

Alan Greenspan

O MAPA E O TERRITÓRIO

Risco, natureza humana e o futuro das previsões

TRADUÇÃO

André Fontenelle

Otacílio Nunes



Copyright © Alan Greenspan, 2013

A Portfolio-Penguin é uma divisão da Editora Schwarcz S.A.

Grafia atualizada segundo o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1990, que entrou em vigor no Brasil em 2009.

TÍTULO ORIGINAL The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting

CAPA Thiago Lacaz

PROJETO GRÁFICO Mateus Valadares

PREPARAÇÃO Silvia Massimini Felix

REVISÃO Ana Maria Barbosa e Adriana Bairrada

REVISÃO TÉCNICA André Diniz Junqueira

ÍNDICE REMISSIVO Probo Poleti

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Greenspan, Alan

O mapa e o território : risco, natureza humana e o futuro das previsões / Alan Greenspan ; tradução André Fontenelle ; Otacílio Nunes. — 1ª ed. — São Paulo : Portfolio-Penguin, 2013.

Título original: The Map and the Territory : Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting.

ISBN 978-85-63560-79-7

1. Crises financeiras - Estados Unidos 2. Estados Unidos - Política econômica 3. Previsão econômica 4. Previsão econômica - Estados Unidos I. Título.

13-11605

CDD 330.973

Índice para catálogo sistemático:

1. Previsão econômica : Estados Unidos 330.973

[2013]

Todos os direitos desta edição reservados à

EDITORA SCHWARCZ S.A.

Rua Bandeira Paulista, 702, cj. 32

04532-002 — São Paulo — SP

Telefone: (11) 3707-3500

Fax: (11) 3707-3501

www.portfolio-penguin.com.br

atendimentoaoleitor@portfoliopenguin.com.br

SUMÁRIO

Introdução	9
1. Espírito animal	20
2. A crise começa, se intensifica e amaina	41
3. As raízes da crise	62
4. A bolsa e o estímulo às ações	75
5. Finanças e regulamentação	88
6. Informações de escuna e algo mais	114
7. A incerteza solapa o investimento	132
8. Produtividade: a medida final do sucesso econômico	149
9. A produtividade e a era da concessão de direitos	173
10. Cultura	194
11. O início da globalização, a desigualdade de renda e o aumento do Gini e do compadrio	217
12. Moeda e inflação	247
13. Proteções	259
14. O fundamental	265

Agradecimentos	279
Apêndices	281
Notas	319
Índice remissivo	349

1

Espírito animal

EM MEUS PRIMEIROS ANOS, levei uma vida enclausurada, viajando raramente para além dos limites de Nova York. Quando, do meio para o fim de minha adolescência, me expus pela primeira vez ao resto do mundo, espantou-me notar quão similar era o comportamento de todos os tipos de povos. Vindos de diversas culturas e falando línguas diferentes, eles interagiam e se comportavam de uma maneira que o menino criado nas profundezas de Nova York sabia reconhecer. Quando comecei a viajar por toda parte, fiquei fascinado ao ver que homens de negócios da Noruega, líderes tribais da África do Sul e músicos chineses tinham, todos, reações emocionais incrivelmente semelhantes aos acontecimentos do dia a dia. Todos sorriam e davam risadas, por exemplo, como demonstração de contentamento. Todos expressavam medo e euforia de maneira similar.

À medida que os anos passaram, assisti a uma geração após a outra de adolescentes exibindo as mesmas inseguranças, a mesma falta de jeito, as mesmas aspirações. Os romances de Jane Austen, escritos na Grã-Bretanha do início do século XIX, me apresentavam um quadro de relacionamentos sociais reconhecível por qualquer pessoa dos dias de hoje. Aparentemente nós, seres humanos, somos uma espécie de fato homogênea.

Mas, no fundo, o que somos nós? Gostamos de descrever a nós mesmos, fundamentalmente, como impelidos pela razão em um grau que nenhuma outra criatura é capaz de igualar. É verdade, sem dúvida. Mas estamos distantes do protótipo descrito pelos economistas neoclássicos: pessoas predominantemente motivadas por julgamentos racionais, egoístas, de longo prazo. Nosso processo mental, afirmam os economistas comportamentais, é mais intuitivo que silogístico. No fim das contas, é claro, todo progresso intelectual e, por consequência, material demanda verificação por meio de um processo lógico sistemático. Mas é raro pensarmos dessa forma no cotidiano.

A economia do espírito animal, falando de maneira ampla, abarca um vasto espectro de atividades humanas e se justapõe a boa parte da disciplina relativamente nova da economia comportamental. Trata-se de substituir o modelo do “homem econômico” totalmente racional, que prevaleceu por tanto tempo nos cursos de economia das universidades, por uma versão mais realista de comportamento. Essa visão mais realista da forma como as pessoas se comportam em suas atividades cotidianas em praça pública traça uma rota de crescimento econômico um tanto menor do que seria o caso se as pessoas fossem atores econômicos verdadeiramente “racionais”. Na maior parte do tempo, essa questão é de pouco interesse para além da academia, porque todas as nossas observações estatísticas e previsões já se baseiam em decisões *realmente* tomadas pelas pessoas, e não nas decisões que as pessoas teriam tomado se agissem de forma mais racional. É fato que, caso as pessoas agissem com o grau de racionalidade que supõem os livros de economia convencionais com os quais me formei, o padrão de vida no planeta seria mais alto, de maneira mensurável. Porém, elas não agem assim. Da perspectiva do analista, a questão não é se o comportamento é racional, e sim se ele é repetitivo e sistemático o bastante para ser numericamente medido e previsto.¹

Será que é possível identificar e medir esses juízos imediatos em que tendemos a basear grande parte (senão todas) das nossas decisões instantâneas no mercado financeiro — o “pensamento rápido”, na expressão de Daniel Kahneman, um importante economista comportamental? Acredito que sim.

