

## A Outra Crise

A idéia central desta Carta é vasculhar um pouco onde estamos no campo das idéias econômicas (e financeiras) do pós-crise. O caminho dos modelos mentais é mais árido e não temos o propósito de testar a conhecida paciência dos nossos leitores. Preferimos dividir a tarefa em duas Cartas. Na primeira, recuperamos os argumentos das principais correntes que disputam a hegemonia da teoria de finanças, atualizando as referências bibliográficas sobre o assunto. Na próxima, lembramos de alguns ingredientes faltantes nessa discussão, à luz dos insights sobre a natureza (estrutura) dos sistemas interativos, sobre os quais temos escrito recorrentemente.

### O Modelo e Seus Críticos

Começamos então pelo paradigma. Brevemente, já que a história é bem conhecida. No concurso das idéias em economia, a visão neoclássica de mundo tem prevalecido. Seu protagonista, o *homo economicus*, domina amplamente os livros-texto. Pura razão, o personagem conhece perfeitamente seus objetivos e ordena de forma lógica suas preferências. Quando submetido a escolhas que envolvem incertezas, consegue atribuir com precisão probabilidades aos eventos futuros. Um mundo povoado com esse tipo de gente produz o seguinte resultado agregado: os preços dos ativos incorporam precisa e instantaneamente toda informação disponível. Sendo assim, não têm memória, nem sentimentos, movimentam-se sob estímulos exclusivos da chegada de novidades. Como estas são fortuitas, os preços passariam então a descrever uma trajetória aleatória (*random walk*).

Se os agentes são radicalmente racionais, os mercados serão 'eficientes'. Em mercados eficientes, as distorções são rapidamente corrigidas. O não-razional é episódico e se cancela. São raríssimas as oportunidades para arbitragem. Como consequência, não é possível superar de forma consistente os mercados. Preços dos ativos com trajetórias aleatórias implicam dizer que as variações destes preços serão estatisticamente independentes umas das outras e poderão ser descritas por uma distribuição de frequências que segue o padrão de uma curva normal. Se assim for, as grandes variações nas ações são eventos muito raros, desprezíveis. Segundo este modelo, um episódio como o aquele do dia 19 de outubro de 1987, em que o S&P sofreu uma queda de 22,6%, estatisticamente deveria ser desconsiderado.

De tudo isso, ficamos com os seguintes recados: agentes racionais produzem mercados eficientes. Se os mercados são eficientes, como quer a teoria principal de finanças: i) é muito

difícil obter um desempenho melhor do que os índices através de uma gestão ativa. Se deixado aos seus próprios desígnios, o mercado sabe mais; ii) não se deve esperar grandes variações nos preços dos ativos.

A conclusão i) acima é uma realidade empírica: são muito poucos os gestores que conseguem bater os índices de forma consistente. Quanto à ii), já não se pode dizer o mesmo. A observação empírica mostra que os mercados apresentam oscilações muito mais intensas e freqüentes do que prevê a teoria.

Daí que investidores/gestores, interessados em aspectos de ordem prática, tratem esta construção teórica com um certo desdém. As opiniões destes "homens de negócios" sobre o assunto já são bem conhecidas. Nesta Carta, insistimos em focar no debate mais conceitual, como fonte primária de investigação e de busca de insights para a formatação dos nossos modelos mentais, ferramentas importantes para compor nosso instrumental de análise.

Apenas como lembrança e ilustração, vejamos algumas citações breves. Warren Buffett, comumente apontado como a maior contra prova dos mercados eficientes, resume: "investir num mercado onde as pessoas acreditam na eficiência é como jogar *bridge* com alguém a quem foi dito que não adianta olhar para as cartas". E em outra passagem, de forma mais sutil: "Curiosamente, a Hipótese dos Mercados Eficientes foi acolhida não apenas pelos acadêmicos, mas também por muitos investidores profissionais e por executivos de companhias. Observando corretamente que o mercado freqüentemente é eficiente, eles foram levados a concluir de forma incorreta que ele é sempre eficiente. A diferença entre as duas proposições é a da noite para o dia". Jeremy Grantham, da GMO, também costuma criticar em suas cartas trimestrais a excessiva abstração da teoria de finanças. Denunciando a complexidade dos instrumentos financeiros envolvidos nesta crise e a enorme assimetria de informações entre emissores e investidores, concluiu recentemente (2009)<sup>1</sup>: "isto transforma em piada as 'expectativas racionais' e a Hipótese dos Mercados Eficientes que assume (de forma não comprovada, como de costume), conhecimento equivalente e perfeito para os dois lados das transações". O investidor que mais se interessou em tratar deste tema de forma sistemática foi George Soros. Sua teoria da reflexividade (1987), uma proposta alternativa ao "paradigma dominante", sugere que os vieses dos indivíduos se transferem para as transações no mercado, provocando por sua vez mudanças nas percepções sobre os fundamentos da economia e dos

