempo de paz, por uma das recuperações mais lentas na história de nossa nação e pelo pessimismo crescente quanto ao futuro dos Estados Unidos.

Contudo, a dívida, os déficits e o lento crescimento econômico não precisam ser o legado da Grande Recessão. O capítulo seguinte perscruta o futuro para identificar as tendências que dominaram o cenário econômico durante o restante deste século e explica por que existe um bom motivo para o otimismo com relação ao futuro dos Estados Unidos e da economia mundial.

A crise dos benefícios sociais

A onda de envelhecimento inundará o mercado acionário?

Demografia é destino.

— AUGUSTE COMTE

A Grande Depressão provocou os maiores déficits orçamentários governamentais em tempo de paz nos Estados Unidos, na Europa e no Japão e realçou a insustentabilidade dos programas de benefícios sociais generosos e cada vez mais dispendiosos decretados anos antes. Além disso, o colapso no mercado de imóveis residenciais e de ações extinguiu trilhões de dólares de riqueza do balanço patrimonial dos consumidores, deixando alguns com ativos insuficientes para alcançar a aposentadoria confortável que esperavam.

Nesse contexto de prosperidade econômica declinante, as empresas de pesquisa de opinião pública detectaram uma perda de confiança no futuro dos Estados Unidos. Em 2010, menos da metade dos americanos respondeu sim à pergunta: “Você acha que seus filhos terão melhores condições do que você?”.¹ A fé em um padrão de vida cada vez mais alto, que serviu de crença para as famílias americanas e um farol para milhões de imigrantes ao longo de toda a história do país, estava desvanecendo.

Este capítulo examina se esse pessimismo é justificado. É verdade que nossos filhos, pela primeira vez na história do país, têm um futuro mais sombrio do que nossos pais ou será que existem forças que podem renovar o sonho americano e restaurar o crescimento econômico?

AS REALIDADES QUE ENFRENTAMOS

Duas forças conflitantes afetarão a economia mundial nas próximas décadas. A primeira delas, que dá origem a déficits orçamentários governamentais crescentes e consome programas de pensão privados e públicos, é a “onda de envelhecimento” ou a inédita elevação no número de indivíduos no mundo desenvolvido que estão para se aposentar. A onda de envelhecimento traz à tona duas perguntas fundamentais: quem produzirá os produtos e serviços que os aposentados consumirão e quem comprará os ativos que eles pretendem vender para financiar sua aposentadoria? É possível demonstrar que, se o mundo desenvolvido tiver de depender apenas de sua população para produzir esses bens, a idade na qual as pessoas poderão se aposentar deverá aumentar significativamente.

A segunda força contrabalançante é o sólido crescimento das economias emergentes, particularmente na Índia, na China e no restante da Ásia, que em breve gerará a maior parte da produção mundial. Será que as economias emergentes serão produtivas o bastante

para produzir bens e gerar economias suficientes para comprar os ativos desses novos aposentados? Este capítulo responde essas perguntas e revela o que aguarda a economia americana e mundial.

A ONDA DE ENVELHECIMENTO

A famosa citação de August Comte “demografia é destino” nos lembra o quanto a onda de envelhecimento é importante para o futuro mundial. Após a Segunda Guerra Mundial, a população cresceu rapidamente, visto que aqueles que haviam adiado a concepção de filhos durante a Grande Depressão e a guerra visualizaram um futuro brilhante o suficiente para assumir os encargos da paternidade/maternidade. Entre 1946 e 1964, as taxas de natalidade aumentaram bem acima da média das duas décadas anteriores, gerando um grupo apelidado de “geração *baby boom*”.

Mas ao *baby boom* se seguiu o *baby bust*, a explosão e implosão demográfica. A taxa de fertilidade, o número de crianças geradas por mulher, caiu drasticamente em meados da década de 1960 e na maior parte do mundo desenvolvido permaneceu abaixo de 2,1, nível que estabiliza a população. A taxa de fertilidade na Europa caiu de mais de 2,5 em 1960 para 1,8 em 2010 e, em alguns países, como Espanha, Portugal, Itália e Grécia, as taxas de fertilidade ficaram bem abaixo de 1,5. Em várias economias asiáticas, a taxa de fertilidade caiu ainda mais e hoje é de 1,3 no Japão e na Coreia do Sul, 1,1 em Taiwan e abaixo de 1 em Xangai. Em 2011, a taxa de fertilidade nos Estados Unidos ficou abaixo de 2,0 e a taxa de natalidade (número de nascimentos por 1.000 mulheres entre 15 e 44 anos de idade) caiu para 63,2, a maior queda de todos os tempos, quase metade do nível prevalecente em 1957.

EXPECTATIVA DE VIDA CRESCENTE

O período desde a Segunda Guerra Mundial também foi marcado por uma expectativa de vida crescente. Quando os Estados Unidos aprovaram a Lei da Previdência Social em 1935, que oferecia benefícios de renda a partir dos 65 anos de idade, a expectativa de vida para os homens, que compunham a maior parte da força de trabalho, era apenas 60. Em 1950, a expectativa de vida dos homens chegou a 66,6 e, em 2010, atingiu 76,2 no caso dos homens e 81,1 no caso das mulheres.²

James Vaupel e James Oeppen, Universidade de Cambridge, descobriram que, desde 1840, a expectativa de vida no mundo desenvolvido aumentou a uma taxa notadamente constante de 2,5 anos por década, uma tendência que evidencia sinais apenas modestos de declínio.³ Porém, até metade do século XX a expectativa de vida aumentou principalmente porque a mortalidade de bebês e crianças diminuiu. Entre 1901 e 1961, a expectativa de vida masculina no nascimento aumentou em mais de 20 anos, mas a expectativa de vida para homens de 60 anos teve uma elevação de menos de 2 anos.

Contudo, desde a última metade do século passado, a expectativa de vida dos idosos tem se estendido significativamente em virtude de avanços na medicina. Ao longo da maior parte da história, houve mais jovens do que idosos, visto que doenças, guerras e forças naturais exauriam a população. Mas a queda na taxa de mortalidade entre os *baby boomers*, associada à redução nas taxas de fertilidade, mudou sensivelmente a distribuição etária nos países desenvolvidos ao redor do mundo. Em meados deste século, o perfil etário do Japão e de vários países do sul da Europa, como Grécia, Espanha e Portugal, será “invertido”; isto é, em lugar do padrão normal de mais jovens do que idosos que prevaleceu na maior parte da história, a faixa etária mais populosa compreenderá pessoas entre as idades de 70 e 80 e o número de pessoas acima de 80 superará o de crianças abaixo de 15.

IDADE DE APOSENTADORIA DECRESCENTE

Não obstante a elevação da expectativa de vida, a idade de aposentadoria continuou a cair no mundo desenvolvido. Em 1935, quando a previdência social foi instituída para oferecer benefícios de renda aos indivíduos com 65 anos ou mais, a idade média de aposentadoria era 67. No período pós-guerra, a diminuição da idade de aposentadoria foi precipitada em 1961, quando o Congresso permitiu que os beneficiários da previdência social começassem a receber benefícios reduzidos aos 62 anos.

Na Europa, o declínio na idade de aposentadoria foi ainda maior do que o dos Estados Unidos. No início da década de 1970, muitos governos europeus reduziram a idade mínima de aposentadoria de 65 para 60 e, em vários casos, para 55.⁴

Diferentemente dos Estados Unidos, onde os pagamentos de previdência social são aumentados se a pessoa continuar trabalhando, poucos incentivos, quando muito, foram criados na Europa para as pessoas que pensam em se aposentar mais tarde. Na França, de 1970 a 1998, a proporção de homens na força de trabalho, na faixa etária de 60 a 64, diminuiu de 70% para menos de 20%, e, na Alemanha Ocidental, diminuiu de mais de 70% para 30%, enquanto nos Estados Unidos essa proporção permaneceu bem abaixo de 50%.⁵

As forças gêmeas de expectativa de vida crescente e idade de aposentadoria decrescente provocaram uma drástica elevação no número de anos em que o trabalhador típico ficava aposentado, um período que chamo de *período de aposentadoria*. Nos Estados Unidos, entre 1950 e 2010, a expectativa de vida aumentou de 69 para 78 anos, enquanto a idade média para aposentadoria caiu de 67 para 62. Consequentemente, o período de aposentadoria aumentou mais de oito vezes, de 1,6 para 15,8 anos, e essa elevação foi ainda maior na Europa.

A rápida ampliação do período de aposentadoria é uma mudança extremamente significativa no estilo de vida do trabalhador típico. Antes da Segunda Guerra Mundial, pouquíssimos trabalhadores desfrutavam de uma aposentadoria prolongada e um número ainda menor a desfrutavam com saúde. Hoje, milhões de pessoas nos Estados Unidos, na Europa e no Japão estão desfrutando a aposentadoria com saúde e benefícios de renda generosos oferecidos tanto pelo governo quanto por planos de aposentadoria corporativos.

A NECESSIDADE DE AUMENTAR A IDADE DE APOSENTADORIA

Mas essa tendência favorável, de expectativa de vida crescente e idade de aposentadoria decrescente, não pode continuar. Tal como a Figura 4.1A demonstra, em 1950 havia 14 pessoas aposentadas para cada 100 trabalhadores nos Estados Unidos. Essa proporção aumentou para 28 aposentados para 100 trabalhadores em 2013, e a previsão é de que ela suba para 56 por volta de 2060. No Japão, o número de aposentados subirá de 49 por 100 trabalhadores, no presente, para 113 em 2060, ao passo que a proporção na Europa subirá para 75. E essas proporções tendem a subestimar o número de aposentados, visto que elas presumem que uma idade de aposentadoria de 65, acima da idade nos Estados Unidos e no Japão e bem acima do nível atual na Europa.

Ainda que as tendências demográficas no Japão e na Europa sejam bem mais graves no que nos Estados Unidos, os gastos nesses países afetam todos os aposentados, não importa onde eles residam. Como os produtos e serviços são comercializados em mercados globais, as futuras demandas dos aposentados europeus e japoneses empurrarão os preços mundiais para cima e influenciarão de maneira adversa os americanos também.