A perspectiva de longo prazo

Pense nas ideias que nos deram o motor a vapor e o motor elétrico, a ferrovia, o telégrafo, a energia atômica e o circuito integrado. Foram essas inovações, entre outras, que nos dois últimos séculos impulsionaram a civilização rumo ao mais alto padrão de vida material jamais atingido. Todas elas foram resultado do raciocínio humano. Nas palavras atribuídas ao matemático francês do século XVII Blaise Pascal, “o pensamento faz a grandeza do homem”. É o “pensamento devagar”, analítico, de Kahneman.

É bem verdade que os grandes inovadores costumam explicar suas ideias como epifanias ou intuição. Mas são epifanias que parecem sobrevir apenas àqueles que acumularam com muito esforço o conhecimento relevante para tais despertares.² Considero a revolução do século XVIII, o Iluminismo, em particular as obras de John Locke, David Hume, Adam Smith e seus seguidores, como a raiz intelectual do elevado padrão de vida do século XXI. As ideias radicais desses homens levaram à agitação política que transformou sociedades antes regidas pelo direito divino dos soberanos, muitas vezes em conluio com a Igreja. Diversos países se reorganizaram sob o império de leis que protegeram os direitos individuais, especialmente o direito à propriedade. Ao recorrer a nosso interesse próprio competitivo, estimulamos as inovações que transformaram o mundo depois de milênios de estagnação econômica. Foram, todos, atos da inteligência humana a partir dos quais surgiram as raízes históricas das economias capitalistas modernas. Mas essa inteligência humana sempre coexistiu com uma importante cepa de irracionalidade humana.

À medida que o século XIX avançava e as populações passavam da agricultura autossuficiente para as economias predominantemente urbanas, interativas e cada vez mais complexas do mundo moderno, surgiu o ciclo econômico industrial. É possível demonstrar que ele era impelido pelo espírito animal que hoje observamos no cerne dos booms especulativos. Porém, como a agricultura, de importância decrescente mas ainda relevante na década de 1950, dependia mais da meteorologia que do espírito animal, ela estava fora de compasso com o ciclo econô-

mico da indústria não agrícola, amainando assim os altos e baixos da atividade econômica como um todo.

Neste livro, tentarei fornecer oportunamente modelos de análise-padrão que incluam aquilo que há muito sabemos a respeito da ruptura do mercado financeiro, mas que nunca integramos nesses modelos. Como mencionei, sempre vi o espírito animal como uma propensão humana em grande parte guiada por irracionalidades *aleatórias*, que não se integram naturalmente aos modelos formais de funcionamento das economias de mercado. Setembro de 2008 foi um divisor de águas para os analistas, inclusive para mim. Forçou-nos a descobrir formas de incorporar em nossos macromodelos esse espírito animal que domina as finanças.

Todo esse espírito, como afirmarei mais adiante, é moderado, em maior ou menor grau, pela razão. Por isso, decidi descrever esse comportamento de mercado de maneira mais formal, como “propensões”. As tecnologias que, desde o Iluminismo, impeliram a produtividade eram, no fundo, ideais racionais. A irracionalidade aleatória não produz nada. Se a razão não fosse, no fim das contas, determinista, não teríamos como explicar as drásticas melhorias no padrão de vida que o mundo atingiu nos dois últimos séculos.

Como demonstrarei, esse espírito animal moderado pela razão afeta de maneira significativa a tomada de decisões *macroeconômicas* e suas consequências. A economia comportamental, de popularidade recente, está obrigando os analistas a avaliar dados econômicos no contexto de um modelo mais complexo do que aquele a que nos havíamos acostumado.

Economia comportamental

A economia comportamental não é um substituto para a economia convencional, nem tem essa pretensão. Falando sobre seu novo livro, Daniel Kahneman, importante economista comportamental, observou que “boa parte da discussão [...] é sobre vieses de intuição. No entanto, o foco no erro não denigre a inteligência humana [...]. A maioria de nossos juízos e ações é, na maior parte do tempo, apropriada”.³

Como escreveram de forma precisa, uma década atrás, Colin Camerer e George Loewenstein:

No cerne da economia comportamental está a convicção de que aumentar o realismo da base psicológica da análise econômica vai melhorar a economia *em seus próprios termos* [...]. Isso não implica uma rejeição total da abordagem neoclássica da economia, baseada na maximização da utilidade, no equilíbrio e na eficiência [...]. O distanciamento [comportamental] não é radical [...] porque flexibiliza pressupostos simplificadores que não são cruciais na abordagem econômica. Por exemplo, não há nada na teoria neoclássica básica especificando que as pessoas devam [...] levar em conta cenários de risco de maneira linear, ou que [...] devam descontar o futuro exponencialmente, a uma taxa constante.⁴

Identificação

Como os seres humanos demonstram possuir características similares, muitas das propensões inatas, senão todas, podem ser inferidas por qualquer um de nós, pelo raciocínio e pela observação. O medo, a euforia, o ânimo competitivo e a preferência pelo presente, por exemplo, são introspectivamente evidentes por si mesmos e identificáveis de imediato em outrem. Inferimos certas propensões inatas, como o “efeito manada” e a preferência local, sobretudo pela observação do comportamento de outros (todas essas propensões serão integralmente discutidas em breve).