<sup>1</sup> Como de costume, as referências bibliográficas completas podem ser encontradas em nosso site: <http://www.dynamo.com.br>, no menu Biblioteca

negócios. Como veremos mais abaixo, a proposta de Soros de certa forma incorpora elementos das duas principais correntes de críticos da teoria tradicional – comportamento e interação/adaptação.

A cada crise financeira, quando os preços dos ativos despencam rapidamente, surpreendendo a abordagem mainstream, a artilharia crítica contra essa visão predominante recupera forças. E desta vez não foi diferente. Como de costume, a primeira turma a levantar a voz contra o mercado eficiente foi o pessoal da Behavioral Finance (BF).

Na ótica da BF, os atores são bem diferentes. Padecem de limitações cognitivas e sofrem influências de elementos psicológicos e comportamentais em seus processos de formação de julgamentos, principalmente quando as escolhas envolvem incerteza. O indivíduo lógico da visão tradicional é uma construção abstrata. Na prática, somos violadores sistemáticos da dedução lógica, motivados por limitações de natureza cognitiva, por ruídos no processamento das informações, por influências de ingredientes emocionais ou por interferências do contexto social.

Diante de tarefas de natureza complexa que envolvem avaliações de probabilidades e previsões acerca de valores futuros, costumamos utilizar determinadas *heurísticas* – regras mentais que simplificam o processo de decisão. Estas ‘regras de bolso’ nos são extremamente úteis, pois agilizam o processamento das informações, focando naquilo que costuma ser relevante/urgente para a tomada de decisão. Na grande maioria das vezes, as heurísticas funcionam sem qualquer perda de qualidade decisória, como é o caso da enorme quantidade de decisões acertadas que tomamos muitas vezes baseadas em pura intuição (Gigerenzer, 2007). Entretanto, algumas vezes, estas simplificações nos levam a inconsistências ou vieses. E estas incongruências ou lacunas cognitivas são persistentes e previsíveis, gerando padrões de comportamento que podem ser compreendidos pela teoria.

Acompanhando o coro dos behavioristas na crítica à teoria *mainstream*, surgiu recentemente um novo grupo. Trata-se dos simpatizantes da hipótese dos mercados adaptativos (HMA), assim chamada pelo seu principal proponente, o economista Andrew Lo, do MIT. A proposta da HMA de certa forma tenta reconciliar a visão tradicional com a alternativa behaviorista ao incorporar conceitos evolucionários – competição, adaptação, e seleção natural – à realidade das interações financeiras. A HMA se apóia nos desenvolvimentos recentes da neurociência que indicam que o comportamento e o processo de decisão dos indivíduos resultam da atividade competitiva e cooperativa de vários componentes especializados do cérebro. A interação entre estes mecanismos autônomos e controlados que compõem o cérebro tem por objetivo encontrar a resposta mais adaptada às mudanças contínuas do ambiente. Assim, os indivíduos são capazes de fazer cálculos bastante complexos e apurados (sob responsabilidade do córtex central), típicos dos agentes racionais da teoria tradicional, ao mesmo tempo em que recebem estímulos do sistema límbico, responsável pelas emoções, instintos e comportamentos sociais (de onde viriam os diversos ‘desvios’ relatados pela BF), sem falar na atuação interrupta do tronco cerebral, a cargo das funções mais fisiológicas como a respiração e o batimento cardíaco.

Assim, uma decisão de investimento exige atuação de regiões do cérebro que produzem efeitos típicos do comportamento estritamente racional da teoria tradicional e também do indivíduo

sujeito a falhas cognitivas e interferências emocionais da BF. Nesta perspectiva, investidores e *traders* são personalidades únicas, cujas preferências mudam de acordo com as exigências de adaptação e sobrevivência impostas pelo ambiente altamente competitivo do mercado financeiro. Os indivíduos tomam decisões certas e equivocadas, aprendem, inovam, se adaptam, interagindo sob as forças da seleção natural. A dinâmica do sistema é determinada por este contexto evolutivo, onde a competição (seleção natural) formata a ecologia do mercado.

