

Contribuição Teórica da Análise Fundamentalista e a Macroeconomia Pós-Keynesiana

Luiz Carlos Nogueira Soledade Neto¹

 <https://orcid.org/0000-0002-4981-7236>

Douglas Alencar²

 <https://orcid.org/0000-0002-6077-998X>

Wallace Pereira³

 <https://orcid.org/0000-0003-1817-3332>

Recebido em: 15/12/2021

Aprovado em: 14/02/2023

Resumo

O pensamento econômico-financeiro vem sendo valorizado na contemporaneidade, desse modo, surge a necessidade de uma teoria aos sujeitos para realizarem aplicações em ativos. Dito isto, dentro da alocação de portfólio existe a possibilidade de análises mais profundas como é o caso da análise fundamentalista, essa respeitando informações das firmas que possuem os ativos de interesse, que vai garantir um status do quão rentável determinado ativo pode, sobre certo risco, auferir retornos para seu comprador. O objetivo deste artigo é contribuir com a existente teoria financeira do pós-keynesianismo, realizando comparações com o modelo de investimento de Graham, apontando os entraves teóricos e convergências, possibilitando uma contribuição teórica entre o mercado financeiro e o pós-keynesianismo. Se percebeu, com o decorrer da pesquisa, que detalhes conceituais entre os dois referenciais propostos podiam garantir um determinado desafio na construção de uma síntese teórica, de forma que se buscou sempre comparar as duas bases teóricas para garantir o entendimento de como elas se relacionam.

Palavras-chave: Análise Fundamentalista; Pós-keynesiano; Graham.

Código JEL: E12

¹ Graduando em Economia pela Universidade Federal do Pará. E-mail: luizcarl1306@gmail.com

² Doutor em Economia Pela Universidade Federal de Minas Gerais e professor na Universidade Federal do Pará. E-mail: dougsky@gmail.com

³ Doutor em Economia Pela Universidade Federal de Minas Gerais e professor na Universidade Federal do Pará. E-mail: wallacemp2000@yahoo.com.br

Theoretical Contribution of Fundamental Analysis and Post-Keynesian Macroeconomics

Economic-financial thinking has been valued in contemporary times, thus, there is a need for a theory for subjects to make investments in assets. That said, within the portfolio allocation there is the possibility of deeper analysis, such as fundamental analysis, this respecting information from the firms that own the assets of interest, which will guarantee a status of how profitable a given asset can be, on a certain risk. , earn returns for your buyer. The purpose of this article is to contribute to the existing post-Keynesian financial theory, making comparisons with Graham's investment model, pointing out theoretical obstacles and convergences, enabling a theoretical contribution between the financial market and post-Keynesianism. It was noticed, during the research, that conceptual details between the two proposed references could guarantee a certain challenge in the construction of a theoretical synthesis, so that it was always sought to compare the two theoretical bases to guarantee the understanding of how they are related.

Keywords: Fundamental Analysis; Post-Keynesianism; Graham.

JEL code: E12

Introdução

Após os desequilíbrios econômicos derivados das crises mundiais recentes, foi colocado em questionamento o paradigma metodológico do consenso neoclássico de mercado autorregulável, principalmente no que tange ao modus operandi do sistema financeiro. Assim, as estratégias de análise do mercado acionário tiveram que ser repensadas, levando em consideração as falhas de estimativa de risco presentes nos modelos de múltiplas variáveis, utilizados para análise de mercado no início do século XXI.

De acordo com Milaré (2013), os modelos neoclássicos com seus intrínsecos pressupostos, que no período da crise de 2007 (com principais efeitos em 2008-2009) ocupavam e ainda ocupam o mainstream da economia⁴, são a origem da investigação do porquê ocorreu a crise do subprime. O autor aponta que os modelos de equilíbrio geral são, em grande parte, “[...] amparados nos pressupostos neoclássicos de racionalidade, igualdade de oportunidade, ausência de poder de mercado etc.” (MILARÉ, 2013).

Dessa forma, depreende-se que certos modelos de aproximação que buscam realizar estimativas de risco e cenários futuros, possuem uma margem de erro pelo fato de tentarem alcançar de forma hipotético-dedutiva a decisão correta de investimento, criando a possibilidade de ocorrerem grandes perdas, ou, como no fim da primeira década do século atual, bolhas especulativas de caráter global.

⁴ Para mais detalhes sobre o mainstream da economia, ver Dequech (2007).

Em concomitância com o consensual uso de modelos de aproximação pelos investidores, a crise do subprime originou-se em um risco que os modelos hipotético-dedutivos não foram capazes de prever. Pinnetti (2015) afirma que ela surgiu através de um desequilíbrio que nasceu do excesso de oferta de empréstimo hipotecário, “[...] já que surgiu a partir do momento em que os originadores de empréstimos hipotecários perceberam que os subscritores estavam cada vez mais dispostos a adquirir portfólios desses empréstimos para securitização sem investigar a fundo as operações subjacentes.” (PINNETTI, 2015).

Ademais, outra limitação existente dentro dos casuais modelos é a impossibilidade de reconhecimento de questões mais amplas, como é o caso do risco sistemático. Para Monteiro (2012), o risco sistemático, também conhecido como risco de mercado, “[...] está relacionado às flutuações do sistema econômico como um todo.” (MONTEIRO, 2012). Para o autor, o risco também pode ser não-sistemático, esse dependendo unicamente das características de cada ativo escolhido.

No entanto, as características individuais dos ativos podem ser compreendidas como não tão relevantes para propor um grau de eficiência quando se estima um retorno esperado. Análogo a essa afirmação, John Maynard Keynes (1936) considerou que as informações reais dos ativos obtidas com as avaliações de mercado não são suficientes para descrever, univocamente certo, esperanças de retorno. Com base nisso, este artigo possui como objetivo estabelecer conexões teóricas e analíticas entre a teoria financeira pós-keynesiana e a análise fundamentalista para escolha dos ativos.