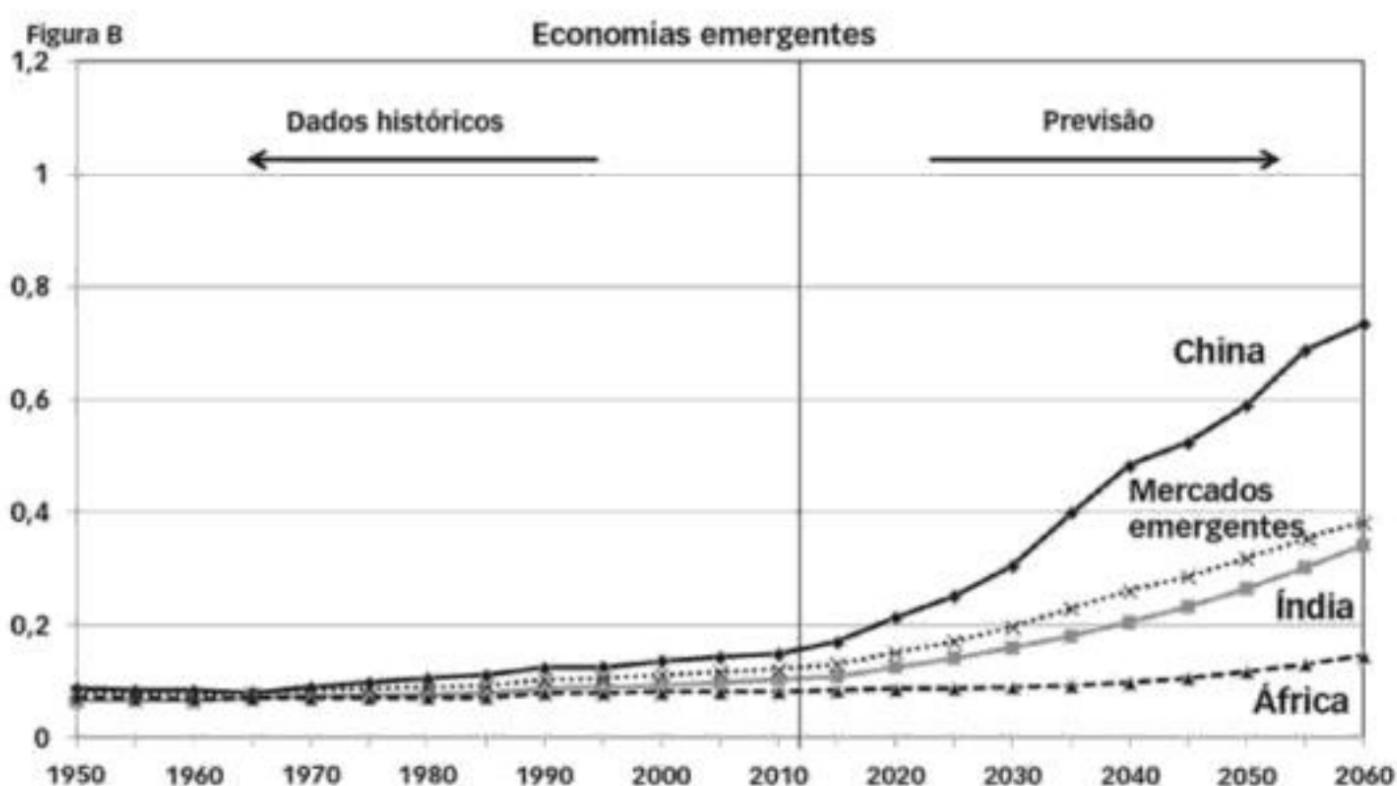
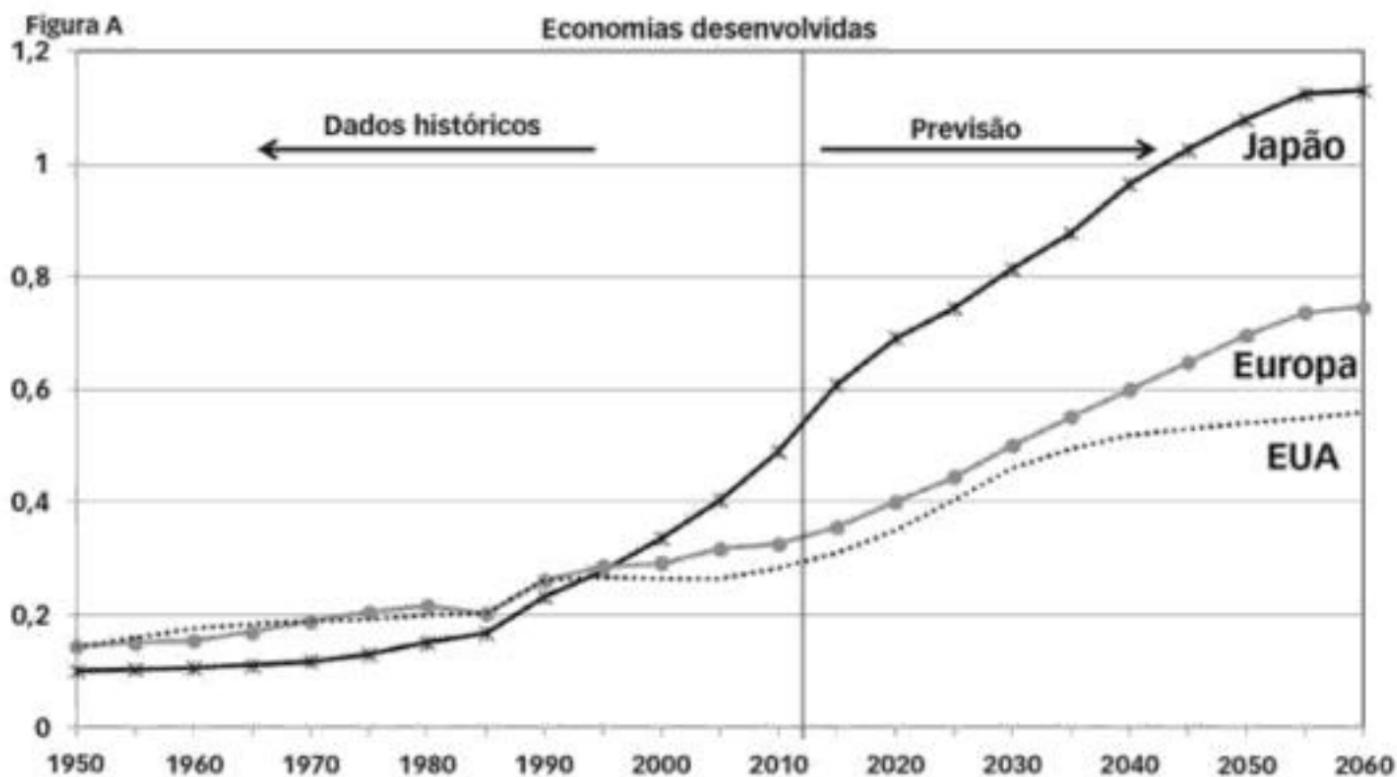


Figura 4.1 Proporção entre aposentados e trabalhadores em economias desenvolvidas e emergentes, 1950-2060.

Mas o impacto da onda de envelhecimento vai além da elevação dos preços dos produtos e serviços comercializados em mercados mundiais. A onda de envelhecimento tem também um impacto negativo sobre o valor dos ativos que os trabalhadores acumulam para que possam consumir durante a aposentadoria. Isso porque o valor das ações e dos títulos, assim como o valor de qualquer bem, é determinado pela oferta e pela demanda. Os compradores são poupadores e os poupadores são os trabalhadores que consomem menos do que eles ganham, usando o dinheiro que economizam para acumular ativos que eles, por sua vez, possam vender na aposentadoria. Os vendedores dos ativos são os aposentados que precisam gerar fundos para consumir durante o período em que eles não recebem renda do trabalho.

Uma elevação no número de aposentados gera um excedente de vendedores em relação à quantidade de compradores, uma situação que poderia reduzir consideravelmente o preço dos ativos. A redução no preço dos ativos significa para o mercado que a economia não é capaz de atender às expectativas das pessoas de aposentadoria antecipada e de saúde e benefícios de renda generosos. À medida que o valor de seus ativos diminuir, os *baby boomers* terão de trabalhar por mais tempo e se aposentar mais tarde do que planejavam.

Mas por quanto tempo mais? O impacto dos *baby boomers* sobre a idade de aposentadoria nos Estados Unidos pode ser visto na Figura 4.2. O cenário A representa a

situação em que o mundo desenvolvido terá de depender da produção gerada por seus trabalhadores, e não de uma maior importação do exterior, para atender à demanda de produtos dos aposentados.

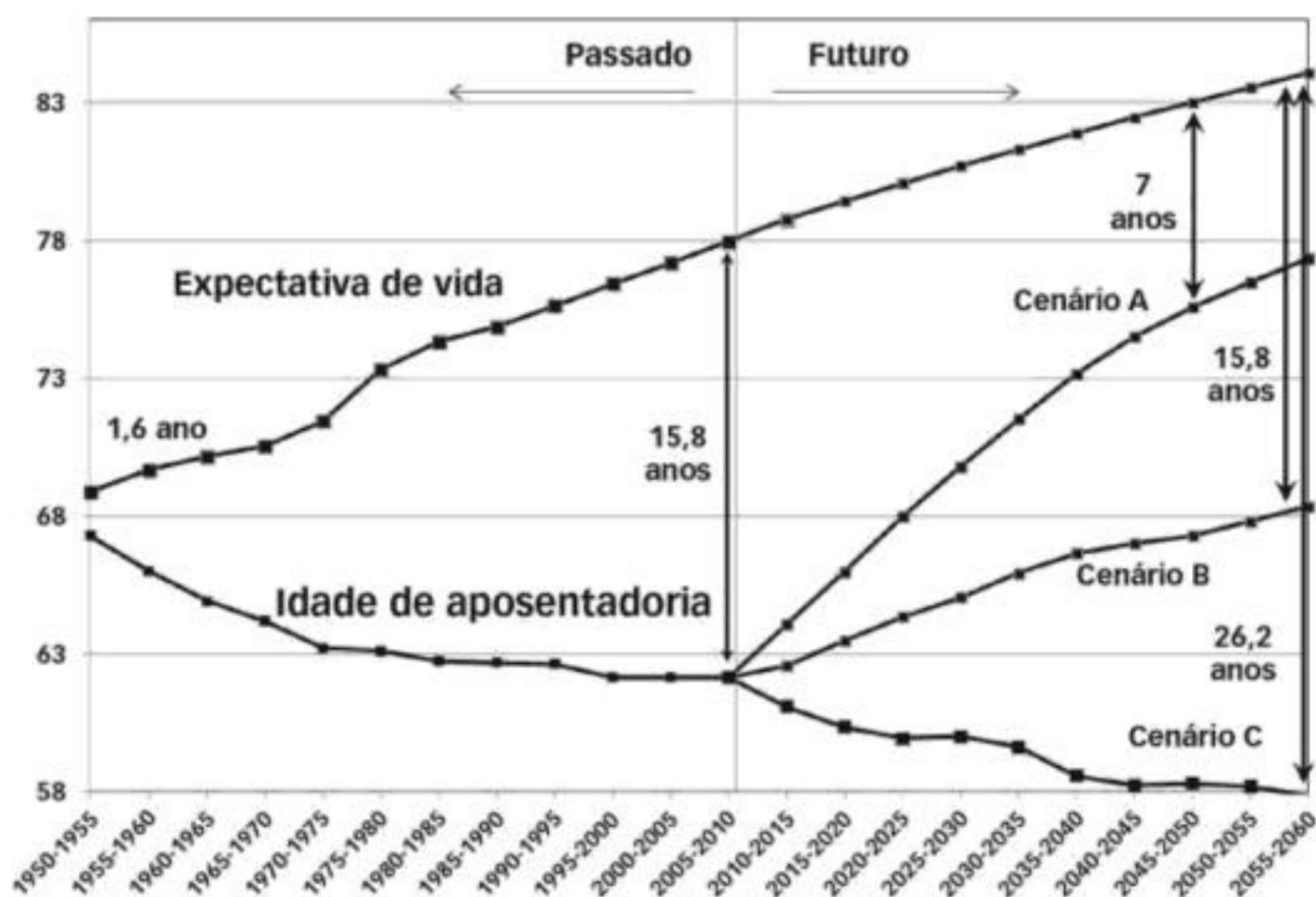


Figura 4.2 Expectativa de vida e idade de aposentadoria em diferentes cenários de crescimento, 1950-2060.

O impacto da idade de aposentadoria é expressivo. A idade de aposentadoria deve aumentar dos atuais 62 para 77 em meados deste século, uma elevação de 15 anos que supera facilmente o aumento na expectativa de vida. Esse cenário diminuirá o período de aposentadoria do nível atual de 15,8 anos para 7 anos, uma redução de mais de 50%, e inverterá a maior parte dos ganhos realizados pelos aposentados no período pós-guerra.⁶

DEMOGRAFIA MUNDIAL E ONDA DE ENVELHECIMENTO

São análises como essas que deram origem a previsões pessimistas sobre os retornos dos ativos por parte daqueles que avaliam o envelhecimento da população. Alguns pesquisadores utilizaram dados demográficos específicos de cada país para prever os retornos dos ativos do país com base nessas condições de oferta e demanda.⁷

Contudo, ver o futuro através das lentes da demografia de cada país é errado. É necessário visualizar o mundo como uma única economia e não como nações separadas em que cada uma tenta atender ao seu consumo com sua própria produção. Em um mundo de expansão do comércio global, os jovens das nações em desenvolvimento podem produzir bens para os – e comprar ativos dos – aposentados das nações desenvolvidas de qualquer parte do mundo.

O motivo pelo qual isso poderia ser significativo é que, embora o mundo desenvolvido tenha uma “onda de envelhecimento” acentuada, o restante do mundo não tem. Com exceção do Japão, da Europa e dos Estados Unidos, as economias emergentes têm uma população bastante jovem.

A Figura 4.1B representa graficamente a proporção entre aposentados e trabalhadores dos países em desenvolvimento. Não há dúvida de que a proporção entre aposentados e trabalhadores aumenta em quase todos os países. Contudo, com exceção da China, a elevação do número de aposentados nas economias emergentes é bem mais gradativa do que nos países em desenvolvimento. De 2013 a 2033, período em que a maioria dos *baby boomers* dos países desenvolvidos se aposenta, o número de aposentados por 100

trabalhadores aumenta de 11 para apenas 18 nas economias emergentes, bem inferior ao dos Estados Unidos, onde a proporção aumenta de 27 para 45. No caso da África, o número de aposentados por 100 trabalhadores praticamente se mantém inalterado no nível extremamente baixo de 7,5. E mesmo no caso da China, economia emergente de mais rápido envelhecimento em virtude de sua política de filho único, o número de aposentados por 100 trabalhadores aumentou de 14 para 30 nos últimos 20 anos e sua proporção de aposentados só ofusca a dos Estados Unidos em 2060.

PERGUNTA FUNDAMENTAL

A pergunta é: os trabalhadores dos mercados emergentes são capazes de produzir bens suficientes para atender aos aposentados do mundo desenvolvido e esses trabalhadores podem economizar uma renda suficiente para comprar os ativos que os aposentados do mundo desenvolvido precisam vender para financiar sua aposentadoria? Neste exato momento, a resposta é não. Embora 80% da população mundial viva nos países em desenvolvimento, essas economias geram apenas metade da produção mundial.

