

## *Booms, Bolhas e Crashes: como o mercado lida com a incerteza?*

*A person watching the tide coming in and who wishes to know the exact spot which marks the high tide, sets a stick in the sand at the points reached by the incoming waves until the stick reaches a position where the waves do not come up to it, and finally recede enough to show that the tide has turned.*

*This method holds good in watching and determining the flood tide of the stock market.... The price-waves, like those of the sea, do not recede at once from the top. The force which moves them checks the inflow gradually and time elapses before it can be told with certainty whether the tide has been seen or not.*

(escreveu Charles Dow em 1901, que foi co-fundador da Dow, Jones & Co, empresa que criou o Dow Jones Average Index, e co-fundador e primeiro editor do Wall Street Journal)

*New opportunities for profits are seized, and overdone, in ways so closely resembling irrationality as to constitute a mania. Once the excessive character of the upswing is realized, the financial system experiences a sort of 'distress', in the course of which the rush to reverse the expansion process might become so precipitous as to resemble panic. In the manic phase, people of wealth or credit switch out of money or borrow to buy real or illiquid financial assets. In panic, the reverse movement takes place, from real or financial assets to money, or repayment of debt, with a crash in the prices of commodities, houses, buildings, land, stocks, bonds --in short, in whatever has been the subject of the mania"*

(Charles Kindleberger, Mania, Panics and Crashes:  
A History of Financial Crises-1978)

### **Um pouco de história**

A história dos mercados financeiros está repleta de bolhas e de estouro delas. As bolhas se desmancham no ar, e viram um "crash". Apenas nos EUA, desde 1809, houve 14 ocasiões em que a bolsa de valores caiu entre 16% e 66% desde o pico anterior. Às vésperas desses estouros, as ações haviam valorizado entre 21% e 202%. Não deixa de ser um consolo o fato de que desde 1938 a bolsa americana não sofria um crash de grandes proporções - até 2000 quando estourou a bolha do NASDAQ e as ações caíram 30,8%.

Há vários episódios de bolhas na história. A mais pitoresca é a bolha das tulipas na Holanda do século XVII, como relata Burton Malkiel em *A random walk down Wall Street*. Um professor de botânica trouxe da Turquia tulipas, e as queria vender, mas cobrava muito caro. Um ladrão assaltou sua casa e vendeu as tulipas abaixo do preço pedido pelo professor. Na década seguinte, as tulipas se tornaram populares e caras nos jardins holandeses. Muitas destas flores foram atingidas por um vírus que as tornava listradas. Em pouco tempo, o gosto popular dizia que quanto mais "infectadas/listradas" as flores, mais caras eram. A demanda crescia à frente da oferta, a tal ponto, que as pessoas começaram a comprar grandes quantidades para estocar e se prevenir de um possível aumento de preços. A bolha começou a crescer rapidamente. Quanto mais caras eram as flores, mais eram vistas como um bom investimento. Até que alguns começaram a achar que, àqueles preços, seria prudente vender suas flores, fazendo o mercado desabar.

Outro exemplo é da companhia South Sea de comércio com a América do Sul. A empresa nasceu de uma emissão do governo inglês, incorporada por investidores privados. Na prática, os seus diretores não tinham experiência com o negócio que, aliás, nunca

### **Empresas Familiares e suas Místicas**

Ricardo Leonardos \*

Existem duas crenças relativas a famílias empresárias que deveriam ser desmistificadas. A primeira é de que empresas familiares são de segunda classe, isto é, são tidas como pouco profissionais e de desempenho pobre. A segunda é de que a única função importante e de prestígio para um membro de uma família empresária é a de ser executivo do negócio.

Com relação ao primeiro ponto as estatísticas mostram uma situação diferente da crença geral. Empresas familiares bem geridas apresentam resultados melhores do que aquelas não pertencentes a famílias. Em média, as empresas sob controle familiar são mais lucrativas e apresentam retorno sobre o patrimônio maior do que empresas não-familiares, conforme podemos ver a seguir.

O grupo de empresas familiares que compõem o S&P 500 superaram o retorno deste índice em 4.4% nos últimos doze meses, em 19.6% nos últimos três anos e em 109.7% nos últimos cinco anos (1). Em termos de retorno sobre o patrimônio essas empresas obtiveram 20.7% comparado com os 15.2% do S&P 500 e projetam crescimento maior de ganhos para 2005 e 2006 (1).

Adicionalmente, empresas dirigidas por famílias têm cotação 10% maior no mercado de ações do que empresas não familiares (3) e empregam de 50% a 60% da força de trabalho em países industrializados (2).