Ao classificar as propensões, não tenho a intenção de descobrir quais são verdadeiramente inatas e quais possuem apenas uma regularidade estatística semelhante às inatas. Classificarei as propensões como “inatas” — o efeito manada, por exemplo — mais por conveniência que por inspiração. Usarei o termo “inato” para me referir tanto às propensões verdadeiramente inatas quanto aos comportamentos consistentes que permitem a elaboração de modelos que assim os pressuponham. Não tenho a pretensão de cobrir todas as propensões ou espíritos economicamente relevantes. Meu objetivo final é definir um conjunto econômico

estável de ações humanas que seja estatisticamente mensurável e, assim, suscetível de modelagem. Tenho plena ciência de que, nesse processo, estarei me envolvendo com disciplinas sobre as quais não tenho tanta experiência, e tentei ajustar minhas conclusões levando isso em conta.

Propensões

MEDO E EUFORIA

Todos nós vivenciamos diretamente ameaças a nosso eu e a nossos valores (medo) e a sensação de bem-estar ou júbilo (euforia) desencadeadas no decorrer da busca por nossos interesses econômicos. O medo, um componente importante do espírito animal, é uma resposta a uma ameaça à vida, à integridade física e ao patrimônio. É certamente uma emoção inata — ninguém está imune a ela. Mas as pessoas reagem ao medo de maneiras diferentes, e essas diferenças fazem parte daquilo que define sua individualidade. Somos todos fundamentalmente iguais, mas é nossa individualidade que responde por diferenças nos valores e em nossa posição na hierarquia da sociedade. Além disso, é nossa individualidade que cria os mercados, a divisão do trabalho e a atividade econômica tal como os conhecemos.

AVERSÃO AO RISCO

A aversão ao risco é um espírito animal complexo, crucial para a análise. Ela reflete a atitude ambígua das pessoas em relação à tomada de riscos. É evidente para todos que é preciso agir para obter comida, abrigo e todas as necessidades vitais, assim como o fato de que não sabemos necessariamente com antecedência até que ponto nossa ação será bem-sucedida. O processo de escolher quais riscos correr e quais evitar determina a estrutura relativa de preços do mercado, que, por sua vez, guia o fluxo da poupança para o investimento, função crítica das finanças (questão que abordarei no capítulo 5).

Se correr riscos é essencial para a vida, é melhor correr mais riscos ou menos? Se mais risco fosse melhor que menos risco, a demanda por títulos de qualidade inferior excederia a demanda por títulos sem risco, e títulos de alta qualidade pagariam mais que títulos de baixa qualidade. Isso não ocorre; então podemos inferir o óbvio: que correr riscos é um componente necessário da vida, mas não é algo que a esmagadora maioria de nós busca ativamente. Encontrar o equilíbrio de riscos adequado é crítico para todos nós na vida cotidiana. Nas finanças, talvez se manifeste de maneira mais óbvia na gestão dos riscos de carteiras.

Os extremos entre a aversão nula e a aversão total ao risco (ou seu inverso, a tomada de riscos total e a nula) estão fora de toda experiência humana. Aversão zero ao risco — isto é, a ausência de qualquer aversão a incorrer em atos arriscados — significa que um indivíduo não se importa com estados objetivos de risco à vida e à integridade física, nem é capaz de distingui-los. Tais indivíduos não conseguem (ou não desejam) reconhecer eventos que representam risco à vida. Mas adquirir os itens básicos da vida exige ação, isto é, correr riscos, seja por parte de um indivíduo seja por terceiros, como os pais que correm riscos em nome de um filho.

No dia a dia, vivemos nossas vidas folgadoamente dentro desses limites externos de aversão ao risco e de tomada de risco, limites que podem ser medidos de forma aproximada pelos spreads concedidos pelo mercado financeiro, tanto em nota de crédito quanto em maturidade. Essas fronteiras são cruciais para a análise. A virada nos preços das ações, no início de 2009, na esteira do *crash* de 2008, representou um sinal de que o nível de ansiedade humana atingira seu limite histórico (conforme veremos no capítulo 4). Os limites da ansiedade também são visíveis nos spreads de crédito, que apresentam pouca ou nenhuma tendência histórica de longo prazo. Por exemplo, os títulos preferenciais das ferrovias, nos anos imediatamente posteriores à Guerra Civil, refletem spreads sobre os títulos do Tesouro americano semelhantes à nossa experiência pós-Segunda Guerra Mundial. Isso sugere estabilidade de longo prazo na extensão e distribuição da aversão humana ao risco.

Durante muitos anos empreguei uma medida para avaliar a resposta das pessoas ao risco em mercados não financeiros, tanto racional quan-

to emocionalmente: a parcela do fluxo de caixa líquido que os gestores *decidem* comprometer com investimentos de capital ilíquidos, especialmente de longo prazo. Essa parcela é uma medida do grau de incerteza dos administradores de empresas e, portanto, de sua disposição a correr riscos. Em 2009, ela caíra a seu nível mais baixo, em tempos de paz, desde 1938. A medida de aversão ao risco equivalente para as famílias é a parcela do fluxo de caixa dessas famílias investida em imóveis. Em 2010, essa medida atingiu seu nível mais baixo no pós-guerra. Esse colapso do investimento, principalmente em ativos de longo prazo, é a principal explicação para a recente incapacidade da economia americana de seguir uma trajetória de retomada semelhante às outras dez retomadas do pós-Segunda Guerra Mundial (conforme capítulo 7).