Há um longo caminho a se percorrido para que o modo de pensar a economia e as finanças se desprenda da imagem da física e se aproxime da linguagem da biologia. A HMA ainda encontra-se em sua infância, mas promete alguns insights interessantes. Como o ambiente está em constante mudança e o processo competitivo altera a ecologia (dominante) dos participantes, estratégias de investimento poderão apresentar desempenho variável em função destas transformações. Estratégias adaptadas (bem sucedidas) em determinados momentos, podem não sê-las em outros. Ou seja, o *track record* é condição necessária, mas não suficiente. Outra conclusão é que existe espaço para ganhos de arbitragem no mercado. Como as condições de competição mudam frequentemente e a adaptação dos indivíduos não é automática, existe motivação para a gestão ativa. Boa notícia para nós, já que neste caso haverá provavelmente alguma ‘razão’ (oportunidade de lucro) para o nicho ecológico dos *value investors*.

A combinação de sucessivas crises financeiras com os resultados empíricos da linha de pesquisa do BF e da Economia Experimental ao longo dos últimos trinta anos impôs duras baixas ao *homo rationalis* e ao mundo neoclássico. Por exemplo, Micheal Jensen, grande entusiasta desta abordagem, em 1978 havia dito: “Acredito que nenhuma outra proposição em economia tenha mais evidência empírica sólida que a suporte do que a Hipótese dos Mercados Eficientes” (Jensen, 1978). Já em 2004, na posição contrária, Jensen escreveu um artigo sobre os dilemas de governança corporativa nas companhias “sobrevalorizadas”, e lá afirmou: “alguns poderiam ser tentados a concluir que os problemas associados às ações sobrevalorizadas seriam fenômenos ocasionais, episódicos, que não ocorreriam por muitos anos. Eu duvido disso” (Jensen, 2004). O próprio Eugene Fama, um dos principais nomes da moderna teoria de finanças, em artigo mais recente admite que a desinformação dos agentes pode ser mais duradoura do que a teoria padrão de precificação de ativos (CAPM) prevê: “nossa análise implica, entretanto, que o efeito nos preços dos juízos errados não desaparece no tempo, a menos que os juízos dos desinformados sobre as notícias atuais convirja para o juízo dos informados”. E conclui com um quê de hipótese adaptativa: “Para que os preços convirjam para os valores racionais, os desinformados devem aprender com seus erros, assim eventualmente pode haver um acordo completo sobre as notícias antigas”. (Fama 2005).

A lista de nomes importantes da linha de pesquisa do BF é extensa. Robert Shiller tem sido um dos críticos mais presentes da racionalidade ideal. Em 1984, já tinha alertado: “A Hipótese dos Mercados Eficientes é o maior erro da história da teoria econômica”. Embalado pelo boom da internet, em 2000, Shiller publicou *Irrational Exuberance*, um estudo sobre a formação, os elementos e as evidências das bolhas especulativas. A propósito

desta última crise financeira, Shiller escreveu ao lado de George Akerloff *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism* (2009). A obra teve grande impacto, o que não surpreende dada a reputação dos autores. De certa forma, sintetiza o estado da arte da discussão. Então vejamos.

Segundo os autores, na visão tradicional, agentes com motivações puramente econômicas, perseguindo seus próprios interesses, encontrarão escolhas sociais ótimas (a partir do mecanismo da mão invisível de Adam Smith) sempre que livres de interferências externas. Esse aparato serve à explicação da maior parte do tempo do funcionamento da economia. Mas, episodicamente, a economia “descamba a ladeira”. E o modelo tradicional é incapaz de explicar estes momentos. Shiller e Akerloff sugerem então que estes desvios seriam causados por elementos como mudança na confiança, tentações, cobiça, ressentimento, ilusões e alterações nos enredos das histórias que nos são contadas. Ou seja, ingredientes mais “humanos”, derivados do conceito de ‘espírito animal’ do Keynes. Na interpretação dos autores, o espírito animal no contexto da economia moderna representa esta “peculiar relação com a ambigüidade ou com a incerteza. Algumas vezes, ficamos paralisados por ele. Ainda assim, em outros momentos, ele nos refresca e energiza, vencendo nossos medos e indecisões”.