O desempenho descrito acima não é comum a todas empresas familiares, porém é mais freqüentemente encontrado naquelas que seguem certos padrões como os descritos abaixo.

O primeiro destes padrões é de que nessas companhias assuntos de família são tratados em família e assuntos da empresa são tratados na empresa. Relações familiares supostamente são baseadas em amor incondicional e as pessoas são valorizadas por quem elas são. No mundo dos negócios as pessoas são reconhecidas pelo que elas fazem e quão bem o fazem. Misturar estes sistemas de valores certamente é fatal para ambos os lados.

Normalmente dois interesses prevalecem nas empresas familiares que perduram: o de preservar o patrimônio familiar e o de fortalecer a harmonia da família. A forma como estes objetivos são atingidos leva ao segundo padrão das empresas familiares bem sucedidas. Elas possuem estruturas de governança familiar e corporativa instauradas com funções claras e definidas.

Na instância da governança familiar existem dois mecanismos de organização e de voz da família. A base é uma Reunião de Família anual onde se trocam experiências e informações sobre a família e o negócio, assim como se comemoram os feitos do período. Estes encontros servem também para educar os membros mais novos e as próximas gerações sobre os valores e o legado da família.

O segundo mecanismo é o Conselho de Família, cuja missão é encorajar e facilitar a discussão de assuntos relativos à família e à empresa, bem como dar suporte de médio e longo prazo ao negócio. Isto é feito por meio de uma comunicação eficaz na família e entre a

deslanchou de fato. Ocorre que, na Inglaterra do início do século XVIII havia uma enorme abundância de capital esperando por oportunidades de investimento. Outras tantas empresas foram lançadas na mesma época, com projetos mirabolantes, e assim como a South Sea, a cada emissão de ações havia investidores interessados, o que permitia um lucro para os emissores. A bolha estourou quando os próprios diretores da South Sea resolveram vender suas ações.

Esses dois casos são pitorescos porque dizem respeito a ativos cujos valores eram muito questionáveis. Nos outros casos de bolhas de ações, terras e casas os fundamentos eram mais sólidos e as distorções de preços em relação ao valor de longo prazo devido à especulação mais difíceis de serem identificados.

Há fatores que catalisam bolhas e estouros. Alguns exemplos na história dos EUA são guerras (1814, 1865 e 1918), “booms” das ferrovias (1875-77 e 1881-1885) e das empresas de tecnologia (2000-2002), crises internacionais (1906-07) e aperto da política monetária (1936-1938).

Em vários desses episódios a economia sofreu muito com quedas do PIB que chegaram a 30% entre 1929 e 1932. A comunicação entre o mercado de ações e a economia passa por dois canais. Primeiro, as empresas cujas ações perdem valor passam a ter dificuldades de financiamento e reduzem investimentos, produção e emprego. Segundo, as ações fazem parte do patrimônio de fundos de pensão e indivíduos e, à medida que perdem valor, terminam por afetar o poder de compra e o incentivo ao consumo. Esses dois canais explicam de que modo o estouro de uma bolha afeta negativamente a economia.

## **Incerteza e visões do futuro**

A incerteza sobre o futuro torna difícil qualquer esforço de previsão. Os investimentos, por dependerem de eventos futuros, são decisões sob incerteza por excelência. Mais ainda, os preços de ações, títulos, casas, máquinas e instalações não dependem apenas dos cenários e dos fundamentos, mas também da visão que têm a multidão de participantes do mercado.

No mercado de ações, os preços refletem a expectativa de lucros no futuro próximo e longínquo. Os lucros, por sua vez, resultam de condições econômicas gerais, da concorrência, da tecnologia, das decisões dos executivos, etc. No mercado residencial, os preços das casas dependem das condições da economia (crescimento da renda e do crédito), da cidade (desenvolvimento urbano) e do bairro (segurança, serviços). Nos dois mercados, antecipar a constelação de fatores que determina os preços chamados “fundamentos do mercado” - é uma tarefa difícil. Não fosse suficiente a dificuldade inerente para montar o quebra-cabeça dos fundamentos e para antecipar o futuro, os investidores se vêm às voltas com mudanças na percepção dos demais *players*.

John Maynard Keynes escreveu que o mercado acionário é como um “beauty contest”. No início do século XX era comum nos jornais da Inglaterra que fossem publicadas 100 fotos de belidades, e as pessoas escolhiam as seis que gostassem mais. Aqueles que escolhessem as fotos mais populares fariam jus a prêmios. Keynes escreveu que “não é o caso de escolher [as fotos] que, no melhor do seu julgamento, são as mais bonitas, nem mesmo aquelas cuja opinião média genuinamente pensa que são as mais bonitas. Chegamos ao terceiro nível onde devotamos nossas inteligências para antecipar o que a opinião média espera que a opinião média será.”

