

# 1

---

## 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<sup>1</sup>

*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”<sup>2</sup>

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

— OPINIÃO DE UM INVESTIDOR CONVIDADO DO CNBC,  
MARÇO DE 2009<sup>3</sup>

### **“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”).

#### 4 PARTE I Retornos das ações

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.<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup>

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.<sup>6</sup>

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.

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 aqui-

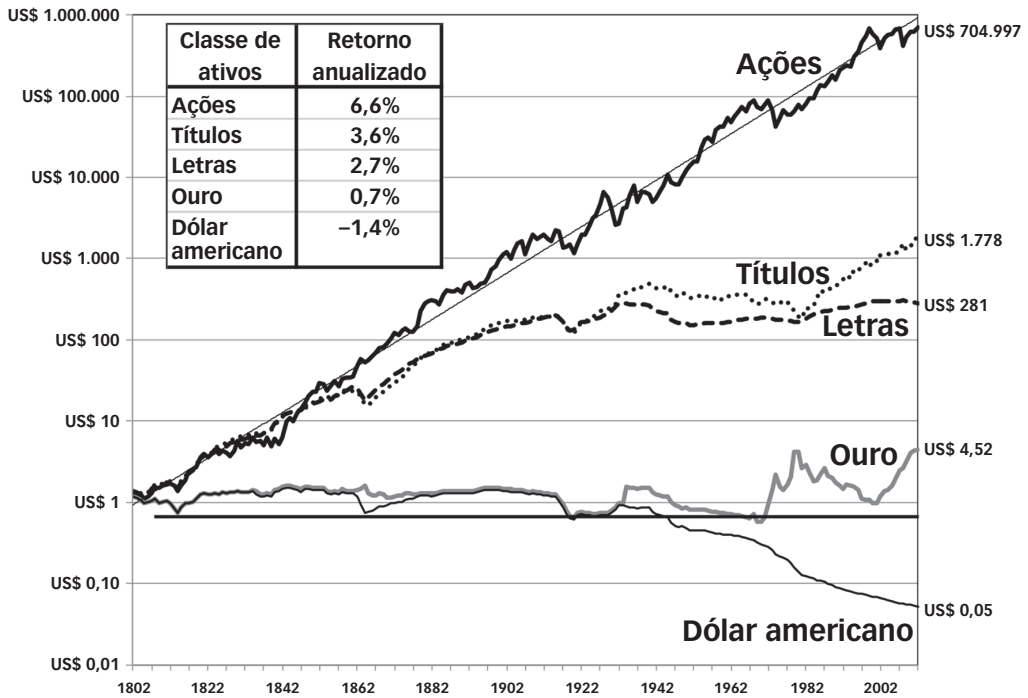


Figura 1.1 Retornos reais totais sobre ações, títulos, letras, ouro e dólar nos Estados Unidos, 1802-2012.

sitivo 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.<sup>7</sup>

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*].<sup>8</sup>

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.<sup>9</sup>

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.”<sup>10</sup>

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.<sup>11</sup>

## 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*.<sup>12</sup> 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 fi-

nanceiros dos Estados Unidos.<sup>13</sup> As pesquisas que demonstravam a superioridade das ações tornaram-se conhecidas como teoria de investimento em ações ordinárias.<sup>14</sup>

## 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.<sup>15</sup>

## 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 dólar atual.<sup>16</sup>

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.<sup>17</sup> 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".<sup>18</sup>

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*".<sup>19</sup>

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.<sup>20</sup>

## 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.<sup>21</sup>

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.<sup>22</sup>

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.<sup>23</sup> 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.<sup>24</sup>

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)”.<sup>25</sup> 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.<sup>26</sup>

## 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.<sup>27</sup>

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.<sup>28</sup> 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 do povo.*<sup>29</sup>

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”.<sup>30</sup> 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.<sup>31</sup>

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.<sup>32</sup>

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.<sup>33</sup>

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.<sup>34</sup>

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.<sup>35</sup>

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”.<sup>36</sup>

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*.<sup>37</sup> 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 outro grande incentivador de investimentos não convencionais, afirmou em abril de 2007: “Depois desses movimentos, os ativos mais diversificados e exóticos estão extremamente supervalorizados”.<sup>38</sup>

## 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 reu-

não 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.<sup>39</sup>

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.<sup>40</sup> 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.