Mas essa proporção está mudando rapidamente. Em 1980, na China, Deng Xiaoping mudou o rumo da economia chinesa, abrindo-a para as forças do mercado, e introduziu o país em um período de crescimento rápido e constante. A renda *per capita*, avaliada em termos equivalentes ao poder aquisitivo das moedas americana e chinesa, aumentou de apenas 2,1% em relação ao nível dos Estados Unidos em 1980 para 16,1% em 2010. Como a população chinesa é quase quatro vezes superior à dos Estados Unidos, a China será a maior economia mundial quando sua renda *per capita* atingir 25% da renda dos Estados Unidos, o que está previsto para ocorrer por volta de 2016. E a economia da China terá duas vezes o tamanho da economia dos Estados Unidos em 2025 se a renda *per capita* de ambos os países continuar crescendo de acordo com o ritmo atual.

Uma década depois que o rápido crescimento da China teve início, uma transformação semelhante ocorreu na Índia. O primeiro-ministro Narasimha Rao, com o ministro da Fazenda Manmohan Singh, iniciou a liberalização da Índia em 1991. As reformas aboliram várias exigências burocráticas, diminuíram as tarifas e as taxas de juros e acabaram com vários monopólios públicos. A Índia começou a crescer mais rapidamente e, embora seu crescimento atual seja inferior ao da China, seu PIB total provavelmente superará o dos Estados Unidos na década de 2030 e com o tempo ultrapassará a produção da China.

A Figura 4.3 mostra como a distribuição do PIB mundial evoluirá com base em previsões de crescimento da produtividade do Fundo Monetário Internacional (FMI) e da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e em previsões da Organização das Nações Unidas (ONU) sobre o crescimento populacional em cada país. Em 1980, o mundo desenvolvido produziu três quartos da produção mundial, e os Estados Unidos produziram um quarto. Atualmente, o mundo desenvolvido produz em torno de metade do PIB mundial. Em 20 anos, isso reduzirá a um terço e, por volta do fim deste século, diminuirá para um quarto. Em contraposição, a produção das economias emergentes aumentará para três quartos do PIB mundial no final deste século.

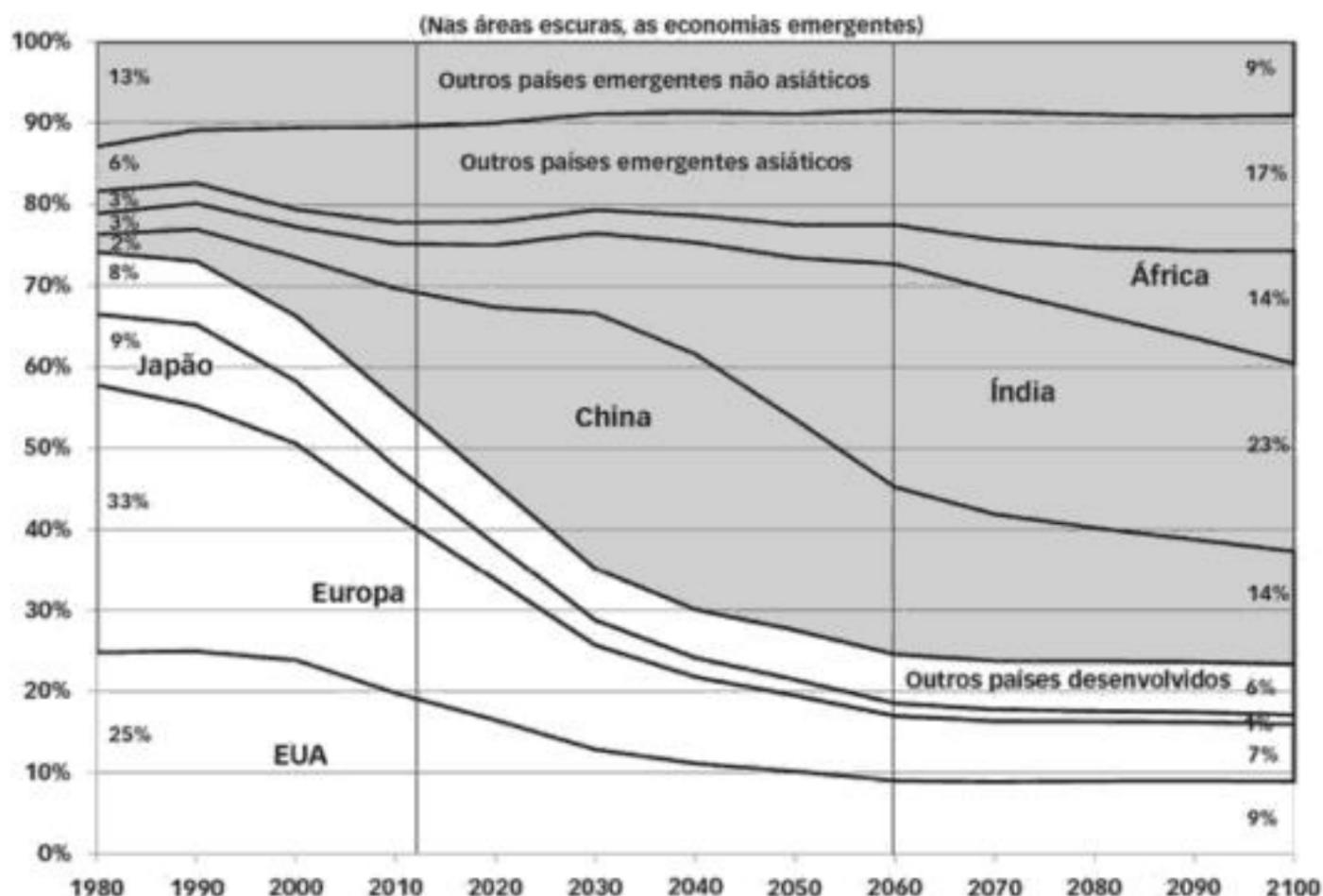


Figura 4.3 PIB mundial entre 1980-2100 com base em previsões do FMI, da OCDE e da ONU.

O crescimento do PIB da China e da Índia é particularmente notável. A China cresceu de apenas 2% da produção mundial em 1980 para 16% atualmente, e a previsão é de que atinja um máximo de 32% da produção mundial em 2032, antes de retroceder para 14% no final do século. Esse declínio deve-se à política de filho único da China e ao fato de que, à medida que seu PIB *per capita* ficar próximo ao dos países desenvolvidos, seu crescimento desacelerará. A Índia cresceu de 3% do PIB mundial em 1980 para 6% atualmente e prevê-se que esse número aumentará para 11% do PIB mundial em 2032. Em 2060, a previsão é de que a economia da Índia será maior do que a da China em virtude de seu maior crescimento populacional. Prevê-se que a Índia produzirá em torno de um quarto do PIB mundial de 2040 até o final deste século.

A África mantém-se como uma pequena parcela da economia mundial até 2070, quando então começa a se expandir, atingindo 14%, o mesmo tamanho da economia da China, no final do século. As suposições utilizadas para projetar o crescimento da África são bastante conservadoras e é provável que subestimem a importância da África na segunda metade deste século. É muito difícil determinar quando e se uma economia subdesenvolvida decolará, tal como ocorreu com a China, na década de 1980, e a Índia, uma década depois. As atuais suposições do FMI presumem uma taxa de crescimento de 5% para a África subsaariana, superior à do mundo desenvolvido e bem abaixo à que a Ásia atingiu. Em vista da previsão de que a África abrigará quase um terço da população mundial no final deste século (e essa previsão presume que a taxa de fertilidade da África diminuirá marcadamente ao longo desse período), se esse continente conseguir um rápido crescimento, provavelmente conseguirá ultrapassar a Ásia como maior produtor mundial.

Outros pesquisadores confirmaram a importância das nações emergentes para a economia mundial. Homi Khara, do Centro de Desenvolvimento da OCDE, avaliou que a “classe média”, definida como a que integra pessoas que ganham entre US\$ 3.650 e US\$ 36.500 por ano, aumentará em mais de 3 bilhões, ou 170%, entre 2009 e 2030.⁸ E seus gastos terão uma elevação de 150%, um aumento de mais de US\$ 34 trilhões, mais de duas vezes o tamanho atual da economia dos Estados Unidos. A projeção é de que mais de 80% do crescimento ocorrerá na Ásia. Em contraposição, o gasto total na Europa Ocidental e nos Estados Unidos aumentará muito pouco nesse período.

O crescimento das economias emergentes tem profundas implicações para os países desenvolvidos. Primeiro, muitos dos bens que serão procurados pelos aposentados no mundo desenvolvido serão produzidos pelos trabalhadores do mundo emergente. E a renda obtida da venda desses produtos será usada para aumentar não apenas o consumo dos trabalhadores, mas também suas economias. Os asiáticos são por natureza grandes poupadores; mesmo países ricos e envelhecidos como o Japão têm índices nacionais de poupança de cerca de 25%, bem acima do índice das economias ocidentais e mais do dobro do índice dos Estados Unidos.

O aumento da poupança por parte dos investidores nas economias emergentes indica que os mercados financeiros no mundo desenvolvido talvez não sejam dominados por ativos vendidos pelos *baby boomers* idosos. Se o crescimento da produtividade nos mercados emergentes conseguir ficar em torno de 4,5% ao ano ao longo da segunda metade deste século, o que é igual à média desde 1990, a futura idade de aposentadoria nos Estados Unidos seguirá o cenário B da Figura 4.2.

Aliás, o cenário B não leva em conta um declínio maior na *idade* de aposentadoria, nem estabiliza essa idade em seu nível atual de 62. Mas estabiliza o número de anos que um trabalhador típico viverá na aposentadoria – elevando a idade de aposentadoria proporcionalmente ao aumento na expectativa de vida.

A Figura 4.4 mostra as taxas passadas e previstas de crescimento da produtividade em países desenvolvidos e em desenvolvimento, de 1980 a 2035. O crescimento da produtividade girou em torno de 5% nos últimos 20 anos nas economias emergentes, um período que inclui a Grande Recessão.

É possível que a idade de aposentadoria no mundo desenvolvido continue caindo? O cenário C da Figura 4.2 apresenta as perspectivas extremamente otimistas que prevaleceriam se todas as economias emergentes conseguissem o rápido crescimento de 9% obtido pela China nos últimos 20 anos. Nesse caso haveria uma produção tão grande de bens, que a demanda dos *baby boomers* no mundo desenvolvido seria completamente contrabalançada pela produção de bens e serviços no mundo em desenvolvimento. A idade de aposentadoria nos Estados Unidos continuaria a cair e geraria um período de aposentadoria superior a 26 anos por volta de 2060.

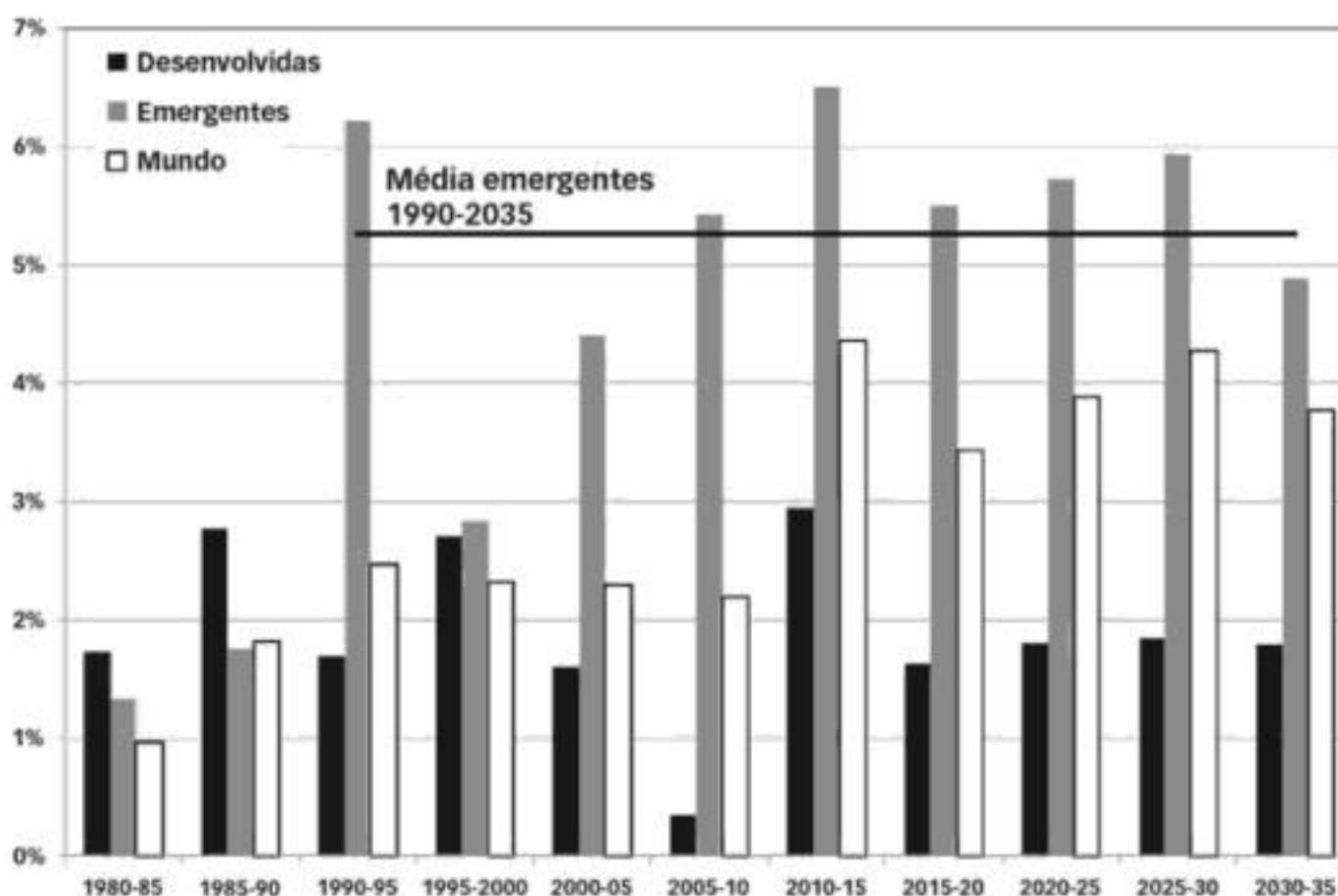


Figura 4.4 Crescimento da produtividade histórico e previsto de economias desenvolvidas e emergentes, 1980-2035.