Há vários “atalhos” para lidar com a ignorância sobre o futuro, todos eles imperfeitos e por isso responsáveis pelas distorções dos preços em relação aos fundamentos. Uma delas é buscar analogias com as

condições do passado e, a partir daí, tirar conclusões sobre os preços das ações, das casas, dos títulos públicos, etc. Outro recurso, ainda mais tosco, é supor que o futuro não será muito diferente do passado... na falta de mais informações, o passado muitas vezes aparece como o mais seguro previsor do futuro. O fato é que dados históricos são uma seqüência de eventos em vez de uma amostragem independente de observações e probabilidades. Processos de decisão que se baseiam em modelos com dados passados são potenciais geradores de imperfeições nos mercados de capitais.

Outra arma é tomar emprestada a opinião de especialistas e demais participantes do mercado, que se comunicam através da mídia, de canais especializados, em reuniões e conversas. Para formar uma opinião sobre o futuro é preciso ter em conta os argumentos e opiniões de outros. E muitas vezes se cristalizam visões sobre o estado da economia e dos mercados que se tornam, ainda que temporariamente, verdades absolutas. Alguns estudos em um campo relativamente novo - “behavioral finance” - mostram que quando confrontado com a incerteza, o homem revela repetidos padrões de irracionalidade, inconsistência e incompetência. O seu processo de decisão combina momentos de frio calculismo com momentos de impulsos emocionais. Este misto de comportamento racional com outros não tão racionais faz com que as reações dos mercados de capitais não sejam consistentes com as previsões dos modelos teóricos.

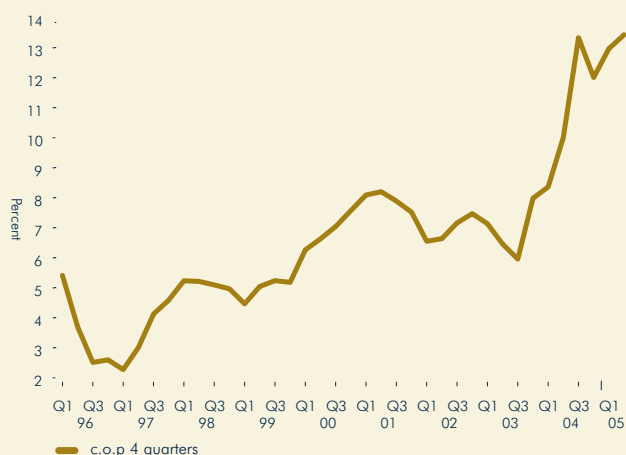
O movimento inercial dos preços das ações ou das casas seja para cima, seja para baixo, tanto pode responder à força dos fundamentos como a distorções na percepção dos participantes devido aos atalhos usados para transpor a ignorância e a incerteza. Essas distorções podem perdurar por um bom tempo, produzindo “bolhas” elevações dos preços dos ativos sem sustentação nos fundamentos.

## **NASDAQ e Mercado Imobiliário nos EUA**

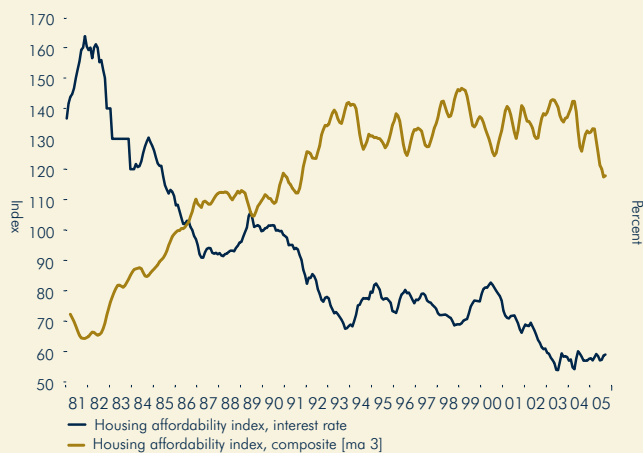
O caso do boom das empresas de tecnologia na segunda metade dos anos 1990 está fresco na memória de todos. As oportunidades abertas pela explosão da velocidade de processamento (informática) e da transmissão (telecomunicações) de dados eram, e ainda são, difíceis de avaliar. Não é simples antecipar o valor de mercado dos usos da tecnologia da informação. Por isso, inúmeras pequenas, médias e grandes empresas foram catapultadas por financiamentos do mercado de capitais. Em certo momento, os preços de suas ações eram múltiplos muito elevados dos lucros (muitas nem lucro tinham àquela altura) em relação aos valores históricos. Mas os investidores pareciam acreditar que a revolução tecnológica traria tamanho crescimento da produtividade que realmente fazia sentido antecipar lucros muito maiores no futuro. Até que algumas empresas se mostraram incapazes de entregar os lucros esperados, ou apresentaram prejuízos, e aí o mundo virou de cabeça para baixo.