Para alcançar o referido objetivo, foi feita a revisão bibliográfica de artigos sobre a análise fundamentalista e de pesquisas que buscaram sua comprovação e de recentes publicações pós-keynesianas. Priorizou-se textos publicados a partir de 2008, tendo em vista que o entendimento da dinâmica do sistema financeiro alterou-se após o crash da crise do subprime. Ressalta-se que, apesar da preferência de estudos mais recentes, algumas publicações menos atualizadas são cabíveis para explicar o processo metodológico aqui discutido, tendo em vista o cunho atemporal das suas proposições.

Logo, este estudo inova ao tentar realizar contribuições da teoria econômica para garantir embasamento de aplicações financeiras, considerando que a modernidade está popularizando o acesso ao mercado financeiro, de forma que a origem dos conceitos econômicos utilizados às vezes, inconscientemente, pelos investidores modernos, podem ser perder se não dado a devida atenção.

Este artigo está estruturado em cinco seções, essa primeira apresentando o problema da pesquisa; a segunda discutindo o modelo metodológico da análise fundamentalista através de estudos já publicados, relacionando com uma análise de mercado; a terceira tratando as considerações do pós-keynesianismo sobre o tema; a quarta realizando a tentativa de conciliar os dois núcleos teóricos; a quinta apresentando as conclusões, seguidas pelas referências utilizadas.

Referencial Teórico

Conciliação da dinâmica de mercado com a Análise Fundamentalista

A modernidade trouxe consigo a facilitação das transações financeiras no mercado acionário, assim, alguns aspectos da negociação, que por volta do século XVIII na Inglaterra industrial se caracterizavam por acionistas que se encontravam em

pubs para a compra e venda de ações (VERSIGNASSI, 2015) e títulos, foram transformados em práticas que podem ser realizadas por qualquer dispositivo com acesso à internet hodiernamente.

Por outro lado, além da simplicidade existente no acesso ao mercado financeiro, o arcabouço científico para que indivíduos optem por investir cresceu muito desde 1949 com a publicação da primeira edição da principal doutrina dos investidores, “O Investidor Inteligente” de Benjamin Graham, assim, apresentar a contribuição de Graham e o desenvolvimento da estratégia da análise fundamentalista será o escopo desta seção.

O conceito teórico da análise fundamentalista vem sendo modernizado conforme a literatura vai avançando historicamente. Walter (1974) reconhece que o objetivo da análise fundamentalista é identificar, no mercado acionário, o preço médio de cada ativo para poder realizar compras em períodos de baixa com o preço de mercado abaixo da média postulada pelas observações de mercado. Para Piotroski (2005), o alicerce da análise fundamentalista se encontra no reconhecimento da estratégia de investimento mais adequada através da visualização das informações financeiras em séries históricas. Além disso, Malta (2016) discute que existem uma das formas de se enxergar a análise fundamentalista é através da identificação do cenário macroeconômico de uma economia e como seus movimentos de longo prazo afetarão a Bolsa.

Ao se revisar literaturas como a de Benjamin Graham *et al.* (1934), reconhecida como a bíblia dos investimentos, constata-se disparidades nas conceituações de investimento e especulação, ainda que o investidor, na prática, quando opta por um ativo com preço abaixo da média estimada, está especulando que poderá vender o ativo no futuro para lucrar com a diferença da aquisição.

Dessa forma, apesar do uso constante do conceito de investimento como generalização das aplicações financeiras, o livro “Security Analysis” de Benjamin Graham distingue os termos: investimento e especulação. Segundo o autor da obra, o investimento é uma aplicação em títulos objetivando a segurança por um retorno em forma de renda, ou seja, os títulos seguros, enquanto a especulação se configura enquanto uma aplicação submetida a um ambiente de risco, cujo exemplo são as ações.

Quadro 1: Distinção entre investimento e especulação para Benjamin Graham.

Investimento	Especulação
Em títulos	Em ações
Compras completas	Compras parciais
Retorno permanente	Retorno rápido
Renda	Lucro
Títulos seguros	Ativos de risco

Fonte: GRAHAM *et al.*, 1934.

Apesar de Graham ter realizado essa diferenciação dos dois termos, ele se preocupou na questão de o investidor focar unicamente em aplicações de renda fixa, de modo que se torna necessário e, portanto, inevitável ao aplicador se submeter ao risco. Nas palavras de Graham:

[...] Os riscos podem ser plenamente compensados pela eventual lucratividade da lista; e na verdade o investidor pode não ter qualquer escolha a não ser correr riscos, pois de outra forma ele pode correr um risco ainda maior se mantiver apenas instrumentos de renda fixa pagáveis em dólares sujeitos a uma constante depreciação. Não obstante, o investidor faria bem em reconhecer, e aceitar da maneira mais filosófica possível, que a combinação antiga de boas possibilidades de lucro com baixo risco final não está mais disponível para ele (GRAHAM, 2016, p. 628).

Desse modo, na contemporaneidade, o risco envolvido dentro da formação de portfólios se tornou mais controlado com as estratégias adequadas, de tal maneira que se percebe um crescimento das aplicações de capital em ações por conta da atual facilitação do acesso ao mercado financeiro. O seguidor de Graham, Warren Buffet, adotou com eficiência a estratégia *value investing*, que defende que era preciso observar o valor real dos ativos, considerando a compra de ações sólidas com baixa volatilidade no curto prazo e com ótimas perspectivas de crescimento no longo prazo (TESTA, 2011).

Ademais, os riscos são inerentes nas aplicações financeiras de portfólio, tanto que as medidas que buscam contornar essas probabilidades de fracasso estão presentes nas teorias de análise de mercado. De fato, quando se trata da análise fundamentalista como fase principal da alocação de ativos em portfólio, o investidor possui a opção de se basear em índices financeiros para realizar suas alocações, pelo simples fato que o objetivo subjacente desses índices financeiros é funcionar como uma representação (através de estatísticas) da saúde empresarial, garantindo tais perspectivas positivas apontadas por Graham.