Ao longo deste livro, examino o papel da aversão ao risco e da incerteza como determinantes cruciais da atividade econômica. Concluo que o preço das ações é não apenas um importante indicador antecedente da atividade das empresas, mas também causa importante dessa atividade. A incerteza é, em muitas de suas características, como tentar enxergar em um nevoeiro. Um forte desconto do futuro equivale a ter dificuldade em ver de maneira clara além de certo ponto, e progressivamente menos à medida que aumenta a distância (o risco). A redução ou o fim da incerteza é como a dissipação do nevoeiro.

PREFERÊNCIA PELO PRESENTE

A preferência pelo presente é, como o nome indica, a propensão a valorizar mais o crédito sobre um ativo hoje que um crédito sobre o mesmo ativo em algum momento fixo do futuro. Uma promessa cumprida amanhã não tem o mesmo valor que a mesma promessa cumprida hoje. Um exemplo claro da preferência pelo presente é o fato de os compradores “premium” do popular iPhone 5 da Apple (lançado em setembro de 2012) pagarem mais pela entrega antecipada, para passar à frente de uma lista de espera. Vivenciamos esse fenômeno de forma mais visível através das taxas de juros e de poupança (ver Quadro 1.1). A estabilidade da preferência pelo presente, ao longo das gerações, é demonstrável; na

verdade, já na Grécia do século v a.C., as taxas de juros exibiam níveis similares àqueles que vemos nos mercados de hoje.⁵ A taxa oficial do Banco da Inglaterra para o período de 1694 a 1972 variou entre 2% e 10%. Ela chegou a 17% durante o inflacionário final da década de 1970, mas desde então voltou à faixa histórica de um dígito. É razoável concluir que a preferência pelo presente tampouco tem tendência de longo prazo evidente.

Esses indícios da estabilidade da preferência pelo presente também são consistentes com a economia comportamental. Uma experiência famosa, realizada em 1972 pelo psicólogo Walter Mischel, da Universidade Stanford, concluiu que as crianças que, entre os quatro e os seis anos de idade, mostraram capacidade de abrir mão da gratificação imediata⁶ tiveram anos depois notas mais altas nos vestibulares do que aquelas que não mostraram a mesma aptidão. Um estudo de acompanhamento dos mesmos indivíduos, em 2011, confirmou essa resposta, indicando uma propensão inata vitalícia por um nível específico de preferência pelo presente, ainda que não o mesmo para todos os indivíduos. Abrir mão da gratificação de curto prazo em troca de uma recompensa maior no futuro corresponde, em geral, a uma inteligência maior.

Considero que as taxas de juros reais (ajustadas pela expectativa inflacionária) de mercado convergem continuamente na direção de uma preferência estável pelo presente, embora não possamos ter certeza, por ser raro que a preferência pelo presente seja claramente visível.

Quadro 1.1: Preferência pelo presente e poupança

Nosso grau de desconto do futuro (a preferência pelo presente) obviamente acaba por afetar nossa propensão à poupança. Uma preferência elevada pelo consumo imediato diminuiria a propensão a poupar, enquanto uma preferência elevada pela poupança para a aposentadoria, por exemplo, diminuiria a propensão a consumir. Mas ao longo da história, na maior parte do tempo a preferência pelo presente não tinha como exercer um papel determinante no nível de poupança. Até o final do século XIX, quase toda a produção tinha de ser dedicada à sobrevivência da população. Havia pouco a ser poupado, ainda que nossa propensão inata fosse inclinada nessa direção.

A população da Europa Ocidental, por exemplo, só cresceu 0,2% ao ano entre os

anos 1000 e 1820, depois da estagnação do milênio anterior.* Somente quando a inovação e o crescimento da produtividade libertaram as novas gerações da ameaça da fome crônica é que a preferência pelo presente pôde emergir como uma força econômica significativa. Desde 1880, a taxa de poupança privada bruta dos Estados Unidos tem se mantido notavelmente estável, variando na maior parte do tempo entre 10% e 20% do PIB. A poupança doméstica bruta ficou em uma média ligeiramente maior, mas, como se pode ver pela Figura 9.5, a taxa de poupança subiu fortemente depois de 1834.

A poupança é uma medida do grau de abstinência de consumo. O investimento é uma medida dos ativos específicos em que essa poupança é aplicada. A poupança e o investimento, como demonstro no Quadro 9.3, são medidas alternativas das mesmas transações, *ex post*.

A cultura é reflexo do grau de abstinência de um país. Agindo de forma racional, as pessoas teriam tendência a economizar nos primeiros anos para criar uma reserva para os anos de aposentadoria ("aposentadoria", aliás, é um fenômeno apenas do século xx). Mas é evidente que nossas propensões menos racionais deixam de fazê-lo constantemente.

É notável que, nos Estados Unidos, tenhamos conseguido apresentar uma taxa de poupança tão estável durante mais de um século. A preferência pelo presente, a julgar pela longa estabilidade das taxas de juros reais isentas de risco nos dados históricos, parece ter permanecido invariável, e sem dúvida estabelece o teto para a proporção da renda que as pessoas estão dispostas a poupar, quando podem fazê-lo. Foi apenas a partir do momento em que o engenho humano elevou os níveis de produção acima das necessidades da mera sobrevivência que a preferência pelo presente passou a ser um fator na taxa de poupança.