Neste ambiente ambíguo, povoado por sentimentos contrastantes, seria temerário deixar a economia e os mercados reféns de seus próprios excessos. “Tal mundo de espírito animal oferece uma oportunidade para o governo intervir. Seu papel é o de estabelecer as condições nas quais nosso espírito animal pode ser guiado criativamente para servir ao bem maior. O governo deve determinar as regras do jogo”. No episódio das sereias, o Estado seria um grande fornecedor de cordas para que os Ulisses possam se amarrar nos mastros. A imagem usada pelos autores é a da educação dos filhos: lares excessivamente permissivos produzem crianças descontroladas; pais autoritários geram crianças superficialmente obedientes que se transformam em rebeldes. O papel dos pais é o de estabelecer os limites nos quais os filhos cresçam com independência, criatividade, respeito e responsabilidade. E assim se comporta a sociedade capitalista: extremamente criativa, mas se deixada à sua própria sorte produz excessos. Cabe ao governo dar o tom.

E mais à frente, concluem: “De fato, se nós pensarmos que as pessoas são totalmente racionais, e que elas agem exclusivamente por motivos econômicos, nós também acreditaríamos que o governo deveria desempenhar um papel menor na regulação dos mercados financeiros, e talvez na determinação do nível da demanda agregada. Mas, ao contrário, todo este espírito animal tende a levar a economia às vezes numa direção, às vezes noutra. Sem intervenção do governo, a economia sofrerá massivas oscilações no emprego. E os mercados financeiros deverão, de tempos em tempos, cair no caos”.

Vejamos o que diz o pessoal da visão Adaptativa. O argumento é similar. Em seu depoimento no congresso americano sobre a crise financeira e a atuação dos *hedge funds*, Andrew Lo (2008) afirma que os economistas, na explicação dos fenômenos econômicos, têm preferido usar o aparato dos agentes racionais otimizadores no contexto de mercados livres,

ao invés da abordagem mais comportamental. A lógica neoclássica ‘inelutável’ é difícil de desafiar. Entretanto, Lo lembra que a pesquisa recente da neurociência tem oferecido evidência experimental de que o processo de decisão humano consiste de uma combinação de cálculo lógico e resposta emocional. “Sob condições normais, esta combinação leva a decisões que funcionam bem nos mercados livres. Entretanto, sob condições extremas, o balanço entre lógica e emoção pode mudar, levando ao comportamento extremo, tais como as recentes flutuações no mercado de ações ao redor do mundo em setembro e outubro de 2008”. E conclui: “Esta nova perspectiva oferece uma interpretação mais abrangente da economia do livre mercado e apresenta um novo racional para a vigilância regulatória. Deixados à sua própria sorte, as forças de mercado geralmente produzem resultados econômicos eficientes sob condições de mercado normais, e a intervenção regulatória é não apenas desnecessária, mas frequentemente contra-produtiva. Entretanto, sob condições de mercado atípicas – prolongados períodos de prosperidade, ou episódios de grande incerteza – as forças de mercado não podem de forma confiável produzir resultados desejados, o que motiva a necessidade de regulamentação”.

## Os Críticos e Seus Críticos

---

Shiller/Akerloff caem numa armadilha metodológica: propõem uma solução incompatível com seu sistema. Se os indivíduos sofrem deste *espírito animal* e o governo são indivíduos, por que o governo como instituição não sofrerá dos mesmos males? Os autores partem de premissas acerca do comportamento dos agentes e no meio do caminho recorrem a uma solução externa, um Leviatã, uma entidade cujas natureza e virtude não se explicam dentro de suas próprias premissas individuais. Em nenhum momento é oferecido ao leitor pistas sobre como e quando esta instituição, o governo, deve atuar e porque está melhor qualificado para resolver questões tão complexas. Outra limitação do texto é que os autores propõem prescrições normativas enquanto observadores externos *ex post*. Identificar as crises financeiras, assim como os surtos de rebeldias infantis, depois que elas acontecem não é tão complicado. O difícil é saber quando a economia caminha para um abismo ou se movimenta no curso normal das altas e baixas dos ciclos de produção. Da mesma forma, o dilema do educador ou pai é perceber de antemão se um excesso de desentortura da criança não se transformará em descontrole social por falta de limite, ou distinguir se uma certa quietude seria fruto de introspecção/auto-confiança sadia ou de autoridade em demasia<sup>2</sup>.