Há casos em que o boom é impulsionado pela política monetária ou mudanças no mercado de crédito. Taxas de juros muito baixas ou condições de financiamento muito favoráveis impulsionam investimentos que seriam inviáveis em condições normais. O atual boom de residências nos EUA pode ser visto sob esse ponto de vista. De fato, com o estouro da bolha do NASDAQ e o risco de recessão e deflação nos EUA, o Banco Central americano reduziu muito e rapidamente a taxa de juros, que chegou a 1%. Os mecanismos de crédito imobiliário nos EUA, que permitem o refinanciamento das hipotecas, tornaram factível a compra de casas mais caras e novas para um grande número de famílias. À medida que os preços de casas aumentam, os seus proprietários ficam mais ricos, o que os tem incentivado a comprar casas maiores. Isso não quer dizer que não existam fundamentos para o aumento da demanda de casas nos EUA (fatores demográficos, por exemplo), mas é difícil separá-los de movimentos especulativos que se retro-alimentam.

O primeiro gráfico mostra que os preços de casas nos EUA cresciam entre 5 e 8% ao ano entre 1997 e 2003. A partir de 2004, passam a crescer à taxa de 13%. Esse aumento dos preços resulta em parte dos baixos custos de financiamento. Os juros de longo prazo têm se mantido insensíveis à elevação da taxa fixada pelo FED e os mortgages (juros de hipotecas) tampouco têm reagido. A linha mais fina no segundo gráfico mostra o comportamento da taxa de juros para compra de imóveis, as mais baixas desde o início dos anos 80 e inalterada desde que o FED passou a aumentar a taxa básica em 2004. A linha mais grossa do gráfico mostra o índice de poder de compra ("affordability") que tem caído desde 2004 devido ao aumento dos preços. À medida que esse índice cai, perde força a expansão da demanda, o que pode estabilizar ou reverter o movimento dos preços.

**United States, House Prices, NATIONAL, Index**


Source: EcoWin

**United States, Consumer Surveys, USD**


Source: EcoWin

Na Inglaterra e Austrália, onde os preços de residências também passou por alguns anos de forte crescimento não se pode dizer que tenha ocorrido uma bolha. Os preços pararam de aumentar, se estabilizando ou caindo levemente, sem produzir perdas patrimoniais para seus proprietários. Sendo assim, o crescimento do consumo e do PIB não foram afetados. A experiência desses países não deve ser ignorada para avaliar os riscos de um crash do mercado norte-americano - como na Inglaterra e na Austrália, os preços podem se acomodar sem desabar.

família e o negócio, além do desenvolvimento de uma visão consensual para ambos. O perfeito alinhamento entre os valores, crenças e objetivos da família com os do negócio é de suma importância para uma empresa focada e eficiente.

Cabe também ao Conselho de Família discutir e definir certas regras que irão compor a Constituição da Família que é a peça fundamental para reger o relacionamento dos membros da família e destes com o negócio. Dentre essas regras uma de grande importância é aquela que define em que condições um membro da família pode vir a trabalhar na empresa, a regra de empregabilidade.

A governança corporativa é exercida através de um Conselho Consultivo e ou Conselho de Administração, dependendo do tamanho da empresa. Estes conselhos normalmente não são muito grandes, contendo de cinco a oito membros com experiências complementares, e são compostos majoritariamente por não membros da família.

Completa a estrutura de governança do sistema da empresa familiar, que é composto pelos sub-sistemas da família, da propriedade e da empresa, a alta gerência da companhia, onde é exercido o comando executivo do negócio.

O terceiro padrão identificado entre as empresas familiares bem sucedidas é o fato de que elas procuram evitar surpresas. As surpresas ruins geram desconfiança, um ingrediente poderoso na geração de conflitos. As surpresas boas como, por exemplo, o pagamento de um dividendo extemporâneo, podem criar falsas expectativas, o que é indesejável, pois se frustradas estas expectativas certamente também serão fontes de conflitos futuros. Um dos principais mecanismos utilizados para evitar essas situações é a comunicação freqüente e transparente entre o negócio e a família e entre os membros desta.