*Angus Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective*. Development Centre of the OECD, 2001, p. 28. (N. A.)

COMPORTAMENTO DE MANADA

Uma característica universalmente observada no ser humano é a de seguir ou imitar algum tipo de líder. Ela é movida pela necessidade que a maioria das pessoas tem de obter a segurança (física e emocional) de pertencer a um grupo. É, talvez, uma de nossas propensões mais importantes, atrás apenas do medo, e um motor significativo da atividade econômica. O comportamento de manada amplifica a especulação e o

ciclo econômico ao nos desviar dos fatos do mercado e nos atrair para visões menos relevantes de outras pessoas. Ele capta o comportamento do consumidor conhecido em inglês pela expressão “fazer igual aos Jones”, também conhecida como “consumo ostensivo”, termo cunhado por Thorstein Veblen em 1899.^{7,8}

Em minha opinião, esse comportamento explica a estabilidade de longo prazo que vemos nas despesas das famílias e nos padrões de poupança entre uma geração e outra. A poupança de pessoas físicas, em relação à renda pessoal disponível em tempos de paz, manteve-se em uma faixa relativamente estreita de 5% a 10% por quase todo o tempo desde 1897 (ver Figura 1.1). Com o enorme aumento na renda média real dos lares ao longo das gerações, por que a taxa de poupança média não aumenta? Como observei em *A era da turbulência* (pp. 260-1), a felicidade depende muito mais da comparação que as pessoas fazem entre a própria renda e a daqueles que julgam ser seus semelhantes, ou até daqueles que são seus modelos, do que da situação real em qualquer sentido material absoluto. Quando perguntaram a um grupo de estudantes de Harvard, há algum tempo, se eles seriam mais felizes com 50 mil dólares por ano se seus colegas ganhassem a metade, ou com 100 mil dólares por ano se seus colegas ganhassem o dobro, a maioria escolheu o salário mais baixo. Na primeira vez que ouvi essa história, dei risada e passei a contestá-la. Mas ela faz sentido, e no fim das contas trouxe de volta uma lembrança havia muito adormecida, de um estudo fascinante feito em 1947 por Dorothy Brady e Rose Friedman.⁹

Brady e Friedman apresentaram dados mostrando que a parcela da renda que uma família americana gasta em bens de consumo e serviços é em grande parte determinada não pelo nível de renda da família, mas pelo nível em relação à renda média familiar do país. O estudo sugere que uma família que ganhasse a renda média nacional no ano 2000 provavelmente gastaria a mesma proporção de sua renda que uma família que ganhasse a renda média nacional em 1900, ainda que a renda de 1900, corrigida pela inflação, fosse uma diminuta fração da renda de 2000. Reproduzi e atualizei esses cálculos e confirmei a conclusão de Brady e Friedman.¹⁰ O comportamento do consumidor não mudou muito ao longo dos últimos 125 anos.

O comportamento de manada é um tipo de propensão diferente de todos os outros, por não dizer respeito apenas à propensão emuladora das pessoas, mas também aos princípios do comportamento de grupo. Por isso tem consequências para a economia como um todo. O medo e a euforia, por exemplo, são processos contagiosos exacerbados pelo comportamento de manada.¹¹ No entanto, é difícil determinar exatamente por que os indivíduos preferem imitar um grupo em vez de outro, e o que pode levá-los a mudar de “turma”. O surgimento das modernas mídias sociais só fez acelerar esse processo.

O comportamento de manada é um motor-chave e uma característica essencial dos booms especulativos e do estouro das bolhas. Quando uma propensão especulativa guiada pelo comportamento de manada atinge um estágio em que a maioria esmagadora dos participantes do mercado se comprometeu com o mercado inflado, este se torna extremamente vulnerável àquilo que batizei de paradoxo de Jessel (capítulo 3), e o mercado desmorona. Embora o paradoxo de Jessel explique a alta dos booms especulativos (uma analogia para o desenrolar da queda tanto literal quanto figurativamente), eles são na verdade uma manifestação extrema do comportamento de manada, o temido estouro da boiada — termo emprestado dos rebanhos de gado de nosso Velho Oeste.

Lidar com a realidade do dia a dia exige um nível de tomada de decisões tão detalhado que grande parte dos adultos, em maior ou menor medida, considera que está além de seu alcance.¹² A maioria de nós busca na religião uma orientação reconfortante, e todos somos levados a seguir o direcionamento e copiar as ações de nossos pares ou nossos líderes.

Aqueles que acreditam, com ou sem razão, conhecer o rumo que nossa sociedade deveria seguir competem pela liderança. Grupos ou partidos políticos surgem, dos quais emergem os líderes máximos, em alguns casos pela tomada do comando do poder militar. Em sociedades democráticas, pelo menos, a forma como surgem os líderes é, para o bem ou para o mal, fortemente influenciada pelo comportamento de manada.

Poucos grupos sociais, talvez nenhum, floresceram sem algum tipo de hierarquia ou liderança. Comunidades que tomam decisões coletivas por consenso absoluto — principalmente aquelas que tentam viver em

comunidade a ponto de possuir toda a renda e riqueza em comum — quase sempre fracassam. As pessoas têm propensão a constituir laços emocionais com grupos maiores, mas quando esses laços exigem uma partilha igualitária da renda ou do status em uma hierarquia, elas tendem a desistir, debatendo-se na natureza autocêntrica inata de nossa espécie. Nossa propensão à competição produz, invariavelmente, a disputa pela liderança que desde sempre minou a possibilidade de sociedades comunitárias.