Por conseguinte, dentro do setor privado, as empresas buscam certos índices financeiros para demonstrar suas rentabilidades, tais como a margem líquida (ML) que calcula o quão eficiente a empresa é globalmente (ASSAF NETO, 2007). Deste modo, por se tratar de um valor dimensionado através da razão entre o lucro líquido e a receita líquida, quanto maior for o valor da ML melhor a condição da empresa. Em vista disso, a forma como esse índice pode afetar a decisão de um investidor se explica pelo fato de que no processo de aquisição de uma ação nominativa, por exemplo, o indivíduo encontrará segurança de retorno em forma de dividendos, aja vista que a margem líquida é um índice capaz de apontar a rentabilidade empresarial da operação do período analisado. Assim, essa margem pode demonstrar também se a empresa está cumprindo com suas obrigações.

Ademais, deve-se ressaltar que existe uma preocupação acerca da relação entre os investimentos e a proporção do lucro líquido destinado ao *dividend yield*, de modo que é possível omitir as perspectivas empresariais de redução de investimentos com um aumento dos dividendos auferidos. Em virtude disso, a questão dos dividendos dentro das escolas contemporâneas de investimento diverge em distintas linhas de pensamento, a saber: 1) Os dividendos em nada influenciam nas decisões do investidor, tendo em vista que a alavancagem de oneração dos papéis é bem maior na revenda de ações do que por conta dos dividendos auferidos; 2) Os dividendos são uma boa medida fundamentalista para medir a rentabilidade empresarial, de modo que atrai investimentos para os papéis, contudo, não sendo o dado contábil mais relevante, pelo fato principalmente da relevância do *payout*. 3) Os dividendos fazem parte da maior relevância da saúde e da rentabilidade empresarial, tendo em vista que fazem parte do lucro líquido.

Paralelamente, o *payout* como mensurador capaz de influenciar as tomadas de decisões entre o investimento e poupança expressa neutralidade na teoria de um

mundo perfeito proposto pelo modelo financeiro de Miller e Modigliani (1961), de modo que existe uma irrelevância da taxa de retorno com dividendos para o investidor. Contudo, aderir fielmente a esse modelo abre margem para interpretações radicais que, dentro do processo de alocação de portfólio, optar por verificações analíticas sobre dividendos (enquanto lado do investidor) ou possuir preocupação com as flutuações da porcentagem de retorno de cada ativo (enquanto lado do ofertante) são questões não relevantes a serem tratadas (BLUME, 1980).

Em síntese, não é o objetivo nessa pesquisa tratar especificamente dos dividendos, porém é válido ressaltar a preocupação existente em esclarecer a possibilidade de utilizá-los, ou não, como medida de análise. Logo, o principal objetivo é justamente demonstrar que existe a possibilidade de administrar os riscos no momento de aplicações financeiras.

Com efeito, outra informação financeira essencial a ser analisada é o retorno sobre o patrimônio líquido (RPL), que demonstra a rentabilidade gerada pelo capital dos sócios da empresa (ASSAF NETO, 2007). Esse indicador, trabalha com o valor proveniente da razão entre lucro líquido e patrimônio líquido e, pelo fato do capital social está incluso dentro desse patrimônio, infere-se que para que existam valores positivos e benéficos de RPL, é esperado que em caso de aumento do capital social (representando acréscimos das contribuições pessoais dos sócios ou a inserção de novos indivíduos a sociedade), aconteça também lucros líquidos adicionais.

Dessa maneira, a contribuição da análise fundamentalista utilizando os índices financeiros das empresas se revela viável como fase efetiva quando, na construção de um portfólio, que possui uma relação risco-retorno equilibrada, a metodologia fundamentalista seleciona os ativos expressivamente mais qualificados para o portfólio, para posteriormente serem efetuados testes para avaliação das características globais dos ativos.

Dessa forma, dentro do arcabouço metodológico proposto pela análise fundamentalista, a conciliação de índices financeiros tais como os apresentados nessa seção com o preço dos ativos no mercado é totalmente possível, considerando que a interpretação dos mesmos no que tange o entendimento contábil pressupõe a validação qualitativa das firmas de capital aberto. Assim, conforme apresentado em estudos como o de Marçal (2019), a hipótese de que índices financeiros e contábeis são passíveis de serem utilizados pela análise fundamentalista é confirmada, tornando cabível apresentá-la neste trabalho.

Ademais, vale perceber que a possibilidade de aplicação dessa análise se concretiza com a necessidade do investidor, além de dados de retornos passados, tenha acesso aos índices que propiciem melhor análise das séries temporais de retornos, podendo assim, quantificar através do modelo proposto o risco referente ao ativo de interesse.

Arcabouço pós-keynesiano e aspectos sobre incerteza, ativos, expectativas, liquidez e comportamentos

Os pós-keynesianos realizam esforços para consolidação do seu arcabouço teórico de defesa capaz de suportar os testes científicos emitidos pelo meio acadêmico das ciências econômicas, de modo que se abre espaço para contribuições que busquem auxiliar nesse desafio. A causa dos entraves, por detrás da existência de variações causadoras de complexidades na capacidade explicativa dentro da

abordagem pós keynesiana, se dá por conta da pluralidade entre as vertentes desse matiz teórico.

Primeiramente, se deve compreender a evolução do idealismo existente no sentimento racional de não-previsibilidade do futuro ou completa mensuração dele. Em virtude disso, o subconsciente do ser humano busca admitir ideias de como irão ocorrer os comportamentos sociais para prevenção de contratempos advindos de surpresas em dada ocasião. Dentro dessa necessidade do inconsciente humano de buscar entender o que ocorre, surge o conceito keynesiano (resgatado com mais força no pós-keynesianismo) de incerteza. Para Ferrari Filho e Araujo (2000), considerando que o futuro não pode ser antecipado, é a incerteza que move os agentes econômicos na decisão entre gasto e retenção de moeda, ou seja, é o fator principal pelas flutuações no nível de investimento e preferência pela liquidez.

Reconhecendo a incerteza como fator determinante do fluxo de transações econômicas, regulando a aplicação de capitais, Oreiro (1997) admite que a moeda se torna principal elemento do portfólio pois é o único ativo que está protegido da perda de capital, seria como um ativo de liquidez absoluta frente à incerteza dos cenários futuros. A questão essencial discutida é que caso os agentes econômicos não tenham segurança no ambiente macroeconômico de um país, o volume de aplicações financeiras vai ser reduzido. Portanto, em um cenário onde as expectativas futuras não são convincentemente positivas, a preferência pela liquidez aumenta e a moeda é retida como ativo de maior valor na economia (FREITAS, 2009), assim, torna-se menos possível que um agente econômico realize aplicações em ações.