AS ECONOMIAS EMERGENTES PODEM PREENCHER A LACUNA

No início deste capítulo, fiz a seguinte pergunta: quem produzirá os produtos que os aposentados consumirão e quem comprará os ativos que eles precisam vender para financiar esse consumo?

Agora sabemos que são os trabalhadores e investidores dos países em desenvolvimento. À medida que eles venderem sua produção às economias desenvolvidas, eles serão pagos com rendimentos provenientes da venda de ações e dívidas que hoje são mantidos pela população *baby boom*. Desde que eles consigam acalmar a onda de envelhecimento que está diretamente associada ao seu crescimento econômico. Se eles continuarem crescendo rapidamente, é provável que a maioria das ações e dos títulos emitidos por empresas nos Estados Unidos, na Europa e no Japão passe para as mãos dos investidores do mundo em desenvolvimento. Em meados deste século, investidores chineses, indianos e outros investidores dessas economias jovens obterão a participação majoritária da maior parte das grandes corporações globais.

Há quem possa perguntar por que os investidores das economias emergentes comprarão ativos ocidentais se seu país está crescendo tão rapidamente. A resposta é que, em um ambiente global, as perspectivas das empresas não estão mais atreladas ao seu país de origem. O crescimento dos mercados emergentes gera imensas oportunidades para as empresas ocidentais venderem à nova classe média. E o crescimento nas economias emergentes também impõe enormes exigências à sua infraestrutura. Estima-se que a infraestrutura de gastos nas economias emergentes girará entre 2% e 3% do PIB global nos próximos 20 anos. Isso corresponde a mais de US\$ 2 trilhões por ano, e as empresas americanas são os principais beneficiários desses gastos.⁹

Não há dúvida de que os consumidores das economias em rápida expansão sentem-se atraídos por marcas, e as marcas ocidentais têm um apelo especial. Isso é evidenciado pelo relatório Melhores Marcas Globais (Best Global Brands), de 2013, produzido pela Interbrand, empresa de consultoria pertencente ao Omnicom Group. Esse relatório classifica o que se consideram as 100 marcas globais mais valiosas com base em critérios que incluem desempenho financeiro, o papel desempenhado pela marca no sentido de influenciar as escolhas dos consumidores e a capacidade da marca de contribuir para o lucro da empresa controladora. As empresas estabelecidas nos Estados Unidos possuem as sete maiores marcas (Apple, Google, Coca-Cola, IBM, Microsoft, GE e McDonald's) e 14 das 20 maiores.

O que pode acontecer se as empresas ocidentais não concorrerem eficazmente no mercado global? Nesse caso, pode-se ter certeza de que os concorrentes estrangeiros se adiantarão para preencher a lacuna. Contudo, as empresas ocidentais que possuem marcas reconhecidas são mais propensas a ser compradas por investidores estrangeiros que oferecerão a *expertise* necessária para vender nesses mercados estrangeiros.

O CRESCIMENTO DA PRODUTIVIDADE CONSEGUE ACOMPANHAR O RITMO?

O crescimento da produtividade impulsiona nosso padrão de vida.¹⁰ O rápido crescimento da produtividade nas economias emergentes toma emprestada e utiliza a tecnologia que já foi desenvolvida pelas economias mais avançadas.

Entretanto, o crescimento da produtividade nos países desenvolvidos depende de inovação e invenção porque essas economias já estão atuando na linha de frente do *know-how* tecnológico. Historicamente, a produtividade no mundo desenvolvido aumentou segundo um ritmo notadamente constante de 2% a 2,5% ao ano, o que significa que a cada 35 anos o padrão de vida dobra.¹¹

Porém, alguns economistas, como o professor Robert Gordon, da Universidade de Northwestern, acreditam que o crescimento da produtividade está fadado a cair drasticamente nos Estados Unidos.¹² Gordon cita, dentre outros fatores, o envelhecimento da população, o aumento crescente da desigualdade e o desempenho educacional instável como os motivos desse declínio. Exceto para 1% dos mais ricos na distribuição de renda,

Gordon prevê que a grande maioria da população americana experimentará um crescimento de apenas 0,5% ao ano, menos de um quarto da média de longo prazo.

Outros confirmam o pessimismo do professor Gordon e lamentam que as descobertas no momento atual não mudem a vida das pessoas da forma que ocorria há um século. Tyler Cowen, economista da Universidade George Mason e autor do livro *The Great Stagnation*, expressou sua convicção de que o mundo desenvolvido encontra-se em um estado de estagnação tecnológica e que todos os frutos ao alcance das mãos já foram descobertos.¹³

A propósito, examine a Tabela 4.1. Ela mostra as invenções que mudaram a vida nos últimos 100 anos. Aquelas que ocorreram na primeira metade desse período parecem bem mais importantes do que as da segunda metade, no sentido de transformar a vida de pessoas comuns.¹⁴

No Vale do Silício, há quem acredite que os Estados Unidos estejam em uma tendência descendente. Peter Thiel, fundador da PayPal, afirmou que a inovação nos Estados Unidos encontra-se “entre a cruz e a espada”.¹⁵

Essa visão pessimista se alastrou para a comunidade de investimentos. Bill Gross e Mohammed El-Erian, diretores da gigantesca empresa de investimento PIMCO, cunharam o termo *new normal* (novo normal) em 2009 para descrever uma condição em que o crescimento econômico dos Estados Unidos despenca para 1% a 2%, bem abaixo do nível de mais de 3% em torno do qual ele girou no período após a Segunda Guerra Mundial.¹⁶ Outros diretores de investimento também adotaram esse conceito.¹⁷

Tabela 4.1 Invenções que mudaram a vida nos últimos 100 anos

1910-1960	1960-2010
Eletricidade	Controle de natalidade
Água encanada	Celular
Máquina de lavar roupa	Internet
Refrigeração	Computador pessoal
Automóvel	
Telefone	
Televisão/cinema	
Computadores de grande porte	
Viagem aérea	
Antibióticos/vacinas	
Energia atômica	

Mesmo que o crescimento esteja mais lento nos Estados Unidos, isso não significa que as taxas de crescimento diminuam ao redor do mundo. Embora as inovações citadas na primeira coluna da Tabela 4.1 há muito tempo estejam presentes no mundo desenvolvido, o mundo em desenvolvimento está apenas começando a adquirir as comodidades existentes nas economias avançadas. Em 2006, o Relatório de Desenvolvimento Humano das Nações Unidas avaliou que 2,6 bilhões de pessoas, ou 40% da população mundial, não tinha água encanada. Eletricidade, refrigeração e cuidados básicos de saúde são itens que ainda não estão ao alcance de bilhões de pessoas. Aliás, grande parte da elevação da renda e riqueza mundiais nas últimas décadas está relacionada ao fato de o mundo em desenvolvimento ter adquirido o padrão de vida há muito tempo existente no mundo desenvolvido.

Acredito que nem mesmo a produtividade do mundo desenvolvido esteja necessariamente em declínio. A digitalização e a disponibilidade instantânea de informações se unirão para estimular um crescimento mais rápido da produtividade.

Quando examinamos a história, constatamos que as invenções que aceleraram a comunicação, como a descoberta do papel por Ts'ai Lun no século primeiro e a invenção da imprensa por Johannes Guttenberg no século quinto, precederam períodos de rápidas descobertas e inovações.¹⁸ Nos séculos XIX e XX, o telégrafo e depois o telefone impulsionaram o crescimento ao possibilitar a primeira comunicação instantânea entre indivíduos distantes.

Mas nenhuma descoberta recente tem um potencial tão grande quanto a internet para fomentar a inovação. Em breve, praticamente tudo o que já foi escrito e gravado – em vídeo,

filme, papel ou dispositivos digitais – poderá ser acessado instantaneamente *on-line*. Pela primeira vez na história da humanidade existe a perspectiva real de acesso praticamente livre e ilimitado de qualquer pesquisador ao corpo de conhecimento mundial a respeito de qualquer assunto que seja.

Charles Jones, professor da Universidade de Stanford, conduziu uma ampla pesquisa sobre crescimento da produtividade e afirma que 50% do crescimento dos Estados Unidos entre 1950 e 1993 pode ser atribuído à elevação no mundo inteiro – e não apenas em países específicos – da intensidade de pesquisa. Em seu artigo “Sources of US Economic Growth in a World of Ideas”, ele alega que uma determinação significativa do crescimento da produtividade é “a implementação de ideias que são descobertas no mundo inteiro [...], que, por sua vez, é proporcional à população total dos países inovadores que estão inovando”.¹⁹

Aliás, é o crescimento do número de “países que estão inovando” que retrata um quadro promissor para o nosso futuro. No século passado, mais de 90% dos ganhadores do Prêmio Nobel no âmbito científico eram europeus e americanos, embora eles constituam uma pequena fração da população mundial. Isso está fadado a mudar radicalmente. Só a abertura da China e da Índia mais do que dobrou o número de pessoas com acesso à pesquisa mundial. E as barreiras de idioma estão desaparecendo porque a tecnologia possibilita traduções instantâneas. Isso implica que o crescimento da produtividade não diminuirá, mas na verdade aumentará nas próximas décadas.²⁰

CONCLUSÃO

Se a maioria dos países de alta renda, incluindo os Estados Unidos, depender de seus trabalhadores para produzir bens e serviços para a população idosa, provavelmente haverá uma elevação na idade de aposentadoria, elevação que pode superar o aumento esperado na expectativa de vida. Contudo, como a produtividade está aumentando nos países em desenvolvimento ao redor do mundo, é provável que haja trabalhadores suficientes para produzir os produtos, poupadores suficientes para comprar os ativos dos *baby boomers* que estão se aposentando e que a elevação na idade de aposentadoria seja apenas moderada. Esse crescimento possibilitará que os retornos futuros sobre as ações sejam próximos de seus níveis históricos.

Com certeza existe a possibilidade de esse cenário favorável não ocorrer. Guerras comerciais, restrições ao fluxo de capital e um retrocesso nas políticas de crescimento na Ásia e em outras partes terão um impacto negativo sobre a economia e os retornos das ações. Mas existem igualmente bons motivos que indicam que a produtividade pode avançar mais rapidamente, não apenas no mundo em desenvolvimento, mas também nas economias desenvolvidas. A revolução da comunicação possibilitou que os pesquisadores colaborem em uma escala que há apenas alguns anos era inconcebível. E a colaboração fomenta descobertas, inovações e invenções. Tal como o presidente do Fed, Ben Bernanke, afirmou em seu discurso aos formandos da Bard College, em Simon’s Rock, em 2013: “Tanto a capacidade humana para inovar quanto os incentivos à inovação são bem maiores no presente do que em qualquer outra época da história”.²¹

PARTE

II

O VEREDITO DA HISTÓRIA

Retornos de ações e títulos desde 1802

Não conheço outra forma de avaliar o futuro senão pelo passado.

— PATRICK HENRY, DISCURSO DE 1775 NA CONVENÇÃO DE VIRGÍNIA,
23 DE MARÇO DE 1775

DADOS DO MERCADO FINANCEIRO DE 1802 AO PRESENTE

Este capítulo analisa os retornos das ações, dos títulos e de outras classes de ativos ao longo dos últimos dois séculos. A história dos Estados Unidos é dividida aqui em três subperíodos. No primeiro, de 1802 a 1870, o país fez uma transição entre a economia agrária e industrializada, comparável às mudanças que vários “mercados emergentes” da América Latina e da Ásia estão realizando no presente. No segundo, de 1871 a 1925, o país se tornou o principal poder político-econômico do mundo. O terceiro, de 1926 ao presente, abrange a Grande Depressão, a expansão pós-guerra, a bolha de tecnologia e a crise financeira de 2008.