---

2 *Outro comentário, a título de mera curiosidade. O livro atribui a Adam Smith a forma de pensar os indivíduos como agentes egoístas e estritamente racionais, fundamento da teoria econômica tradicional. Trata-se da descrição da Riqueza das Nações, onde Smith observa a forma como as pessoas se comportam no dia a dia. Mas a verdadeira teoria de conduta individual do filósofo Adam Smith é apresentada em seu tratado Teoria dos Sentimentos Morais. E a idéia básica aqui é que os indivíduos são guiados por paixões elementares em constante conflito, que são balanceadas por um agente cognitivo especial, o ‘espectador imparcial’. O indivíduo é visto como um sistema evolutivo que oscila entre o pólo biológico das paixões e uma construção social. Smith assim está muito mais próximo do conceito de espírito animal dos autores do que eles mesmo imaginam. De fato, Ashrat, Camerer e Loewenstein, colegas de Shiller na linha de pesquisa da BF, vão nesta linha de argumentação no excelente artigo: Adam Smith, Behavioral Economist (2004).*

A hipótese Adaptativa também cai em armadilha similar. Lá o pressuposto é que os momentos de comportamentos “atípicos” do mercado, fora do seu curso “normal” serão perfeitamente discerníveis. Mais uma vez, supõe-se um juízo externo superior capaz de traçar uma linha divisória entre o fim da normalidade e o início da extravagância. Além disso, o argumento de Lo também patina num problema de natureza de método. “Sob condições extremas, o balanço entre lógica e emoção pode mudar, levando ao comportamento extremo”. Ou seja, um ambiente desajustado confunde os indivíduos fazendo com estes produzam respostas mal-adaptadas. Mas não seria o ambiente (o mercado) a própria resultante das respostas individuais num processo iterativo contínuo? Neste caso, o desarranjo então foi anterior, dos indivíduos cujas decisões produziram condições de ambientes extremas, e aí caímos num problema de regressão ao infinito sem solução.

Os dois modelos alternativos tomam como dado a questão fundamental a ser solucionada: identificar o momento do desvio de rota, discernir se e quando a economia e os mercados deixaram o seu curso “normal” e tomaram trajetórias de colisão. É essa habilidade que em tese permitiria a intervenção necessária para promover os incentivos desejados para reconduzir a economia para os trilhos. A dúvida é saber se ela pode ser tão facilmente apreendida. Vejamos o caso do ex-presidente do FED, mr. Alan Greenspan, como ilustração.

## O Maestro e Seus Críticos

---

Greenspan exerceu o mais longo mandato à frente do FED (1987-2006), período particularmente interessante e conturbado. Já em 1996, preocupado com a valorização do mercado de ações americano, se perguntava se a escalada nos preços dos ativos poderia ser resultante de uma *exuberância irracional* indevida. Conviveu com esta dúvida durante boa parte do seu mandato, embora jamais tenha repetido a expressão novamente. Com o tempo e reflexão, Greenspan preferiu o argumento de que os mercados eventualmente refletiam os avanços das novas tecnologias e os importantes ganhos de produtividade resultantes. Estes, por sua vez, se encarregavam de promover uma contínua pressão baixista nos índices de preços, facilitando o trabalho do guardião da moeda. A sensação coletiva de que a sociedade americana experimentava uma *nova era* endossava a sustentação psicológica do argumento.

De fato, o próprio Shiller já havia observado (2000) que os investidores tendem a superestimar as inovações tecnológicas. Toda bolha nos preços dos ativos no último século coincidiu com uma visão superficialmente plausível de que se vivia um momento único, uma percepção difundida de uma *nova era* provocada pelos avanços transformadores das inovações tecnológicas. Foi assim no início do século XX (trens mais rápidos, rádio, transmissão elétrica), nos anos vinte (automóveis populares, auto-estradas, transmissão de rádio comercial, eletrificação da indústria), nos anos 50 e 60 (televisão, viagem espacial) e final dos anos 90 (internet, computadores, TI, plataforma de negócios digital). Greenspan reproduziu a história. Afinal, quem em algum momento não se seduziu com o argumento de que a internet provocaria uma revolução no estilo de vida dos consumidores e na estrutura de custos e de receitas das companhias?