Em toda sociedade, em toda organização, as pessoas tentam melhorar seus status na hierarquia. Até aqueles que se consideram alheios às opiniões dos outros se adaptam aos costumes e à cultura de suas sociedades. Albert Einstein, por exemplo, por mais autônomo que fosse do ponto de vista intelectual, seguia a maior parte das normas sociais de sua época. Ayn Rand, a pessoa mais independente que já conheci, obedecia a muitos dos triviais códigos de vestimenta de sua sociedade.

DEPENDÊNCIA

Nosso senso de dependência mútua nos leva à busca por companhia e pela aprovação das pessoas que consideramos nossos pares. Em vez de viver como ermitões autossuficientes, as pessoas preferem, de forma quase universal, viver em grupos e se beneficiar do companheirismo e da divisão do trabalho.¹³ E, é claro, se não possuíssemos um imperativo biológico inato de procriar, nenhum de nós estaria aqui. Mas um senso de dependência, por definição, põe os “dependentes” em um estado constante de incerteza. Para aliviar essa incerteza, o senso inato de amor-próprio se impõe, e nós contestamos a autoridade. Nossa natureza também nos demanda algum grau de independência. De uma maneira ou de outra, a dependência é necessária, mas não é obrigatoriamente um estado agradável. Crianças sob a orientação rigorosa dos mais velhos muitas vezes se revoltam contra a rédea curta dos pais. Muitas crianças, em um momento ou outro, *in extremis*, fogem de casa como afirmação de independência, e acabam voltando quando a realidade de sua dependência se torna real demais.

A INTERAÇÃO

A preferência pelo presente, casada à aversão ao risco e ao comportamento de manada, rege os preços de todos os ativos que produzem renda e, desde o século XIX, estabelece a proporção da renda que as famílias buscam economizar a longo prazo. A taxa de juros real (corrigida pela inflação) é ancorada pela preferência pelo presente e oscila de acordo com o balanço entre poupança e investimento da economia e o grau de intermediação financeira. O rendimento de um título mede a aversão ao risco em duas dimensões: pela nota de crédito e pela maturidade. O comportamento de manada, muitas vezes, distorce o juízo de aversão ao risco de um indivíduo na direção média de um grupo: outros investidores, a família ou os comentaristas. O preço das ações pode ser definido como a soma da expectativa de ganhos futuros por ação, moderada pela taxa de desconto aplicada a esses ganhos. Essa taxa de desconto é a taxa de retorno exigida pelos investidores para deter ativos de tal risco. O prêmio das ações é a taxa de retorno que os investidores esperam menos a taxa de retorno real dos ativos isentos de risco, ou seja, a preferência pelo presente sob outra forma. A capitalização dos retornos locatícios de propriedades imobiliárias é calculada da mesma forma.

PREFERÊNCIA LOCAL

A preferência local é a propensão a lidar com o conhecido: com gente e coisas geograficamente próximas ao lar e conhecidas em termos de cultura, idioma e interesses. Isso é particularmente evidente nas estatísticas do comércio, tanto internacional quanto doméstico, mesmo incluindo na conta a economia com custo de transporte. O Canadá e o México, por exemplo, representaram 29% do total do comércio internacional dos Estados Unidos em 2011, muito mais que a fatia de ambos no PIB global não americano. A farmácia favorita de minha família vende a maioria de suas mercadorias para clientes que moram no raio de um quilômetro.

Exceto quando existe alguma barreira direta ou indireta, as pessoas

parecem dar preferência a investir em negócios locais conhecidos. Os Estados Unidos não têm nenhuma barreira ao investimento interestadual, e os estados possuem moeda, cultura, idioma e legislação comuns. No entanto, estudos mostraram que investidores individuais e até gerentes de investimento profissionais têm uma ligeira preferência pelo investimento em suas próprias comunidades e estados. A confiança, fator tão crucial do investimento, costuma ser estimulada pelo conhecimento local nas comunidades.

Uma propensão relacionada ao conforto e ao hábito de fazer comércio com parceiros próximos é o conforto emocional que todos nós sentimos com as relações pessoais que se tornam conhecidas e previsíveis. A incerteza que surge diante de estrangeiros gera certo estresse, ainda que pequeno, que por sua vez diminui à medida que aumenta a familiaridade. Relações pessoais construídas ao longo de meses e anos são uma das principais razões que levam as pessoas que nascem e crescem em determinado local a permanecer nele, às vezes pela vida inteira, mesmo quando se acumularam os recursos físicos necessários para uma mudança e mesmo quando há amplos motivos para ela. A familiaridade com o lar é a fonte da angústia que sentimos quando vamos embora, também conhecida como saudade.

COMPETIÇÃO

Mais complexa e conflitante com nosso senso de dependência é nossa óbvia propensão interior a sermos competitivos. Suas consequências abarcam um espectro muito mais amplo que o das demais propensões. A concorrência, tal como ocorre nos mercados, é evidentemente indispensável ao funcionamento eficiente de nossas economias, como têm ressaltado os economistas há mais de dois séculos. O grau de competitividade tem uma enorme influência na definição de nossa cultura e de seu efeito indireto nos acontecimentos econômicos.