Esses períodos foram escolhidos não apenas porque são historicamente significativos, mas também porque assinalam rupturas na qualidade e abrangência dos dados históricos sobre os retornos das ações. Os retornos acionários mais difíceis de coletar foram os de 1802 a 1871, porque havia poucos dados sobre os dividendos desse período. Em edições anteriores do livro *Investindo em Ações no Longo Prazo*, utilizei um índice de preço de ações baseado na pesquisa do professor William Schwert.¹ Contudo, sua pesquisa não inclui dividendos, o que me levou a avaliar o rendimento de dividendos com base em dados sobre dividendos e informações macroeconômicas do segundo subperíodo. Os rendimentos de dividendos que obtive para o primeiro período mostraram-se coerentes com outras informações históricas publicadas sobre os rendimentos de dividendos desse período inicial.²

Em 2006, dois importantes pesquisadores na área de retornos acionários americanos, Bill Goetzmann e Roger Ibbotson, da Universidade Yale, publicaram a pesquisa mais profundamente documentada sobre os retornos acionários anteriores a 1871.³ Essa pesquisa, que levou mais de uma década para ser concluída, determinou os dados mensais sobre os preços e dividendos de mais de 600 títulos individuais ao longo de mais de um século. O retorno acionário anual de 6,9% que utilizei neste livro para o período de 1802–1871 baseia-se na pesquisa de Goetzmann e Ibbotson e está apenas 0,2 ponto percentual abaixo das minhas estimativas iniciais dos retornos acionários do século XIX.⁴

Com relação aos anos do período de 1871 a 1925, os retornos das ações são calculados com base em um índice ponderado por capitalização de todas as ações da NYSE (que inclui

os dividendos reinvestidos) e são extraídos dos índices bem conceituados que foram compilados pela Fundação e divulgados em Shiller.⁵ Os dados do terceiro período, de 1925 ao presente, são os mais detalhadamente pesquisados e provêm do Centro de Pesquisa de Preços de Títulos. Esses retornos representam um índice ponderado por capitalização de todas as ações da Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) e de todas as ações americanas e da Nasdaq a partir de 1962. O comportamento dos retornos das ações e dos títulos desde 1925 também foi pesquisado por Roger Ibbotson, que publicou anuários que se tornaram referência para os retornos dos ativos americanos desde 1972.⁶ Todos os retornos de ações e títulos divulgados neste livro, incluindo aqueles do início do século XIX, estão isentos do “viés de sobrevivência”, um viés que surge da utilização dos retornos das empresas que sobreviveram e da desconsideração dos retornos inferiores das empresas que deixaram de existir com o passar do tempo.

RETORNO TOTAL DOS ATIVOS

A história desses ativos é relatada na Figura 5.1. Essa figura retrata os índices de retorno nominal total (não ajustados à inflação) de ações, títulos de curto prazo do governo, ouro e *commodities*, de 1802 a 2012. O retorno total inclui mudanças no valor do capital mais juros ou dividendos e presume que esses fluxos de caixa são automaticamente reinvestidos no ativo ao longo do tempo.

É possível observar claramente que nos últimos dois séculos o retorno total das ações predominam sobre todos os outros ativos. O valor de US\$ 1 investido em uma carteira ponderada por capitalização em 1802, com dividendos reinvestidos, teria aumentado gradualmente para quase US\$ 13,5 milhões no final de 2012.

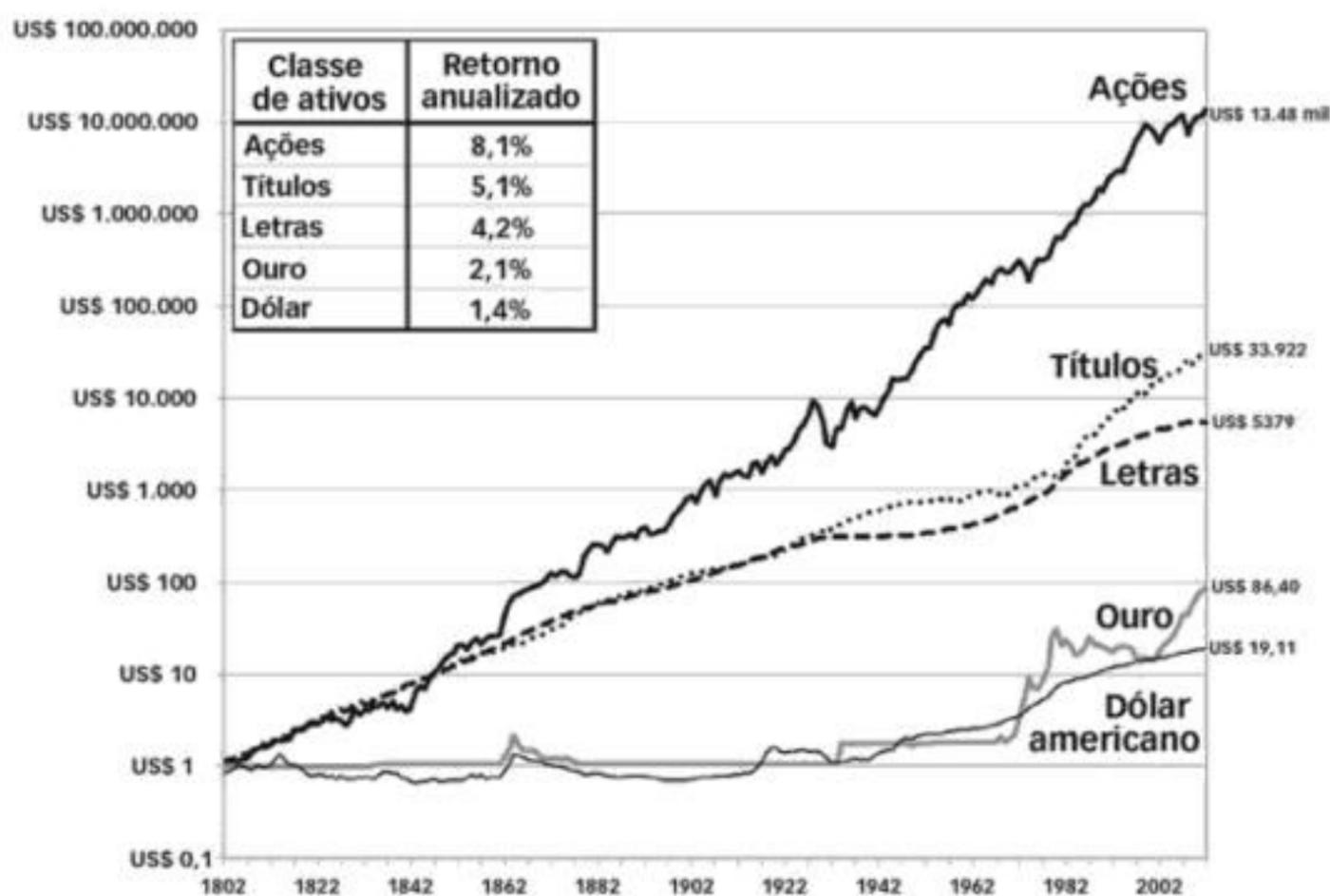


Figura 5.1 Retornos nominais totais e inflação, 1802-2012.

Até a quebra cataclísmica do mercado acionário de 1929, que levou uma geração de investidores a evitar as ações, parece um mero abalo no índice de retorno acionário total. Os mercados baixistas, que também atemorizam aqueles que mantêm investimentos acionários, desvanecem no contexto do ímpeto ascendente dos retornos acionários.

É fundamental compreender que o retorno total das ações retratado na Figura 5.1 não representa o crescimento no valor total do mercado acionário dos Estados Unidos. A

riqueza em ações aumenta a um ritmo significativamente mais lento do que o retorno total das ações. O retorno total aumenta mais rapidamente do que a riqueza em ações porque os investidores consomem a maior parte dos dividendos pagos pelas ações e, portanto, esses dividendos não são reinvestidos e não podem ser usados pelas empresas para gerar capital. Seria necessário investir apenas US\$ 1,33 milhão no mercado acionário em 1802 para que esse valor aumentasse, com os dividendos reinvestidos, para cerca de US\$ 18 trilhões, o valor total das ações americanas, no final de 2012. O montante de US\$ 1,33 milhão em 1802 equivale a aproximadamente US\$ 25 milhões em poder aquisitivo atual, um valor bem inferior ao do mercado acionário da época.⁷

Embora a teoria financeira (e as regulamentações governamentais) exija que esse retorno total seja calculado com dividendos reinvestidos (ou outros fluxos de caixa), é raro qualquer pessoa acumular uma riqueza no decorrer de longos períodos sem consumir parte de seu retorno. O período mais longo durante o qual os investidores mantêm ativos sem tocar no principal e nos rendimentos ocorre quando eles estão acumulando riqueza em planos de pensão para a aposentadoria ou em apólices de seguro que são transferidas para seus herdeiros. Mesmo aqueles que deixam fortunas de herança intocáveis durante a vida devem perceber que essas acumulações com frequência são dissipadas na geração seguinte ou gastas pelas fundações para as quais o dinheiro foi deixado. O mercado acionário tem o poder de transformar um único dólar em milhões por meio da poupança de gerações – mas poucos terão paciência ou desejo de suportar a espera.

O DESEMPENHO DE LONGO PRAZO DOS TÍTULOS DE RENDA FIXA

Os investimentos de renda fixa são o maior e mais importante ativo que compete com as ações. Os títulos prometem pagamentos monetários fixos ao longo do tempo. Diferentemente das ações, os fluxos de caixa dos títulos têm um valor monetário máximo que é definido pelos termos do contrato. Exceto em caso de inadimplência, os retornos dos títulos não variam com a lucratividade das empresas.

As séries de títulos mostradas na Figura 5.1 baseiam-se em dívidas de longo e curto prazo do Tesouro dos Estados Unidos, quando disponíveis; nos casos em que não havia títulos disponíveis, tal como ocorreu em alguns dos anos iniciais de nossa amostra, foram escolhidas dívidas municipais com a classificação mais alta. Os prêmios de inadimplência foram calculados e removidos das taxas de juros dos títulos mais arriscados a fim de obter uma amostra de alta classificação comparável ao longo do período completo.⁸

As taxas de juros das dívidas de longo prazo e das dívidas de curto prazo (chamadas de letras), no período de 210 anos, são exibidas na Figura 5.2. As flutuações nas taxas de juros durante os séculos XIX e XX mantiveram-se dentro de um pequeno intervalo. Contudo, de 1926 ao presente, o comportamento das taxas de juros de longo e curto prazo mudou consideravelmente. Durante a Grande Depressão da década de 1930, as taxas de juros de curto prazo caíram para quase zero e, em outubro de 1941, o rendimento dos títulos de 20 anos do Tesouro caiu para 1,82%, uma queda recorde. Com o objetivo de financiar empréstimos recorde em tempos de guerra, o governo manteve taxas extraordinariamente baixas durante e logo depois da Segunda Guerra Mundial.



Figura 5.2 Taxas de juros de longo e curto prazo nos Estados Unidos, 1800-2012.

A década de 1970 marcou uma mudança inédita no comportamento das taxas de juros. A inflação atingiu dois dígitos e as taxas de juros dispararam para níveis nunca vistos desde o rebaixamento da moeda continental nos primeiros anos da república. Nunca antes a inflação e, portanto, as taxas de juros, haviam se mantido tão altas por tanto tempo.

O povo clamou por medidas do governo para desacelerar os preços em ascensão. Esse clamor foi atendido por Paul Volcker, presidente do Federal Reserve System desde 1979, que trouxe a taxa de juros para quase 20% e com o tempo diminuiu a inflação e as taxas de juros para níveis moderados. A mudança no comportamento das taxas de juros está diretamente relacionada com as mudanças nos determinantes do nível de preços.

OURO, DÓLAR E INFLAÇÃO

Os preços ao consumidor nos Estados Unidos e no Reino Unido nos últimos 200 anos são retratados na Figura 5.3. Em ambos os países, o nível de preços no início da Segunda Guerra Mundial foi basicamente idêntico ao de 150 antes. Contudo, após a Segunda Guerra Mundial, a natureza da inflação mudou sensivelmente. O nível de preços aumentou quase continuamente após a guerra, com frequência de forma gradativa, mas algumas vezes ao ritmo de dois dígitos, tal como ocorreu na década de 1970. Excluindo os tempos de guerra, a década de 1970 testemunhou a primeira inflação de crescimento rápido e contínuo já experimentada na história americana ou britânica.