Não apenas para a aplicação financeira isolada, o conceito de incerteza reflete-se na preocupação pós-keynesiana de considerar as variáveis reais da economia, bem como, compreender como os efeitos da propensão a poupar delas, permitem a busca por uma relação de qual seria o combustível para o crescimento econômico. Dessa forma, Kaldor (1966) aponta que parte da “força” que sustenta um modelo dinâmico de retornos crescentes é o fortalecimento da conjuntura interna somado, no longo prazo, dos recursos internos.

It is the enterprise, not the particular body of individuals owning it at any one time, which finds it necessary, in a dynamic world of increasing returns, to plough back a proportion of the profits earned as a kind of "prior charge" on earnings in order to ensure the survival of the enterprise in the long run. This is because: (i) continued expansion cannot be ensured in an uncertain world, and in the long run, unless some proportion of the finance required for expansion comes from internal source (KALDOR, 1966, p. 310)

O ponto central aqui discutido é a defesa de um mercado financeiro eficiente como influenciador positivo da estabilidade conjuntural e, além disso, da manutenção de retornos crescentes, considerando a disponibilidade de recursos internos das economias para “financiar” um ambiente favorável a lucros constantes. Assim, a discussão da relação aqui debatida, entre a teoria econômica keynesiana e análise fundamentalista, passa de meramente ser um “manual” para o investidor como trata Graham (2016), mas sim, se torna uma necessidade do sistema econômico em si, haja vista que sem a devida estabilidade construindo-se um cenário de incertezas, os agentes tendem a optar por ativos de maior liquidez, reduzindo o nível de atividade econômica em escala.

No que tange a discussão de Keynes em suas obras a respeito do pressuposto da incerteza, se percebe que a construção do livro “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” (TG doravante) possui grande embasamento nessa falta de

conhecimento do futuro. Desse modo, em várias discussões que Keynes faz ele retoma esse princípio, exemplo disso é a incerteza por detrás das decisões a respeito das expectativas de longo prazo, onde os agentes econômicos têm suas atitudes considerando o cenário atual primordialmente, podendo acontecer modificações nas considerações presentes apenas em virtude de razões mais ou menos concretas (KEYNES, 1936). Desta consideração, surge a explicação da relação de opção entre a rentabilidade das aplicações em títulos e ações, aja vista a possibilidade de *booms* nos preços dos ativos financeiros.

[...] equities would outperform bonds in periods of rising prices but underperform in periods of falling prices – this was the hypothesis examined in Smith's investigation, which involved 11 tests of equity returns versus bond returns each over a period of around 20 years drawn from 1866 to 1922. Smith found that his evidence overwhelmingly rejected conventional wisdom – in 10 tests, it was the equity portfolio that outperformed in terms of both capital value and income generated (WOODS, 2018, p. 66).

Nesse sentido, o detalhe referente à incerteza keynesiana e seus efeitos tanto no longo quanto no curto prazo refletem, posteriormente, na década de 80, a postulação do que os novos-keynesianos chamam de rigidez dos preços (SICSÚ, 1999), que é uma adaptação dos pressupostos do keynesianismo clássico de maneira a elaborar uma explicação da lentidão dos resultados em curto prazo de flutuações em variáveis macroeconômicas.

Keynes elaborou e distinguiu dois conceitos de expectativas, de curto e longo prazo, referentes ao sentimento do empresário – esse enquanto produtor ou investidor – frente ao ato de aplicação de seu capital.

[...] o empresário (aplicando-se esta designação tanto ao produtor quanto ao investidor) tem de fazer as melhores previsões que lhe são possíveis sobre o que os consumidores estarão dispostos a pagar-lhe quando, após um lapso de tempo que pode ser considerável, estiver em condições de os satisfazer (direta ou indiretamente); [...] Estas expectativas, das quais dependem as decisões da atividade econômica, dividem-se em dois grupos, havendo certos indivíduos ou firmas especializadas na elaboração de expectativas do primeiro tipo e outras na elaboração do segundo (KEYNES, 1936, p. 77).

Para Possas (2015), as expectativas citadas pela teoria keynesiana são reflexos do grau de confiança que se altera de acordo com a incerteza do momento, de forma que se torna possível ocorrer alterações abruptas no preço de demanda dos ativos, afetando os investimentos nele. Logo, existe a possibilidade (principalmente em momentos de crise) que alterações nas expectativas de curto prazo afetem o cenário de longo prazo, configurando queda no nível de investimentos.

Um segundo tipo de expectativa citado por Keynes (1936), surge a questão dos rendimentos de uma aplicação de longo prazo, que segundo o mesmo, ao ser realizada leva em consideração a expectativa atual em relação ao futuro, de modo que as expectativas de curto prazo se atritando realizam pressão para influenciar, positivamente ou negativamente, o panorama futuro. Assim, quando ele apresenta o conceito de expectativa, trata nesse momento, apenas do emprego e do produto, contudo em perspectiva mais ampla no cenário econômico, as variáveis resultantes das decisões empresariais, como é a questão do valor das ações em uma *Initial Public Offer* (IPO), influenciam na oneração e depreciação das firmas.

Ademais, os efeitos advindos das mudanças mínimas em variáveis aparentemente não tão significantes ao mercado financeiro (que se mostram relevantes às decisões de aplicação de capital) são perceptíveis nas alterações de expectativas apenas em um hiato de tempo considerável (KEYNES, 1936). Os pressupostos da linha de pesquisa pós-keynesiana apresentam *insights* importantes para compreender o funcionamento das transformações temporais de expectativas, como é o caso da contribuição de um panorama de “instabilidade”, de modo que o mesmo:

[...] resulta de uma interação complexa entre fatores reais – como, por exemplo, a relação não linear (na forma de uma curva em C invertido) entre distribuição de renda e grau de utilização da capacidade produtiva – e financeiro – como, por exemplo, a relação entre grau de endividamento das empresas e a taxa de juros dos empréstimos bancários (OREIRO, 2011, p. 294).