Competimos, seja no terreno do esporte, seja em uma conversa à mesa de jantar. Quando assistimos a um esporte competitivo que conhecemos, ainda que de antemão não tenhamos preferência por ne-

nhum dos competidores, em geral acabamos em questão de minutos torcendo por um ou pelo outro. Caso contrário, nos desinteressamos. É nossa natureza. E quando combinamos essa propensão ao comportamento imitativo de manada e à nossa preferência local, passamos a torcer fervorosamente pelas equipes locais contra os competidores “de fora”. Competições esportivas são, no fundo, histórias morais: visões estilizadas do tipo de competição em que todos nós nos envolvemos, nas atividades do dia a dia, tanto em nossas relações econômicas quanto não econômicas. O esporte específico não importa — para atrair nossa atenção, basta apenas que exista um “combate” competitivo e que haja vencedores e perdedores.

Desconfio, mas não tenho como provar, que essa propensão é estimulada pelo fato de que a competição é, em um sentido darwiniano, necessária para a sobrevivência. Perecemos, a menos que sejamos bem-sucedidos na competição que envolva riscos. A guerra parece ser uma horrenda extensão dessa propensão. A guerra é uma competição, elevada ao grau do combate mortal, na qual há vencedores e perdedores. Tendo a guerra sido parte da condição humana desde que a história nos permite saber, suponho que essa propensão seja inata. Essa é uma das ambivalências advindas do espírito animal.

CÓDIGO DE VALORES

Nenhum ser humano pode eliminar o imperativo de julgar o que é certo e o que é errado. O que consideramos certo e justo reflete nosso próprio código de valores. Codificamos racionalmente nossa visão interior sobre como nossos atos promoverão nossos valores e, desse modo, o conjunto de valores que acreditamos, com ou sem razão, que sustentará nossas vidas. O sistema de valores da maioria das pessoas é baseado na religião e na cultura e fortemente incutido desde uma idade precoce por nossos pais e, mais tarde, por nossos pares.

O que as pessoas consideram certo ou errado não é predeterminado e exige que cada um de nós preencha lacunas, baseando-se em nossos próprios sistemas de valores. Não surpreende que o compor-

tamento de manada pareça ser um fator relevante nas escolhas dos indivíduos, e a hierarquia de valores das pessoas pode mudar e muda ao longo do tempo. Além disso, não podemos evitar a aplicação de nossos próprios padrões nos juízos que fazemos a respeito das atitudes alheias.

Essa propensão é a fonte de nosso senso de “imparcialidade” em questões econômicas. A maioria das pessoas age como se um senso específico de imparcialidade fosse óbvio. Não é. Na verdade, a maioria das pessoas tem dificuldade em expressar, e às vezes até em identificar, a própria hierarquia de valores mais profundamente arraigada. A maioria dos comentaristas considera indiscutível que taxar os ricos com alíquotas mais elevadas que as daqueles de menor renda é “mais justo”. Mas isso pressupõe que, de alguma forma, o contribuinte de renda mais elevada não “mereceu” sua renda, uma visão baseada na crença de que, na divisão de trabalho da sociedade, toda a renda é produzida em conjunto. A visão alternativa é que, embora a produção seja coletiva em um mercado livre e competitivo, a renda de cada indivíduo corresponde à contribuição marginal daquela pessoa para a produção total. As duas visões podem ser, e são, sustentadas com argumentos racionais, mas nenhuma delas pode se considerar indiscutível. A “capacidade de pagamento” é uma visão pragmática que também se baseia na premissa de que a renda não é “merecida”.

A maioria das pessoas, em uma sociedade ou em um país, tende a possuir padrões de imparcialidade semelhantes. No fim das contas, é isso que determina, nas sociedades democráticas, o que é legalmente “justo”, a base de nosso corpo de leis. Essas crenças fundamentais são o cimento básico que mantém as sociedades unidas. Nos Estados Unidos, por exemplo, em relação às questões públicas, o pacto é nossa Constituição. Somos governados pelo império da lei, ancorado pela proteção dos direitos individuais fundamentais. Essa Constituição existe, com relativamente poucas alterações, desde 1789. Mas a estabilidade na lei que rege nossa terra sofreu ameaças periódicas ao longo das gerações e chegou a ser rompida no conjunto de questões, a principal delas a escravidão, que levou à Guerra Civil. Chega a surpreender que esse rompimento não tivesse ocorrido antes, dada a contradição inerente

entre a afirmação, na Declaração de Independência, de que “todos os homens são iguais” e a existência da escravidão.

OTIMISMO

Outra propensão é a tendência das pessoas ao otimismo, em vez do realismo — uma propensão a supor que o êxito em qualquer ato é mais provável que as probabilidades objetivas. Não correríamos riscos se tivéssemos certeza do fracasso. A mentalidade por trás da prática dos jogos de azar, por exemplo, é de que é possível vencer as probabilidades, embora elas estejam objetivamente em nosso desfavor. Esse é o caso, principalmente, das loterias que dependem apenas da sorte. Como observou Kahneman, “também temos tendência a exagerar nossa capacidade de prever o futuro, o que estimula o excesso de otimismo. Em termos de consequências sobre as decisões, o viés otimista talvez seja o mais importante viés cognitivo”.¹⁴ De relevância econômica ainda maior, a propensão à “esperança” incentiva iniciativas empreendedoras. Isso provavelmente leva a um maior número de êxitos, mas com certeza também a mais fracassos.