O quarto padrão observado segue uma regra natural da empresa familiar de que normalmente a família cresce mais rapidamente do que o negócio. Sabendo o que vem pela frente e procurando evitar disputas e problemas futuros, é importante se antecipar planejando e tomando algumas medidas tais como: desenvolver e preparar alternativas para sucessão e estabelecer acordos e políticas antes que seja necessária sua utilização.

Quanto ao aspecto de que só as funções executivas são "nobres" o bastante para os membros da família, é importante notar uma posição de extrema relevância e de pouca valorização e reconhecimento, a de acionista.

Saber exercer a função de "dono" de maneira correta e eficaz e nos fóruns adequados é muito importante para o desempenho da empresa e conseqüente maximização do patrimônio familiar. Porém, na maioria dos casos não parece haver a adequada consciência a respeito da importância do correto exercício dessa função.

Exercer a função de acionista pressupõe estar preparado para discutir e definir as questões estratégicas do negócio; saber eleger a melhor composição para o conselho de administração; questionar a cúpula e o conselho de administração em contextos formais e apresentar sugestões sobre direção, valores e diretrizes; avaliar criticamente a receptividade mútua entre conselho e acionistas; acompanhar o desempenho da empresa e principalmente ser um bom embaixador da companhia.

1. Morgan Staley, "A Family Portrait", August 12, 2005  
 2. "Family companies are ready for the worst", Financial Times, October, 2001.  
 3. ANDERSON, Ronald; REEB, David M. "Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500", 2003

\* Ricardo Leonardos é sócio da Symphony, empresa de consultoria a empresas familiares e que trabalha no Brasil em conjunto com o professor John Davis e o Owner Managed Business Institute.

## Política Monetária e Bolhas

Qual o papel da política monetária em episódios de boom, bolha e crash? Essa é uma velha discussão. Dificilmente o Banco Central, as autoridades e os especialistas têm mais informações ou conhecimento que os especuladores. Se suspeitarem que há sinais de bolha, o melhor que podem fazer é tornar pública sua visão e alertar os participantes do mercado. Kindleberger relata que em 1857 o imperador Napoleão III da França congratulou o autor do livro *Les Manieus d'argent* que atacava práticas especulativas e depois escreveu uma carta no jornal *Le Moniteur* associando as condições financeiras a situações de catástrofe. A história indica que seus esforços junto com a ação do Senado e do Banco da França foram capazes de aplacar a especulação daquele ano.

Outros avisos de precaução tiveram menos sucesso. Em 1888, a revista *The Economist* alertou seus leitores quanto aos preços de títulos agrários argentinos (*cédulas*): “No presente as terras no rio da Prata estão com preços inflados, mas na presença de dificuldades financeiras podem se tornar invendáveis”. Mas o alerta, repetido em

---

Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.

---

edições posteriores, mostrou-se ineficaz para evitar o crash da dívida imobiliária argentina.

Em 1986 o presidente do Federal Reserve dos EUA, Alan Greenspan, alertou para a “exuberância irracional” da bolsa de valores. As ações ainda subiram 100% antes do estouro da bolha em 2000. Há poucos meses ele se referiu, não a uma bolha do mercado de casas, mas a “borbulhas” em alguns mercados regionais. Até agora, o mercado ignorou seu alerta.

Nem sempre os avisos são eficazes e dificilmente o Banco Central tem informações ou conhecimento que o autorizem a “furar uma bolha”. Na história das crises, o mais comum é que as autoridades monetárias funcionem como emprestadores de última instância (“*lenders of last resort*”) dando liquidez a ativos de modo a evitar o efeito dominó das crises financeiras. Mas se a atuação do Banco Central se transformar em uma regra, aumentam os incentivos para a ação irresponsável dos especuladores. Como diz Charles Kindleberger, “o bem público do emprestador de última instância enfraquece a responsabilidade privada da atividade bancária sólida” e “o dilema é que quebrar a regra cria um novo precedente e uma nova regra”. Tanto no caso do mercado acionário quanto no caso dos preços de casas, o FED tem alertado mas mantém-se firme no propósito de não usar a política monetária para “furar” as bolhas. ■

## Turim Investimentos

*Gerenciamento ativo e em tempo integral das diversas situações que envolvem a estratégia de longo prazo de uma família*



Tels. RJ (21) 2259-8015  
SP (11) 3707-1880  
[www.turimbr.com](http://www.turimbr.com)