Quando se trata dessa perspectiva de instabilidade se pode realizar uma análise de como tal pressuposto influencia nas tomadas de decisões dos empresários, haja vista que frente a um quadro econômico que favorece expectativas de mercado negativas, os agentes tendem a optar pela liquidez por iminência de limitações ao crescimento real da economia do local em que será realizada a aplicação de capital. Assim, Olesen (2010) reconhece que o ambiente econômico é movido por decisões que não são completamente racionais, de forma que as decisões empresariais de expansão de capital ou qualquer outra, não devem ser compreendidas como inteiramente fidedignas.

A preferência pela liquidez é tratada no keynesianismo geral como fator determinante das flutuações dos níveis de investimento e demanda agregada, e, portanto, a opção do empresário a aplicar seu capital se deve fazer uma apropriação do que a TG nos apresenta como ativo de maior liquidez na economia: a moeda.

Mais do que um mero depósito de valor ou meio de troca, a moeda possui essencial papel nas explicações das variáveis macroeconômicas, de modo que a mesma não é neutra no longo prazo e possui significativa expressão nas escolhas empresariais frente ao cenário de política monetária (OREIRO, 2011). Em concordância a isso, se percebe que a questão da preferência pela liquidez keynesiana apresenta uma nova explicação da instabilidade da economia perante o nível de investimentos⁵, com base principalmente nas flutuações da taxa de juros.

Apesar de Keynes (1936) ter trabalhado o conceito de investimento como os incrementos do empresário à capacidade produtiva, ao se transpor suas contribuições ao mercado financeiro se percebe que a preferência pela liquidez, em um estado pós-keynesiano de incerteza radicalizada, se altera de acordo com as flutuações do ambiente macroeconômico. Os empresários ao aplicarem seu capital em ativos sempre buscam aqueles os quais possuem maior grau de confiabilidade, e em dados

⁵ Keynes apresenta um essencial entendimento do que acontece com os investimentos frente a uma crise econômica com a sua preferência pela liquidez. A opção do empresário a poupar em um período t1, para em t2 (enquanto quadro econômico favorável) foi abordada pela escola clássica por Senior com seu conceito de abstinência (BRUE, 2005) com o objetivo de explicar a origem da acumulação de capital racional e eficiente, contudo, a preocupação de se compreender o comportamento do empresário frente ao quadro econômico foi mais bem trabalhada na TG, principalmente a respeito de um *animal spirits* citado por Keynes.

momentos se amparam em uma espécie de comportamento de rebanho (WOODS, 2018).

Isso se explica levando em consideração que os resultados nominais obtidos por análise univocamente quantitativas são baseados no comportamento de agentes externos ao indivíduo (os quais são expressos em indicadores de bolsa de valores como o IBOVESA, garantindo apenas resultados quantitativos sem dar os aspectos qualitativos de tais flutuações no mercado financeiro), portanto, o empresário que não embasa a sua alocação de ativos na análise fundamentalista se submete a auferir sua confiabilidade em outrem se expondo a certo risco desconhecido de difícil administração.

Sintetizando os pressupostos supracitados, a determinação dos preços dos ativos no momento presente se fundamenta nas perspectivas sobre as condições futuras, de modo que convergindo a expectativa de longo prazo keynesiana (essa sendo definida pelas fricções nas de curto prazo), com a constante preferência pela liquidez de um estado de incerteza radical (perante um quadro de instabilidade nas condições de mercado), a apreciação e depreciação dos valores do mercado financeiro são identificadas como resultado da perspectiva do empresário perante o cenário macroeconômico vigente, e como isso afeta sua esperança de rentabilidade no futuro. O *animal spirits* keynesiano reflete justamente isso: a adequação das decisões empresariais do momento certo de realização de dado investimento.

O comportamento do empresário além de guiar suas decisões, possui influência no cenário monetário da economia com suas diferentes taxas de juros. Para Pilkington (2014), a relevância do comportamento empresarial é tão grande que, mesmo que a principal taxa de juros seja decidida pela autoridade monetária central, quem ordena a flutuação das demais taxas são os comportamentos empresariais.

Uma síntese pós-keynesiana para análise fundamentalista

O esforço de construir uma espécie de contribuição, para essa sequência de pesquisas sobre o pensamento pós-keynesiano acerca do investimento, se configura em um processo de acertos e falhas, de modo que esse artigo se esforçou ao máximo para se incluir na qualificação positiva do método científico. Keynes busca construir uma ideia sobre a metodologia utilizada no ato de investir em ativos em portfólio. Buscar sintetizar o pensamento secular keynesiano é compreender que a maturidade daquilo que foi proposto pode não ser alcançada caso o pesquisador não tenha o devido cuidado de admitir que a possibilidade de divergências de interpretações seja real.

O que foi proposto pelo teórico se apresenta enquanto um estopim para uma série de linhas teóricas que vão trabalhar os temas referentes a mercado financeiro, portanto, a ideiação mais adequada é de que as conceituações utilizadas por pós-keynesianos ou novo-keynesianos são propriedades intelectuais repensadas. A verdade é que o cinturão teórico utilizado por eles são resgates daquilo que foi proposto pelo economista atribuindo suas individuais adaptações.

Nesta seção resgata-se as ideias sobre alocação de ativos apresentadas na TG no que diz respeito a expectativas e uma espécie de convenção financeira. Assumindo uma metodologia dedutiva, Keynes nesse momento propõe uma espécie de generalização, a título de simplificação, para o comportamento dos investidores. Alves Junior, Ferrari Filho e Paula (2000) exprime a ideia de que essa convenção

apresenta um estado de inércia conjuntural, onde o valor do mercado de ativos só se altera com base naquilo que se entende como conhecimento atual.

Quando anteriormente foi exposto o assim chamado comportamento de rebanho (WOODS, 2018), se percebe que existe uma relação de aceitação de um indivíduo perante o comportamento massificado de mercado. As flutuações entre oferta e demanda que possuem forte influência de equilíbrio geral em proposições contrárias a Keynes são reconhecidas nesse momento, mas alterando-se o escopo de análise reiterando o objetivo que o economista busca: identificar como o comportamento de mercado afeta o indivíduo enquanto alocador de recursos.