Neste mesmo ano de 2000, o chairman do FED dividia sua dúvida existencial, em tom profético: “Quando olharmos para trás para os anos 1990s, na perspectiva, digamos, de 2010... nós poderemos conceitualmente concluir com a vantagem da passagem do tempo que, na virada do milênio, a economia americana estava experimentando uma aceleração na inovação que ocorre uma vez a cada século, o que turbinava a produtividade, o produto, os lucros corporativos e os preços das ações numa velocidade nunca vista. Alternativamente, a retrospectiva de 2010 poderia perfeitamente concluir que muito do que hoje se experimenta é apenas uma das muitas euforias de bolhas especulativas que têm marcado a história da humanidade”.

Com a crise, as dúvidas de Greenspan foram esquecidas e seus críticos não lhe pouparam adjetivos depreciativos<sup>3</sup>. Sua política monetária excessivamente permissiva teria alimentado as bolhas especulativas nos mercados imobiliário e acionário. O Maestro foi para o banco dos réus.

O *mea culpa* ocorreu numa audiência no Congresso americano sobre ‘a crise financeira e o papel dos reguladores federais’, em 2008. Na interpretação do ex-chairman do FED, a crise foi precipitada pela incapacidade dos agentes de precificar adequadamente os riscos das hipotecas imobiliárias, a despeito do enorme avanço das técnicas matemáticas, financeiras e computacionais que haviam sustentado adequadamente o paradigma de gestão de risco, até então. “Entretanto, todo o edifício intelectual colapsou no verão do ano passado, porque os dados imputados nos modelos de gestão de risco cobriram as duas últimas décadas apenas, um período de euforia”. Mais à frente no depoimento, admite: “Eu descobri uma falha no modelo, que percebi como sendo a estrutura crítica de funcionamento, que define como o mundo trabalha, dito desta forma”. – “Em outras palavras, você descobriu que sua visão de mundo, sua ideologia, não estava certa, não estava funcionando”, interrompeu o deputado que conduzia o comitê. – “Precisamente. É precisamente esta a razão pela qual fiquei chocado, porque durante 40 anos ou mais tive considerável evidência de que o mundo funcionava excepcionalmente bem”.

A posição privilegiada de observação dos acontecimentos econômicos e financeiros traz contornos ainda mais dramáticos à auto-análise do ex-presidente do FED. Em tese, poucos indivíduos estariam melhor preparados para compreender as engrenagens da economia mundial ou, ao menos, para não serem surpreendidos por seus subterfúgios.

Alguns (por exemplo, Fox [2009] e Krugman [2008]) tentaram atribuir a miopia do ex-chairman do FED ao seu apego à idéia dos mercados eficientes. Os investidores são racionais, os preços refletem a melhor avaliação no momento, os mercados sabem mais. Mas não foi este o caso. Em sua biografia, Greenspan (2007) lembra que a dificuldade dos gestores baterem os índices de forma consistente conspira a favor da teoria tradicional, mas “ainda assim a teoria dos mercados eficientes não consegue explicar os crashes dos mercados de ações”. Recém empossado, lembra que em outubro de 1987, não havia razão (nova informação) que justificasse a queda abrupta dos mercados. “À medida em que os preços adernavam durante todo o dia, a natureza humana, na forma de um medo injustificado, dominava, e os investidores buscavam alívio para suas penas descarregando suas posições,

---

3 Fleckenstein (2008) talvez tenha sido o crítico mais ácido e contundente.

independente se isso fazia ou não sentido financeiro. Nenhuma informação financeira estava conduzindo os preços. O medo de uma perda de riqueza simplesmente ficou intolerável. (...) Quando os mercados se comportam de forma racional, como eles o fazem a maior parte do tempo, parecem descrever um passeio aleatório (*random walk*) (...). Mas as vezes o passeio é interrompido por um estampido. Quando tomados pelo medo, as pessoas correm para se livrar de seus comprometerimentos, e os mercados irão mergulhar. E quando as pessoas são motivadas pela euforia, empurrarão os preços para cima para níveis que não fazem o menor sentido. (...) Talvez algum dia os investidores sejam capazes de discernir quando os mercados guinam do racional para o irracional. Mas eu duvido disso. Propensões humanas inatas de mudar da euforia ao medo e do medo de volta à euforia parecem permanentes”.

O erro de Greenspan não foi o de se apegar ao modelo dos mercados eficientes. A passagem acima guarda enorme semelhança com os argumentos dos críticos dos mercados eficientes. Greenspan neste caso também é um *behavioural economist*. A falha em seu modelo mental, que lhe causou tanta surpresa e desapontamento, foi a de “assumir que o interesse próprio das organizações, especificamente bancos e outras, era tal que elas seriam capazes de proteger seus próprios acionistas e o capital de suas empresas” (2008). Ou seja, o que casou a ruptura do sistema foi o problema de desencontro de interesses e incentivos dentro das instituições financeiras, na linha do que comentamos na Carta Dynamo n. 59.