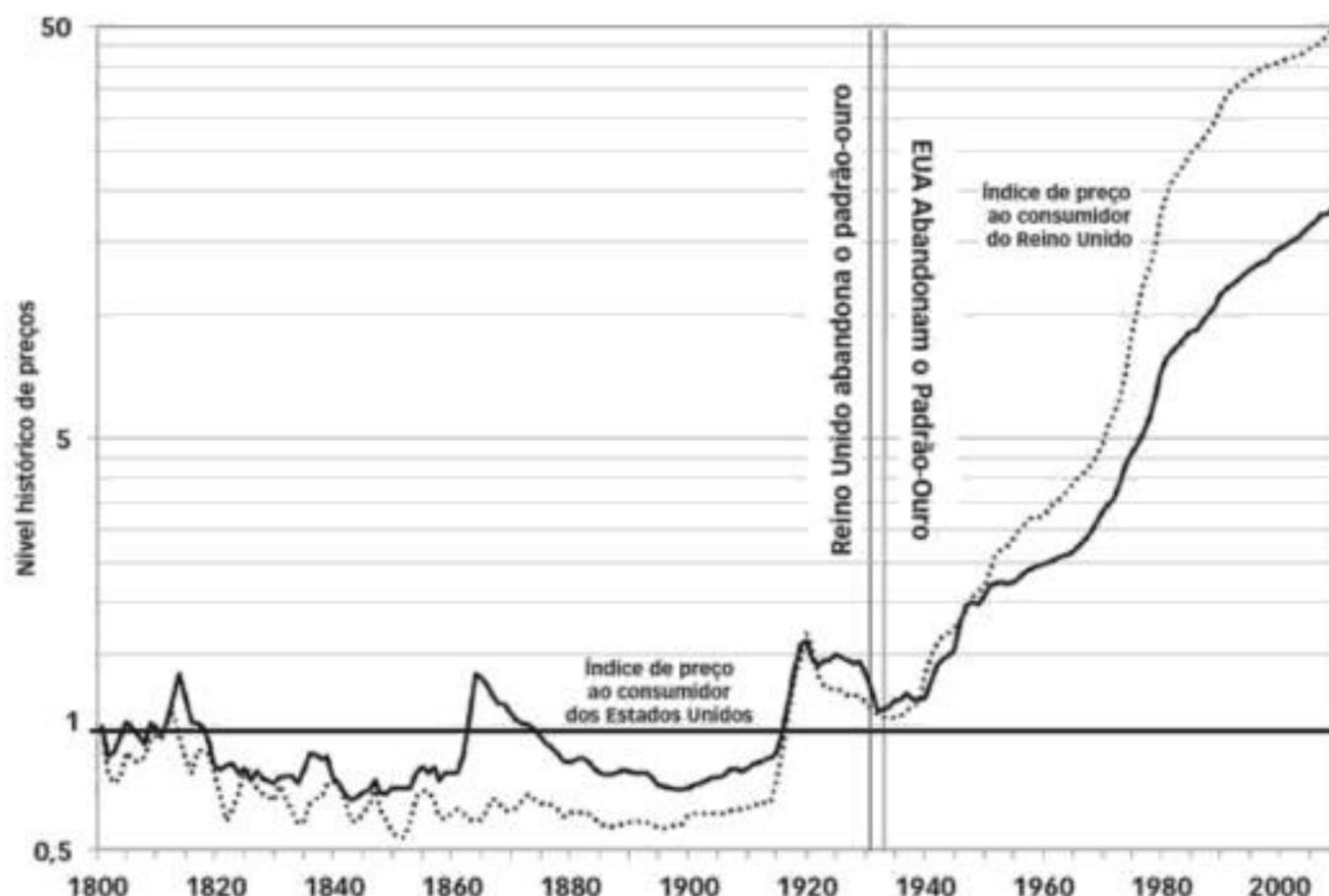


Figura 5.3 Índice de preço ao consumidor dos EUA e do Reino Unido, 1800-2012.

As drásticas mudanças na tendência inflacionária podem ser explicadas pela mudança no padrão monetário. Durante os séculos XIX e XX, os Estados Unidos, o Reino Unido e o restante do mundo industrializado utilizaram o padrão-ouro. Tal como a Figura 5.1 demonstra, o vínculo entre o preço do ouro e o nível de preços durante esse período foi bastante estreito. Isso porque o padrão-ouro restringe a oferta de moeda e, por conseguinte, a taxa de inflação. No entanto, da Grande Depressão à Segunda Guerra Mundial, o mundo mudou para o padrão papel-moeda. No padrão papel-moeda não há nenhuma restrição legal à emissão de moeda e, por isso, a inflação está sujeita a forças políticas e igualmente a forças econômicas. A estabilidade dos preços depende do desejo dos bancos centrais de restringir o crescimento da oferta de moeda a fim de combater o gasto deficitário e outras forças inflacionárias resultantes das despesas e regulamentações governamentais.⁹

A inflação crônica que os Estados Unidos e outras economias desenvolvidas experimentaram desde a Segunda Guerra Mundial não implica superioridade do padrão-ouro sobre o padrão papel-moeda. O padrão-ouro foi abandonado em virtude de sua inflexibilidade diante de crises econômicas, particularmente durante o colapso bancário da década de 1930. O padrão papel-moeda, quando administrado de forma apropriada, pode impedir as corridas aos bancos e as depressões severas que assolaram o padrão-ouro e ao mesmo tempo manter a inflação em níveis baixos a moderados.

Mas a política monetária não era bem administrada. O preço do ouro disparou para US\$ 850 por onça em janeiro de 1980, após a acelerada inflação da década de 1970. Quando a inflação foi finalmente controlada, o preço do ouro caiu, mas aumentou novamente após a crise financeira de 2008, quando a inundação de créditos emitidos pelos bancos alimentou o temor de inflação. No final de 2012, o preço do ouro chegou a US\$ 1.675 por onça e US\$ 1 em barra de ouro investido em 1802 valia US\$ 86,40 no final de 2012, enquanto o nível de preços em si aumentou segundo o fator de 19,12. No entanto, embora o ouro proteja os investidores contra a inflação, pouco oferece além disso. Qualquer que seja a característica de proteção do ouro, é provável que o metal precioso retarde consideravelmente o retorno da carteira de um investidor de longo prazo.¹⁰

RETORNOS REAIS TOTAIS

O foco dos investidores de longo prazo deve ser o aumento do poder aquisitivo de seu investimento – isto é, a criação de riqueza ajustada aos efeitos da inflação. A Figura 5.4 reproduz a Figura 1.1, do Capítulo 1, e é elaborada com os retornos em dólar mostrados na Figura 5.1 e com sua correção (ou “deflação”) de acordo com as mudanças no nível de preços. Os retornos reais anualizados das várias classes de ativos encontram-se no canto superior esquerdo gráfico.

O retorno real anual composto das ações gira em torno de 6,6% ao ano após a inflação. Embora tenham sido acrescentados 20 anos de dados sobre o mercado acionário desde a primeira edição de *Investindo em Ações no Longo Prazo*, esse retorno é apenas um terço de um ponto percentual inferior ao retorno de 6,7% que divulguei em 1994.¹¹

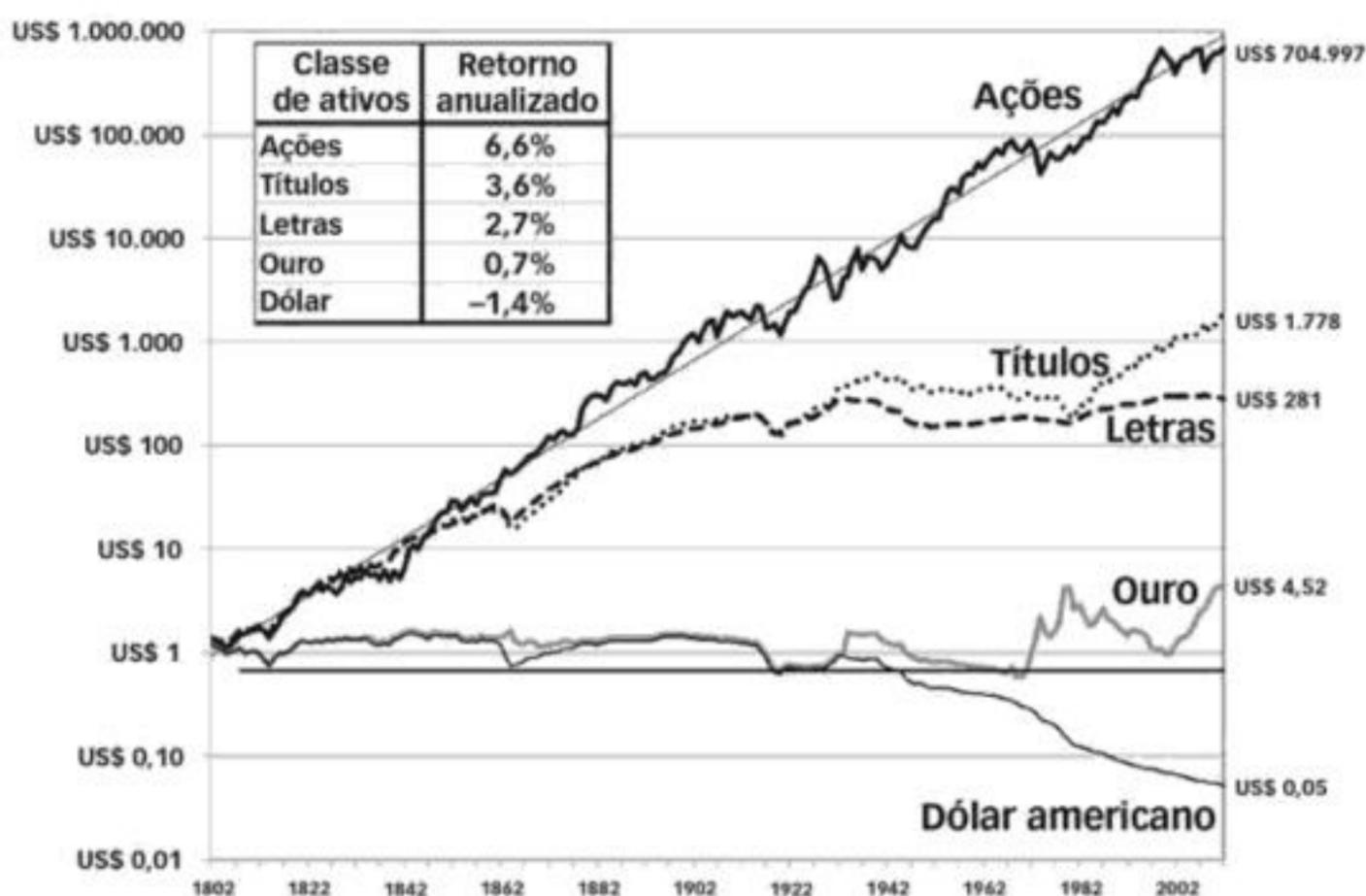


Figura 5.4 Retornos reais totais sobre ações, títulos, letras, ouro e dólar nos Estados Unidos, 1802–2012.

Há quem afirme que esse retorno não é sustentável porque é quase o dobro da taxa de crescimento de 3,0% a 3,5% do PIB real.¹² Mas isso está errado. Mesmo que a economia não esteja crescendo de forma alguma, o capital receberá um retorno positivo porque é um recurso escasso, do mesmo modo que a mão de obra receberá salários positivos e as propriedades receberão aluguéis positivos. Tal como ressaltado anteriormente, o retorno real total das ações presume que todos os dividendos e ganhos de capital são reinvestidos no mercado e essa importância aumenta bem mais rapidamente do que o total de riqueza em ações ou PIB.¹³

Os retornos anuais das ações americanas ao longo de vários períodos são sintetizados na Tabela 5.1. Observe a extraordinária estabilidade do retorno real das ações em todos os principais subperíodos: 6,7% ao ano de 1802 a 1870, 6,6% de 1871 a 1925 e 6,4% ao ano de 1926 a 2012. Mesmo a partir da Segunda Guerra Mundial, período durante o qual se deu toda inflação experimentada pelos Estados Unidos ao longo dos últimos 200 anos, a taxa de retorno real média das ações foi 6,4% ao ano. Esse valor é praticamente idêntico ao retorno real das ações durante os 125 anos anteriores, que não testemunharam inflação geral. As ações representam ativos reais, que, a longo prazo, se valorizam ao ritmo da taxa de inflação. Portanto, os retornos reais das ações não são afetados desfavoravelmente por mudanças no nível de preços.

A estabilidade de longo prazo dos retornos das ações persistiu, não obstante as drásticas mudanças ocorridas em nossa sociedade nos dois últimos séculos. O país passou da economia agrícola para a economia industrial e, depois, para a atual economia pós-

industrial, de tecnologia e de serviços. O mundo mudou do padrão-ouro para o padrão papel-moeda. E as informações, que antes levavam semanas para atravessar o país, agora podem ser transmitidas instantaneamente e difundidas simultaneamente ao redor do mundo. Contudo, a despeito das enormes mudanças nos fatores básicos que geram riqueza para os acionistas, os retornos das ações revelaram uma estabilidade surpreendente.