Existe, em consonância, um jogo estratégico dos ofertantes de ativos para realizar um controle dessas expectativas individuais. O nascimento das teorias de marketing após a Segunda Guerra Mundial forneceu, aos diferentes segmentos de mercado, a fundamentação necessária ao entendimento do comportamento do consumidor com as estratégias de marketing *segmentation and targeting* (SHETH; PARVATIYAR, 2000).

A propensão do sujeito a realizar uma manutenção comportamental se configura em um estado estático de projeção para o futuro. Isso ocorre quando não existem perspectivas quaisquer de mudanças do quadro econômico vigente, contribuindo assim para a ocorrência do que Keynes afirma ser uma convenção financeira (DEQUECH, 2011). A inércia comportamental aqui percebida só é passível de ser alterada com o ocorrer de choques conjunturais internos ou externos, ainda que não diretamente. Nesse caso, entram as análises de mercado que buscam compreender de que maneira o presente cenário econômico influencia na capacidade de continuidade do investidor a permanecer em uma aplicação que pode lhe auferir um grande retorno.

Como discutido na seção anterior, a relação entre o mercado financeiro e as variáveis macroeconômicas se revelam com um dos possíveis estopins para alteração de um quadro econômico, é claro, é uma análise simplista entre causa e consequência visualizando por essa perspectiva, porém, reitera-se o caráter complementar da eficiência do mercado financeiro ao crescimento econômico, de tal maneira que juntando-se tal fator a um ambiente de taxa de juros competitiva e eixos macroeconômicos favoráveis, o nível de atividade do mercado financeiro em si serve como mensurador do nível de atividade. Tal afirmação se torna possível pois, considerando uma economia resultante de análises financeiras de caráter fundamentalista, todas as decisões dos agentes são eivadas de um determinado conhecimento macroeconômico.

Dentro do cenário de elaboração de expectativas perante a uma forte influência de estratégias de marketing, o investidor busca compreender de que forma o seu fluxo de portfólio irá se comportar no futuro com base nas suas decisões a serem tomadas no presente. A opção por realizar uma aplicação financeira varia entre uma margem de lucro ou de prejuízo, tendo em vista que, a inconstância de uma conjuntura macroeconômica afeta diretamente os retornos de uma compra de ativos, de modo que existe, portanto, um assim denominado risco conjuntural (ANTONIK, 2004).

Nesse sentido, percebe-se, a dualidade sobre o desconhecimento futuro que fricciona entre o contemporâneo conceito de risco e a contribuição da incerteza advinda de Keynes. Não obstante, o principal problema existente aqui é a natureza que polariza esses dois verbetes. Considerando que o risco, como variável endógena dos modelos de Graham, se trata de um indicador mensurável probabilisticamente através do ferramental estatístico, e a incerteza keynesiana se isenta de quaisquer

princípios de quantificação. O distanciamento existente entre a utilização do risco ou da incerteza parte do espaçamento teórico entre fundamentos da microeconomia mainstream e a revolução macroeconômica da década de 30.

Ademais, se entende que uma tende a partir de comportamentos inteiramente racionais e passíveis de otimização (risco) enquanto por outro lado, a incerteza é compreendida com as decisões dos *animal spirits* dos investidores frente aos seus interesses de manter os ativos de maior liquidez em momentos tidos como crises (FERRARI FILHO; ARAUJO, 2000). A dificuldade de trabalhar com esses dois conceitos totalmente significativos no mercado de ativos foi percebida por Machina (1987). Sendo assim, revisando sua obra seminal do *Journal of Economic Perspectives*, a complexidade existente no desafio de encontrar modelos de perspectivas isentados de qualquer um dos valores herdados pela incerteza keynesiana levou Machina a não concluir uma ideia sólida sobre o assunto (DAVIDSON, 1991).

Para Pinho (2011), risco é entendido como a possibilidade de acontecer uma situação a qual o autor da ação não deseja, configurando um estado indesejável. Além disso, De Azevedo e Conceição (2019) entende o conceito de incerteza como uma ausência ou limitação de conhecimento do ambiente econômico.

Baseando-se nessas conceituações, chega-se ao pensamento principal que o risco no contexto moderno é um evento que probabilisticamente, através de métodos estatísticos, é capaz de mensurar a chance de ocorrer um evento indesejado. Por outro lado, na literatura keynesiana, em geral, a incerteza é incapaz de ser mensurada.

As considerações pós-keynesianas evidenciadas até o momento nesta pesquisa buscaram encontrar, principalmente, se existem pontos de convergência entre risco e incerteza, e isso dificultou o processo de elaboração de uma nova contribuição para a teoria econômica keynesiana sobre investimentos. O estado natural de incerteza inerente a cada indivíduo não foi admitido ainda como um pressuposto para o surgimento da variável estatística de risco. O risco só existe como endógeno aos modelos contemporâneos das escolas de investimento pelo fato do futuro ser desconhecido. Portanto, uma maneira que se pode tratar os dois verbetes é não individualizando-os, tentando buscar qual o mais adequado em detrimento do outro, mas sim tentar utilizar em uma síntese teórica os dois conceitos.

Portanto, a aceitação da contribuição keynesiana aos modelos de mensuração como metodologia das alocações de portfólio é totalmente válida. Os escritos de Keynes não se dissiparam com o avanço das ideias científicas, mas foram sendo reformulados, acrescentando a eles as inovações dos teóricos contemporâneos. Na TG, Keynes já havia discutido, ainda que em alguns capítulos, um processo metodológico para investimentos denominado security valuation, essa metodologia muito se aproxima do que é proposto nos modelos de diversificação de portfólio para diminuição de risco, inclusive, existem traços de que além de quaisquer análises de dados estatísticos apenas, Keynes propôs em trabalhos futuros a qualificação dos ativos através de avaliações mais intensivas como as fornecidas pela análise fundamentalista.