Não estamos afirmando com isso que os excessos não possam ser percebidos. Investidores e gestores de recursos experientes têm alertado ao longo da história sobre eventuais formações de bolhas em diversos ativos. Embora alguns deles, *ex post*, insistam em desqualificar a competência do ex-chairman do FED, preferimos outro tom: trata-se de um fenômeno complexo, ambíguo, de difícil interpretação e, neste caso, com o agravante de vir associado a um problema de incentivo – o risco de se retirar o ‘ponche’ da festa quando todos estão absolutamente sóbrios.

Também não queremos emitir juízos de valor sobre o papel do governo ou a necessidade de regulamentação. É fato conhecido que muito dos excessos que provocaram ajustes dolorosos nesta crise financeira se proliferou pelas brechas regulatórias. É papel do regulador perceber quando e onde os incentivos individuais passam a colidir com os interesses coletivos, de estabilidade do sistema, e intervir prontamente, o que não foi o caso. Portanto, uma vigilância de melhor qualidade é certamente bem vinda.

Voltamos ao nosso tema principal. A crise financeira coincide com uma crise das idéias. A teoria econômica tradicional parte de pressupostos irrealistas e chega em resultados empíricos ambíguos. Na prática, os preços dos ativos variam muito mais do que se espera pelo modelo. Por outro lado, de fato, é difícil bater o mercado em seu passeio aleatório. As propostas alternativas são bastante mais interessantes como descrições do comportamento dos indivíduos. Mas, no agregado, não conseguem explicar adequadamente o movimento dos preços. Admitem que a maior parte

do tempo a visão *mainstream* funciona e apelam para um elemento estranho ao sistema, capaz de identificar e de corrigir os excessos que seus indivíduos mais ‘humanos’ acabam provocando.

Quando o produto cresce, a inflação anda bem comportada e os ativos se valorizam, a teoria tradicional descansa sob os louros da racionalidade. A microeconomia é um exercício certo e elegante de otimização de recursos. A macro é a submissão dos agregados aos desígnios de regras mecânicas infalíveis. A razão cartesiana conhece o conteúdo das funções de produção e os caminhos do progresso técnico, movimentando as engrenagens da máquina econômica. Tudo flui neste mundo de baixa entropia e avança num ambiente ordenado de pouca corrosão. É o triunfo do iluminismo. A sensação de bem estar é geral, a vida em paz com a doutrina.

Aí vem a crise. O consumo se assusta, o investimento se omite, o produto encolhe. Os preços dos ativos desabam sem freios. A razão sumiu, o espírito é animal, a ciência é lúgubre. As decisões viesadas, os interesses colidem, os homens são rebanhos e instintos. Deixados à própria sorte, estão condenados à produção de excessos ou ociosidades. É preciso por ordem na barbárie, governo e regulação são chamados à sala de emergência.

É o roteiro esquizofrênico das idéias econômicas acompanhando a oscilação dos ciclos de produção. Aqui na Dynamo, observamos estes movimentos com alguma distância. De novo, costumamos acompanhar com curiosidade as novidades do campo da produção das idéias a fim de importar *insights* que nos possam trazer algum diferencial em nossa difícil missão de selecionar bons investimentos. Mas nesse caso, a polarização racionalidade/behaviour não nos parece adequada. Jamais nos deixamos seduzir por ela. Ou, talvez fosse mais correto dizer, somos seduzidos por ambas. Nosso modelo mental é sincrético, sem preconceitos, pragmático. Nosso objetivo é entender o que se passa e agir corretamente. Guardamos em nossas gavetas todos os instrumentos que nos possam ser úteis nesta tarefa. Porém, ainda assim, no nosso entendimento, faltam condimentos importantes nessa discussão de idéias. E isso é assunto para a próxima Carta.

## DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até dezembro de 2009

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
<b>60 meses</b>	185,3%	176,8%	160,4%
<b>36 meses</b>	67,5%	48,4%	53,3%
<b>24 meses</b>	26,6%	0,0%	6,7%
<b>12 meses</b>	81,5%	72,1%	81,8%
<b>3 meses</b>	17,9%	10,3%	10,8%

Valor da cota em 31/12/2009 = R\$ 246,224428156

# DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,8%	38,8%	-	9,1%	9,1%	-	11,1%	11,1%
1994	-	245,6%	379,5%	-	165,3%	189,3%	-	58,6%	76,2%
1995	-	-3,6%	362,2%	-	-35,1%	87,9%	-	-13,5%	52,5%
1996	-	53,6%	609,8%	-	6,6%	100,3%	-	53,2%	133,6%
1997	-	-6,2%	565,5%	-	-4,1%	92,0%	-	34,4%	213,8%
1998	-	-19,1%	438,1%	-	-31,5%	31,5%	-	-38,4%	93,3%
1999	-	104,6%	1.001,2%	-	116,5%	184,7%	-	69,5%	227,6%
2000	-	3,0%	1.034,5%	-	-2,6%	177,2%	-	-18,1%	168,3%
2001	-	-6,4%	962,4%	-	-8,8%	152,7%	-	-24,0%	104,0%
2002	-	-7,9%	878,9%	-	-24,2%	91,7%	-	-46,0%	10,1%
2003	-	93,9%	1.798,5%	-	145,2%	369,9%	-	141,0%	165,4%
2004	-	64,4%	3.020,2%	-	45,0%	581,2%	-	28,2%	240,2%
1ºTrim/05	-1,7%	-1,7%	2.967,4%	-1,7%	-1,7%	569,9%	1,1%	1,1%	243,8%
2ºTrim/05	5,4%	3,6%	3.133,2%	3,0%	1,3%	589,8%	7,5%	8,7%	269,6%
3ºTrim/05	32,3%	37,1%	4.178,3%	25,2%	26,8%	763,7%	31,6%	43,0%	386,5%
4ºTrim/05	3,0%	41,2%	4.305,5%	3,1%	30,8%	790,7%	0,8%	44,1%	390,2%
1ºTrim/06	23,3%	23,3%	5.332,9%	18,9%	18,9%	959,0%	22,5%	22,5%	500,5%
2ºTrim/06	-3,9%	18,5%	5.122,2%	-4,6%	13,4%	910,5%	-2,7%	19,2%	484,4%
3ºTrim/06	5,7%	25,3%	5.418,6%	2,6%	16,4%	937,2%	-1,0%	18,0%	478,4%
4ºTrim/06	19,6%	49,8%	6.498,3%	23,0%	43,2%	1.175,8%	24,1%	46,4%	617,7%
1ºTrim/07	9,7%	9,7%	7.136,3%	10,1%	10,1%	1.304,3%	6,7%	6,7%	665,8%
2ºTrim/07	29,3%	41,9%	9.259,4%	28,8%	41,8%	1.709,3%	27,2%	35,7%	874,1%
3ºTrim/07	7,5%	52,4%	9.957,6%	15,7%	64,1%	1.993,7%	16,4%	58,0%	1.033,7%
4ºTrim/07	4,8%	59,7%	10.436,6%	2,6%	68,4%	2.048,7%	9,8%	73,4%	1.144,6%
1ºTrim/08	-1,7%	-1,7%	10.253,1%	4,1%	4,1%	2.136,6%	-4,1%	-4,1%	1.094,1%
2ºTrim/08	16,4%	14,4%	11.950,7%	11,6%	16,1%	2.395,0%	17,9%	13,2%	1.308,3%
3ºTrim/08	-32,9%	-23,3%	7.983,4%	-23,4%	-26,0%	1.480,9%	-38,7%	-30,7%	763,2%
4ºTrim/08	-31,1%	-47,1%	5.470,1%	-17,6%	-50,1%	973,3%	-35,9%	-55,5%	453,7%
1ºTrim/09	8,1%	8,1%	5.919,9%	5,1%	5,1%	1.027,5%	10,6%	10,6%	512,5%
2ºTrim/09	44,7%	56,41%	8.612,4%	52,0%	59,6%	1.613,5%	48,8%	64,6%	811,6%
3ºTrim/09	29,4%	102,4%	11.175,9%	34,8%	115,2%	2.210,2%	30,9%	115,5%	1.093,2%
4ºTrim/09	20,4%	143,7%	13.472,6%	17,0%	151,9%	2.603,3%	13,2%	144,0%	1.250,7%

**Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 894.761.554,31**

(\*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (\*\*) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (\*\*\*) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos,  
ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

**[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)**

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720