Tabela 5.1 Retornos reais sobre ações, ouro e inflação, 1802–2012

	Retorno Nominal Total		Valorização Nominal do Capital		Rendimento de Dividendos	Retorno Real Total		Valorização Real do Capital		Retorno Real do Ouro	Inflação de Preço
	Retorno	Risco	Retorno	Risco		Retorno	Risco	Retorno	Risco		
1802-2012	8,1	17,6	2,9	17,2	5,1	6,6	18,0	1,5	17,4	0,7	1,4
1871-2012	8,7	18,9	4,1	18,4	4,4	6,5	19,1	2,0	18,5	1,0	2,0
Subperíodos Principais											
I 1802-1870	6,9	14,5	0,4	14,0	6,4	6,7	15,4	0,3	14,8	0,2	0,1
II 1871-1925	7,3	16,5	1,9	15,9	5,3	6,6	17,4	1,3	16,9	-0,8	0,6
III 1926-2012	9,6	20,3	5,5	19,6	3,9	6,4	20,2	2,5	19,6	2,1	3,0
1946-2012	10,5	17,5	6,8	16,9	3,5	6,4	17,8	2,9	17,2	2,0	3,9
Períodos Pós-Guerra											
1946-1965	13,1	16,5	8,2	15,7	4,6	10,0	18,0	5,2	17,2	-2,7	2,8
1966-1981	6,6	19,5	2,6	18,7	3,9	-0,4	18,7	-4,1	18,1	8,8	7,0
1982-1999	17,3	12,5	13,8	12,4	3,1	13,6	12,6	10,2	12,6	-4,9	3,3
2000-2012	2,7	20,6	0,8	20,1	1,9	0,3	19,9	-1,6	19,4	11,8	2,4

Retorno = retorno anual composto.

Risco = desvio padrão dos retornos aritméticos.

Todos os dados em porcentagem (%).

Mas a estabilidade dos retornos de longo prazo das ações de forma alguma garante a estabilidade de curto prazo. De 1982 a 1999, durante o maior mercado altista na história dos Estados Unidos, as ações receberam um extraordinário retorno de 13,6% ao ano (descontada a inflação), mais do dobro da média histórica. Esses retornos superiores se seguiram aos terríveis retornos realizados nos 15 anos precedentes, de 1966 a 1981, quando os retornos acionários caíram para 0,4% ao ano, abaixo da inflação. No entanto, esse grande mercado altista conduziu as ações para um nível alto demais e a avaliação do mercado atingiu níveis recordes, que, por sua vez, ocasionaram os péssimos retornos da década seguinte. O mercado baixista e a crise financeira subsequentes fizeram com que as ações novamente despencassem para um nível bem abaixo da tendência porque os retornos acionários reais caíram para um irrisório 0,3%, ou algo acima disso, nos 12 meses posteriores ao pico do mercado altista de 2000.

RETORNOS REAIS SOBRE ATIVOS DE RENDA FIXA

Ainda que os retornos reais de longo prazo das ações tenham sido estáveis, o mesmo não se pode dizer dos ativos de renda fixa. Tal como a Tabela 5.2 indica, o retorno real das letras do Tesouro caiu abruptamente de 5,1% na primeira parte do século XIX para um mero 0,6%, no período de 1926 a 2012, um retorno apenas um pouco acima da inflação.

O retorno real dos títulos de longo prazo revelou um declínio semelhante, mas mais moderado. Os retornos dos títulos caíram de generosos 4,8% no primeiro subperíodo para 3,7% no segundo e, depois, para apenas 2,6% no terceiro. O declínio no rendimento real dos títulos governamentais ao longo do tempo pode ser parcialmente explicado por determinados fatores que incrementaram sua demanda: a significativa melhoria na liquidez dos títulos e o fato de essas dívidas satisfazerem as exigências fiduciárias que outros ativos de renda fixa não satisfazem. Esses fatores de aquecimento da demanda aumentaram os preços dos títulos do governo e, portanto, seus rendimentos. Os retornos reais dos títulos de prazo mais longo também foram reduzidos pela inflação inesperada que os investidores experimentaram no período posterior à Segunda Guerra Mundial.

Tabela 5.2 Retornos reais sobre os títulos e inflação, 1802–2012

	Governamentais de longo prazo					Governamentais de curto prazo				
	Taxa de cupom	Retorno nominal		Retorno real		Taxa nominal	Retorno real		Inflação de preço	
		Retorno	Risco	Retorno	Risco		Retorno	Risco		
1802-2012	4,7	5,1	6,7	3,6	9,0	4,2	2,7	6,0	1,4	
1871-2012	4,7	5,2	7,9	3,0	9,3	3,6	1,6	4,4	2,0	
Subperíodos Principais										
I 1802-1870	4,9	4,9	2,8	4,8	8,3	5,2	5,1	7,7	0,1	
II 1871-1925	4,0	4,3	3,0	3,7	6,4	3,8	3,1	4,8	0,6	
III 1926-2012	5,1	5,7	9,7	2,6	10,8	3,6	0,6	3,9	3,0	
1946-2012	5,8	6,0	10,8	2,0	11,5	4,3	0,4	3,2	3,9	
Períodos Pós-Guerra										
1946-1965	3,1	1,5	5,0	-1,2	7,1	2,0	-0,8	4,3	2,8	
1966-1981	7,2	2,5	7,1	-4,2	8,1	6,8	-0,2	2,1	7,0	
1982-1999	8,5	12,1	13,8	8,5	13,6	6,3	2,9	1,8	3,3	
2000-2012	4,5	9,0	11,7	6,5	11,6	2,2	-0,2	1,8	2,4	

Retorno = retorno anual composto.

Risco = desvio padrão dos retornos aritméticos.

Todos os dados em porcentagem (%).

A volatilidade de curto prazo dos retornos acionários de década para década não é inesperada. O que pode surpreender os investidores é o fato de a volatilidade dos retornos reais dos títulos governamentais ser bastante grande. Com relação ao período de 35 anos, de 1946 a 1981, o retorno real dos títulos do Tesouro foi negativo. Em outras palavras, o cupom dos títulos não compensou o declínio no preço das dívidas decorrente da elevação das taxas de juros e da inflação. Como veremos no capítulo seguinte, nunca houve período de 20 anos, que dirá um período de 35 anos, em que os retornos acionários tenham sido negativos.

O declínio nos retornos reais dos títulos desde 1926 teria sido bem maior se não fossem os excelentes retornos das três últimas décadas. Desde 1981, o declínio na inflação e nas taxas de juros elevou o preço dos títulos e melhorou consideravelmente os retornos de seus detentores. Embora os retornos dos títulos tenham caído bem mais do que os retornos das ações durante o megamercado altista de 1981 a 1999, os títulos superaram facilmente as ações na década posterior. Na verdade, nas três décadas posteriores ao pico nos rendimentos dos títulos no início da década de 1980, os retornos dos títulos praticamente se igualaram aos das ações.

A QUEDA CONTÍNUA DOS RETORNOS DE RENDA FIXA

Mas esses retornos espetaculares dos títulos são incapazes de se manter. Os retornos reais esperados dos títulos do Tesouro ficaram bem mais fáceis de determinar quando o Tesouro dos Estados criou os títulos do Tesouro protegidos contra a inflação (Treasury inflation-protected securities – TIPS) em janeiro de 1997. Os cupons e o principal destes títulos, garantidos pelo prestígio e solvência e pelo crédito do governo americano, estão vinculados ao índice de preço ao consumidor dos Estados Unidos. Desse modo, o rendimento desses títulos é um rendimento real ajustado à inflação, tal como mostrado na Figura 5.5.

O declínio constante nos rendimentos desses títulos é prontamente visível. Quando os títulos foram emitidos pela primeira vez, seu rendimento era um pouco inferior a 3,5%. Esse valor é quase idêntico ao retorno real histórico dos títulos governamentais que identifiquei quando analisei dados desde 1802. Após a emissão, o rendimento sobre os TIPS aumentou, atingindo uma alta de 4,40% em janeiro de 2000, mês que marcou também o pico da bolha de tecnologia e da internet.



Figura 5.5 Rendimento real sobre títulos de dez anos do Tesouro protegidos contra a inflação (TIPS), 1997–2012.

Dessa data em diante, o rendimento dos TIPS começou a diminuir implacavelmente. De 2002 a 2007, o rendimento caiu para 2%. Com a intensificação da crise financeira, o rendimento continuou a cair e então despencou para um nível inferior a zero em agosto de 2011, atingindo quase -1% em dezembro de 2012.¹⁴ Esse rendimento real negativo foi semelhante aos rendimentos descontada a inflação implícitos nas dívidas convencionais do Tesouro. Em julho de 2012, o rendimento dos títulos de 10 anos do Tesouro sofreu uma baixa de 75 anos, caindo para 1,39%, bem abaixo da taxa de inflação existente e prevista.

O rendimento real dos títulos do Tesouro é determinado por vários fatores, como situação da economia, temores de inflação e atitudes de risco dos investidores. Contudo, em quase todos os modelos econômicos, o fator que mais influencia o retorno real dos títulos é o crescimento econômico. Aliás, o rendimento de 3,4% definido no primeiro leilão de TIPS foi praticamente idêntico ao crescimento do PIB real na década de 1990. Como o crescimento econômico real diminuiu para cerca de 2% de 2002 a 2007, os rendimentos dos TIPS diminuíram de forma correspondente.

Porém, em 2012 ninguém previu que o crescimento econômico real no decorrer da década seguinte seria negativo, tal como o rendimento dos TIPS levava a crer. Somente uma extrema aversão ao risco pode explicar por que os investidores não estavam dispostos a aceitar retornos negativos, descontada a inflação, nos títulos governamentais, ainda que outros ativos, como as ações, tenham constantemente oferecido retornos reais de longo prazo de 6% a 7% ao ano.

O PRÊMIO DAS AÇÕES

O retorno em excesso das ações em relação às dívidas (tanto de longo quanto de curto prazo) é chamado de prêmio de risco das ações ou simplesmente de prêmio das ações. Ele pode ser calculado historicamente, tal como mostrado na Figura 5.6, ou prospectivamente, com base nos rendimentos atuais dos títulos e nas avaliações atuais das ações. A subtração dos retornos das ações e dívidas nas Tabelas 5.1 e 5.2 mostra que o prêmio das ações girou em torno de 3,0% em relação às dívidas do Tesouro e 3,9% em relação às letras do Tesouro ao longo do período completo de 210 anos.

Em virtude dos extraordinários retornos dos títulos de longo prazo nos últimos 30 anos, o prêmio histórico das ações sobre os títulos reduziu-se a zero. Mas o prêmio prospectivo das ações no final de 2013 é bem mais alto porque os rendimentos reais prospectivos das dívidas de longo prazo caíram muito. Supondo que os retornos prospectivos das ações correspondam à sua média histórica, o prêmio prospectivo das ações em 2013 poderia ser 6% ou mais.¹⁵

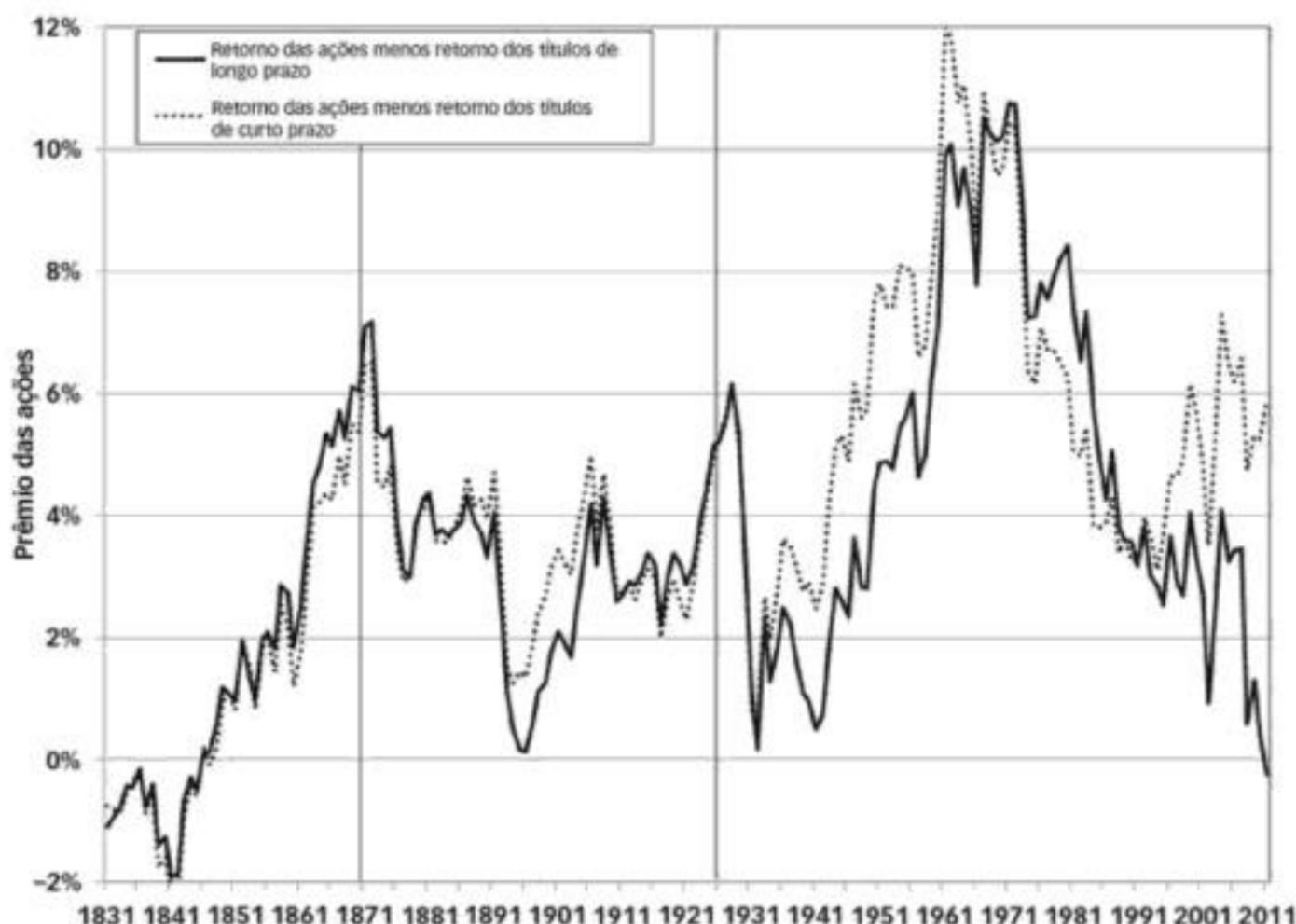


Figura 5.6 O prêmio das ações: diferença entre os retornos de 30 anos sobre ações e títulos e ações e letras, 1831-2012.