Absent an available statement detailing a Post Keynesian security investment strategy, it is necessary to return to the writings of Keynes to make inferences about the elements that such a strategy would contain. Chapter 12 (and, to a lesser extent, chapters 13 and 15) of *General Theory* provides many clues, though the story is far from complete. "For convenience of exposition" (Keynes, 1936, p. 149), chapter 12 abstracts from interest rate changes.

Although this abstraction does have pedagogical benefits, permitting Keynes to examine the process of changes in long-term expectations of “prospective yield” on “the value of investments,” it does suppress the portfolio management problem of determining the division of investments between fixed income and equity securities. Although these issues are incrementally developed in chapters 13 and 15, integration of the concepts is not presented in the form of a security investment strategy. Given the key role attributed to the “speculative motive” in liquidity preference (for example, p. 196), this is a significant limitation. In addition, there is limited discussion regarding both the maturity composition of the fixed-income component of the investment portfolio and the riskiness of the bonds to be selected, such as corporate bonds versus government bonds (POITRAS, 2002, p. 8).

Tal como ocorreu com as publicações seminais de J.M. Keynes na era novecentista, o embate teórico contra o equilíbrio geral walrasiano se perpetuou até mesmo na reverberação contemporânea do pensamento keynesiano, havendo assim, testes científicos constantes para a validação dos núcleos teóricos referentes a indivíduos com expectativas racionais e mercados eficientes (MALKIEL, 1989), ou referentes a mercados com preços que não refletem em sua totalidade a informação necessária para um preço de equilíbrio. Keynes propôs que os investidores agem unicamente em resposta a expectativas de curto prazo, com o que ele denominou de *animal spirits*, de tal modo que existe uma irracionalidade sobre projeções futuras (RUSSEL; TORBEY, 2002). Não obstante, os modelos de mensuração *mainstream* partem de pressupostos de sujeitos racionais que respondem a expectativas de longo prazo existindo até mesmo, em um nível de aceitação teórica mais radical, uma resposta automática do mercado, como uma forma de autorregulação com base nessas perspectivas (DOUGLAS, 2007).

Considerações Finais

O esforço na elaboração de uma contribuição pós-keynesiana para investidores se configura constantemente como um processo de reconhecimento de contribuições teóricas daquilo que já foi proposto por teóricos anteriores. A dedução metodológica para compreender que dentro da alocação de portfólio fundamentalista existe a necessidade de se entender teoria econômica é essencial. Assim, o objetivo proposto nesta pesquisa foi contribuir com um possível suporte da teoria keynesiana como ferramenta analítica (partindo da análise fundamentalista), teórico (apropriando das proposições existentes na TG) e aplicável a testes empíricos. O contraste entre a racionalidade perfeita neoclássica e o desequilíbrio keynesiano não se extingue com esse único trabalho, de forma que o debate existente se perpetua em uma dialética científica. Contudo, ficou-se evidente que tanto Keynes quanto os seus seguidores na contemporaneidade propuseram um arcabouço analítico suficientemente sólido para compreender de onde surgem as decisões de investir ou não em determinado artigo.

Dessa forma, os trabalhos existentes com o mesmo propósito que esse são essenciais, de tal maneira que propor a realização de uma síntese teórica em uma contribuição científica é evidenciar que a renovação do pensamento científico é dinâmica a todo instante. Portanto, contemplar com um objetivo de apontar a convergência entre essas duas teorias foi o principal proposto nesse trabalho, explanando assim, a possibilidade de utilização das conceituações do pós-

keynesianismo e a administração de risco existente no modelo metodológico da análise fundamentalista.

Em seguida, como resultado obtido com essa análise das teorias, se foi percebido principalmente que a contemporaneidade do mainstream do mercado financeiro e da microeconomia se choca com a macroeconomia pós-keynesiana. A ideiação que o modelo de mercado eficiente propõe pode não ser cabível na construção de um ferramental analítico que se dispõe a considerar que existe uma incerteza no mercado de ativos. Desse modo, adequa-se o conceito de risco, tornando-o mais do que uma medida de variação existente no mundo estatístico, transformando-o em um fator que pondera as idiosincrasias das aplicações em ativos tanto no plano quantitativo quanto nas individualidades do sujeito cognoscente.

Ponderando o constante temor que o indivíduo sofre nas aplicações de risco de curto e longo prazo, se percebe que a incerteza radical pós-keynesiana se configura como um conceito divergente ao processo de manipulação do risco. Dito isso, pode acontecer como anteriormente citado, uma adaptação desse conceito quando se trata de mercado financeiro, tendo em vista o objetivo de realizar operações do investidor. Portanto, com o intuito de garantir um complemento teórico que esse trabalho emite uma conciliação, entre a conceituação moderna existente no modelo de aplicação financeira fundamentalista e a contribuição do pós-keynesianismo sobre isso.

Contudo, em momento algum se contesta a questão que a incerteza é incapaz de ser quantificada em modelos matemáticos. Esse apriorismo permanece na proposta dessa pesquisa, pois não se faz necessário quantificar o temor individualista. Reconhece-se, portanto, a importância do ferramental estatístico com as variáveis capazes de medir a dispersão entre observações de séries temporais de retorno, existindo assim uma possibilidade de quantificar certo risco financeiro.

Sendo assim, um reconhecimento dos pontos convergentes e divergentes, entre incerteza fundamental e risco, é válido para realizar aplicações fundamentalistas, de tal forma que a análise fundamentalista se torna a parte essencial do ato de quantificar o risco na compra de ativos. Assim, se conclui que a pesquisa contribuiu demonstrando que existe a possibilidade de conciliação da teoria econômica com a dinâmica moderna de mercado, onde não é preciso restringir o pensamento humano unicamente a uma vertente, seja teórica ou prática, de modo que o modelo ideal se configura como um investidor que entende as virtudes do pensamento pós-keynesiano e conhece as ferramentas utilizadas pela análise fundamentalista.

Referências

ALVES JUNIOR, A. J.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. R. de. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 79-106, jan./jun. 2000.

ANTONIK, L. R. Análise de projetos de investimento sob condições de risco. **Revista da FAE**, Curitiba, v. 7, n. 1, p. 67-76, jan./jun. 2004.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços**: um enfoque econômico-financeiro. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

AZEVEDO, L. F.; CONCEIÇÃO, O. A. C. Incerteza e não-ergodicidade: as perspectivas das vertentes institucionalistas. **Revista de Economia**, Curitiba, v. 38, n. 67, p. 1-24, 2019.

BLUME, M. E. Stock returns and dividend yields: Some more evidence. **The review of economics and statistics**, Cambridge, v. 62, n. 4, p. 567-577, 1980.

BRUE, S. **História do pensamento econômico**. São Paulo: Thomson, 2005.

DAVIDSON, P. Is probability theory relevant for uncertainty? A post Keynesian perspective. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 5, n. 1, p. 129-143, 1991.

DEQUECH, D. Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics. **Journal of Post Keynesian Economics**, Armonk, v. 30, n. 2, p. 279-302, 2007.

DEQUECH, D. Financial conventions in Keynes's theory: the stock exchange. **Journal of Post Keynesian Economics**, Armonk, v. 33, n. 3, p. 469-490, 2011.

DOUGLAS, N. **In the light of current evidence, critically examine the efficient market hypothesis**. 2007. Disponível em: <https://www.studocu.com/row/document/university-of-lusaka/managerial-economics/efficient-market-hypothesis/27740963>.

FERRARI FILHO, F.; ARAUJO, J. P. Caos, incerteza e teoria pós-keynesiana. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 21, n. 2, p. 163-182, 2000.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, v. 23, p. 125-145, 2009

GRAHAM, B. **O investidor inteligente**: Atualizado com novos comentários de Jason Zweig; prefácio e apêndice de Warren E. Buffet. Rio de Janeiro: Happercollins Brasil, 2016.

GRAHAM, B. *et al.* **Security analysis**. New York: McGraw-Hill, 1934.

KALDOR, N. Marginal productivity and the macro-economic theories of distribution: Comment on Samuelson and Modigliani. **The Review of Economic Studies**, Oxford, v. 33, n. 4, p. 309-319, 1966.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro, e da moeda** [1936]. Os Economistas. Disponível em: <http://www.afoiceeomartelo.com.br/posfsa/autores/Keynes,%20John/Keynes%20-%20Os%20economistas.pdf> . Acesso em: 29 jul. 2020.

MACHINA, M. J. Choice under uncertainty: problems solved and unsolved. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 1, p. 121-154, 1987.

MALKIEL, B. G. Efficient market hypothesis. *In*: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. (ed.). **Finance**. London: Palgrave Macmillan, 1989. p. 127-134.

MALTA, T. L.; CAMARGOS, M. A. Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. **REGE-Revista de Gestão**, São Paulo, v. 23, n. 1, p. 52-62, 2016.

MARÇAL, R. R.; BATISTA, T. C. Relevância da informação contábil no mercado de capitais brasileiro: uma perspectiva por meio da análise fundamentalista em empresas do índice IBRX-50. **Revista de Contabilidade e Gestão Contemporânea UFF**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 2, p. 52-65, 2019.

MILARÉ, L. F. L. A (im) previsibilidade da crise e o pluralismo da Economia. **Brazilian Journal of Political Economy**, São Paulo, v. 33, n. 4, p. 659-670, 2013.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, Chicago, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MONTEIRO, B.M.M. S.M **Otimização de um Portfólio de Investimentos e a sua Modelação**. (Dissertação de Mestrado) Porto: Universidade do Porto, 2012.

OLESEN, F. Uncertainty, bounded rationality and post-Keynesian Macroeconomics. **European Journal of Economics and Economic Policies**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 109-124, 2010.

OREIRO, J. L. Preferência pela liquidez e escolha de portfólio: estabelecendo os micro-fundamentos da não-neutralidade da moeda no longo prazo. **Texto para discussão**, 1997

OREIRO, J. L. Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 283-312, nov. 2011.

PILKINGTON, P. C. Endogenous money and the natural rate of interest: The Reemergence of Liquidity Preference and Animal Spirits in the Post-Keynesian Theory of Capital Markets. 2014. Working Paper No. 817. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2509361. Acesso em: 29 jul. 2020.

PINETTI, C. G. O risco sistêmico no foco da regulação financeira pós-crise. **Revista da Faculdade de Direito**, São Paulo, v. 110, p. 819-847, 2015.

PINHO, C. *et al.* **Risco financeiro-medida e gestão**. Lisboa: Edições Sílabo, 2011.

PIOTROSKI, J. D. Discussion of “separating winners from losers among low book-to-market stocks using financial statement analysis”. **Review of Accounting Studies**, [s. l.], n. 10, p. 171–184, Sept. 2005. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11142-005-1527-3>. Acesso em: 29 jul. 2020.

POITRAS, G. The philosophy of investment: a Post Keynesian perspective. **Journal of Post Keynesian Economics**, Armonk, v. 25, n. 1, p. 105-121, 2002.

POSSAS, M. L. Uma interpretação de pontos controversos da Teoria Geral de Keynes. **Brazilian Keynesian Review**, [s. l.], v. 1, n. 1, p. 71-95, 2015.

RUSSEL, P. S.; TORBEY, V. M. The efficient market hypothesis on trial: a survey. **Business Quest**, [s. l.], 2002. Disponível em: <https://www.westga.edu/~bquest/2002/index.htm>. Acesso em: 29 jul. 2020.

SHETH, J.; PARVATIYAR, A. **Handbook of relationship marketing**. London: Sage Publications, 2000.

SICSÚ, J. Keynes e os novos-keynesianos. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 19, n. 2, p. 329-349, abr./jun. 1999.

TESTA, C. H. R. Aplicação da estratégia de investimento de Graham à BM&FBovespa para o pequeno investidor. *In*: SEMEAD-SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 14., 2011, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: USP, 2011. p. 1-12.

VERSIGNASSI, A. **Crash**. 2. ed. [São Paulo]: Ed. Leya, 2015.

WOODS, J. E. JM Keynes' influence on institutional portfolio management. **Journal of Post Keynesian Economics**, Armonk, v. 41, n. 1, p. 56-82, 2018.

WALTER, R. G. Análise fundamentalista e avaliação de títulos: aspectos teóricos. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 14, p. 15-32, 1974.