RETORNOS MUNDIAIS SOBRE AÇÕES E DÍVIDAS

Quando publiquei *Investindo em Ações no Longo Prazo*, em 1994, alguns economistas questionaram se minhas conclusões, extraídas de dados dos Estados Unidos, poderiam subestimar os retornos acionários históricos avaliados em nível mundial. Eles alegaram que os retornos acionários americanos exibiam viés de sobrevivência, um viés provocado pelo fato de os retornos serem coletados de mercados acionários bem-sucedidos, como os Estados Unidos, e os retornos de países em que as ações fracassaram ou se extinguíram completamente, como Rússia ou Argentina, serem ignorados.¹⁶ Esse viés levava a crer que os retornos acionários nos Estados Unidos, um país que nos últimos 200 anos foi transformado de uma pequena colônia britânica na maior potência econômica do mundo, são exclusivos e os retornos acionários históricos de outros países seriam inferiores.

Incitados por essa questão, os economistas do Reino Unido examinaram os retornos históricos das ações e títulos de 19 países desde 1900. Elroy Dimson e Paul Marsh, professores da Escola de Negócios de Londres, e Mike Staunton, diretor da London Share Price Database, publicaram sua pesquisa em 2002 no livro intitulado *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*.¹⁷ Esse livro oferece um relato rigoroso e ao mesmo tempo agradável de ler sobre os retornos do mercado financeiro mundial em 19 países diferentes.

Os retornos atualizados desse estudo são apresentados na Figura 5.7, que mostra os retornos reais médios históricos das ações, dívidas e letras de todos os 19 países analisados de 1900 a 2012. Embora infortúnios importantes tenham ocorrido em vários desses países,

como guerra, hiper-inflação e depressão, todos eles exibiram retornos acionários descontada a inflação consideravelmente positivos.

Os retornos acionários reais giraram entre um baixo nível de 1,7% na Itália e um alto nível de 7,2% na Austrália e África do Sul. Nos Estados Unidos, os retornos acionários, ainda que tenham sido muito bons, não foram excepcionais. A média aritmética simples dos retornos dos 19 países é 4,6%. Se uma carteira tivesse investido um único dólar no mercado acionário de cada um desses países em 1900 teria gerado um retorno real composto de 5,4%, muito próximo dos 6,2% que identifiquei nos Estados Unidos. E os países que tiveram retornos acionários mais baixos tiveram também retornos de renda fixa mais baixos. Desse modo, o prêmio médio das ações em relação aos títulos foi 3,7% e, em relação às letras, de 4,5%, na verdade superior ao encontrado nos Estados Unidos.

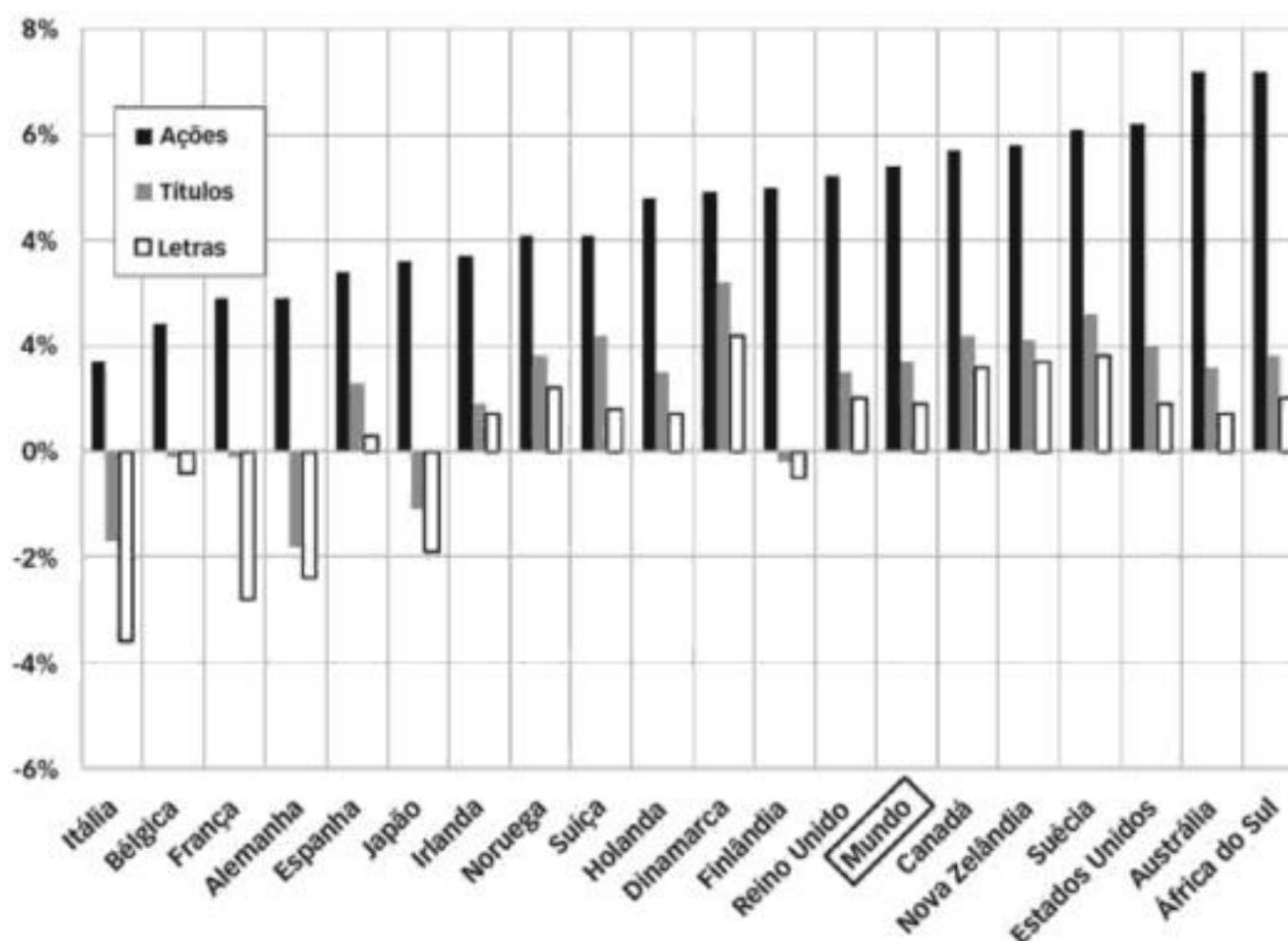


Figura 5.7 Retornos internacionais reais sobre ações, títulos e letras, 1900-2012.

Depois que todas as informações foram analisadas, os autores concluíram:

[...] que o desempenho superior das ações sobre os títulos e letras experimentado pelos Estados Unidos refletiu-se em todos os 16 países analisados. [...] Em todos os países o desempenho das ações foi melhor do que o dos títulos. Ao longo dos 101 anos, apenas dois mercados de renda fixa e somente um mercado de letras ofereceram um retorno melhor do que o nosso mercado acionário com pior desempenho.

Além disso:

embora os Estados Unidos e o Reino Unido de fato tenham tido um bom desempenho, [...] não há nenhuma indicação de que eles estejam extremamente desalinhados em relação a outros países. [...] Portanto, as preocupações quanto ao sucesso e ao viés de sobrevivência, embora legítimas, talvez tenham sido um tanto superestimadas [e] os investidores talvez não tenham sido materialmente iludidos por um foco sobre os Estados Unidos.^{18,19}

Essa última frase é significativa. Foram conduzidos mais estudos sobre os mercados americanos do que sobre os mercados de qualquer outro país do mundo. Dimson, Marsh e Staunton estão dizendo que os resultados encontrados nos Estados Unidos têm relevância para todos os investidores em todos os países. O título que eles escolheram para o livro indica suas conclusões: são os otimistas, e não os pessimistas, que assumem posições no mercado acionário, e decididamente eles triunfaram sobre os investidores mais cautelosos

ao longo do século passado. Em lugar de depreciar o argumento a favor das ações, esses estudos internacionais respaldaram-no.

CONCLUSÃO: AÇÕES PARA LONGO PRAZO

Nos últimos 210 anos, o retorno real anual composto de uma carteira diversificada de ações ordinárias girou entre 6% e 7% nos Estados Unidos e exibiu uma constância notável ao longo do tempo. Seguramente, os retornos das ações dependem da quantidade e da qualidade do capital, da produtividade e do retorno em relação ao risco assumido. Contudo, a capacidade de criar valor também depende de uma administração hábil, de um sistema político estável que respeite os direitos de propriedade e da competência para oferecer valor aos consumidores em um ambiente competitivo. Oscilações no entusiasmo dos investidores, decorrentes de crises políticas ou econômicas, podem tirar as ações de seu caminho de longo prazo, mas as forças fundamentais do crescimento econômico sempre possibilitaram que as ações recuperassem sua tendência de longo prazo. Talvez seja por esse motivo que os retornos acionários exibiram essa estabilidade, não obstante as mudanças políticas, econômicas e sociais extremas que afetaram o mundo nos dois últimos séculos.

Entretanto, é necessário perceber a estrutura política, institucional e legal na qual esses retornos foram gerados. O desempenho superior das ações nos dois últimos séculos pode ser explicado pela predominância crescente das nações comprometidas com as economias de mercado livres. Poucos esperavam o triunfo das economias direcionadas ao mercado durante os dias sombrios da Grande Depressão e da Segunda Guerra Mundial. No entanto, se a história de alguma forma serve de guia, os títulos governamentais em nossas economias de papel-moeda podem ter um desempenho bem aquém aos das ações na eventualidade de qualquer distúrbio político ou econômico. Tal como este capítulo demonstra, mesmo em cenários políticos estáveis, os riscos dos títulos governamentais na verdade superam os das ações para os investidores de longo prazo.

APÊNDICE 1: AÇÕES DE 1802 A 1870

As primeiras ações americanas negociadas ativamente, postas em circulação em 1791, foram emitidas por dois bancos: o Banco de Nova York e o Banco dos Estados Unidos.²⁰ Ambas tiveram um enorme sucesso e rapidamente exibiram prêmio. Contudo, elas desmoronaram no ano seguinte, quando William Duer, assistente de Alexander Hamilton no Tesouro, tentou manipular o mercado e precipitou uma quebra. Foi dessa crise que nasceram os antecedentes da Bolsa de Valores de Nova York em 17 de maio de 1792.

Joseph David, especialista em empresas do século XVIII, alegou que já havia capital social prontamente disponível para qualquer empreendimento propenso a ser lucrativo, mas também, em suas palavras, “para inúmeros empreendimentos nos quais o risco fosse muito grande e as chances de sucesso fossem remotas”.²¹ Embora mais de 300 empresas comerciais já tivessem sido autorizadas pelos estados antes de 1801, menos de 10 tinham títulos que eram negociados regularmente. Dois terços das empresas autorizadas antes de 1801 estavam ligadas à área de transporte: cais, canais, estradas com pedágio e pontes. Mas as ações importantes do início do século XIX eram das instituições financeiras: bancos e, posteriormente, companhias de seguro. Os bancos e as seguradoras mantinham empréstimos e ações em várias das empresas fabris que, nessa época, não tinham capacidade financeira para emitir ações. As flutuações nos preços das ações das empresas financeiras no século XIX refletem a saúde da economia geral e a lucratividade das empresas para as quais elas concediam empréstimos. Um dos primeiros grandes empreendimentos não financeiros de risco foi o Canal Delaware e Hudson, lançado em 1825, que 60 anos depois também se tornou um membro original do índice industrial Dow Jones.²² Em 1830, a primeira estrada de ferro, a Mohawk e Hudson, foi listada; e ao longo

dos 50 anos seguintes as ferrovias dominaram as negociações nas principais bolsas de valores.