VIÉS DE PARENTESCO

É inegável a evidência de que as pessoas têm uma propensão inata a valorizar seus parentes, principalmente os filhos, em detrimento de outrem. Isso perpetua a concentração de riqueza herdada e a distribuição de renda de uma geração para outra.

INTERESSE PRÓPRIO

Conduzimos nossos atos de modo a alcançar aqueles valores, materiais ou não, que nossa natureza demanda para sobreviver e prosperar. Quando fracassamos, nós perecemos. No domínio da economia,

a maioria esmagadora de nossos atos é guiada pelo interesse próprio em relação aos interesses de outrem. Se o interesse próprio não fosse o determinante básico da atividade econômica, como explicar a evidência universal de que as curvas de demanda são negativamente inclinadas e as de oferta, positivamente — isto é, que os compradores comprarão mais e que os fornecedores vão fornecer menos se os preços caírem? É isso, além de seu inverso, que cria os preços determinados de forma única em todos os tipos de mercado. Curvas de demanda ascendentes são um fenômeno raro.¹⁵ O lucro, como motivação, necessariamente reduz as escolhas. Mas mesmo aí existem compromissos contrapondo os benefícios de longo prazo à gratificação imediata. Todo ser humano possui uma propensão inata a dar valor à vida humana. Embora haja ressalvas evidentes, essa propensão inata é a fonte de nossos sentimentos de empatia, caridade e, em casos extremos, sacrifício pessoal. Essa também é a razão por que um pai arrisca a própria vida para salvar o filho que está se afogando. Por isso, há importantes consequências econômicas por trás do interesse próprio econômico de foco estreito. Em uma crise, tentamos ajudar uns aos outros na busca de uma saída comum. Vimos esse tipo de comportamento nos bombardeios a Londres em 1940, e, mais recentemente, em Boston, depois do horror do atentado a bomba na maratona.

AUTOESTIMA

Toda motivação humana parece ter como base nossa busca interminável pela autoestima. A autoestima é uma necessidade arraigada no homem, que exige ser alimentada continuamente — quase todo ato humano, de um jeito ou de outro, pode ser visto como alguém tentando aumentar a própria estima. Mark Twain expressou isso de forma menos grandiloquente: “Um homem não pode se sentir bem sem sua própria aprovação”. As pessoas buscam o tempo todo uma reafirmação de seu valor, em geral por meio da aprovação alheia e da gratidão daqueles a quem ajudamos. Se nossa autoestima não for alimentada, a maioria de nós mergulha na depressão.

Propensões: prós e contras

Algumas de nossas propensões humanas têm efeitos tanto positivos quanto negativos sobre a atividade econômica. Do lado positivo, uma propensão inata a competir aciona as forças do interesse próprio e da autoestima que direcionam os recursos para suas utilizações mais valiosas, na opinião das preferências médias de valor da sociedade como um todo. E o comportamento de manada imitativo dá forma às tendências de bens e serviços que disseminam as melhorias em nossa qualidade de vida. A propensão de manada leva a uma maior produção em massa e a um menor custo unitário real para muitos bens de consumo e serviços (assim como os investimentos de capital imitativos), que juntos levam ao aumento da produtividade e do padrão de vida. Do lado negativo, a competitividade extrema, como observei acima, pode se transformar em incivilidade, e até em violência.

Racionalidade

A maior parte das reações humanas aos fatos econômicos cotidianos recai na categoria do pensamento intuitivo ou “rápido”. As chamadas decisões epidérmicas nascem da forma como nossa mente detecta padrões conhecidos em situações novas. Uma análise praticamente instantânea leva a conclusões que nos ocorrem intuitivamente, sem que saibamos qual é sua fonte. Com o devido tempo e avaliação consciente, muitas vezes revemos nossas atitudes iniciais menos refletidas, e às vezes as rejeitamos por completo.

À medida que nossa experiência em determinado campo se aprofunda, nossas intuições em relação a ele se tornam cada vez mais perspicazes. Faço essa afirmação com algumas ressalvas. A partir de minha própria reflexão e daquela de conhecidos que indaguei a respeito, concluí que não nos damos conta, conscientemente, da forma como funciona a “caixa-preta” de nosso cérebro, ou o lobo frontal: despejamos informação mente adentro e, com algum atraso, dela saem epifanias. Albert Einstein, um monumento intelectual do século xx, descreveu

esse processo: “Uma ideia nova vem de repente, e de forma um tanto intuitiva. Mas a intuição não é nada além do resultado da experiência intelectual anterior”.¹⁶ Não surpreende que intuições inovadoras importantes ocorram apenas àqueles cujos bancos de dados mentais estão suficientemente abastecidos.

A maioria das reações humanas aos fatos econômicos é, no fim, racional, pelo menos em grande parte, já que muito do espírito animal é fortemente moderado pelo pensamento racional. Os mercados, mesmo em seus momentos mais eufóricos ou dominados pelo medo, não têm a expectativa de que os índices das bolsas de valores globais dupliquem ou tripliquem da noite para o dia, ou que o preço do trigo caia para cinco centavos de dólar a saca.

O espírito animal tampouco pode ser facilmente classificado como racional ou irracional. Esses dois termos foram extraídos do mundo da livre escolha, não do mundo do determinismo arraigado ou das reações inatas. Mas na medida em que qualquer ato humano é pelo menos em parte guiado por “espíritos”, os resultados materiais são menos satisfatórios (em termos puramente econômicos) do que seriam sob o pressuposto hipotético de que o espírito animal não existe e que o comportamento econômico dos seres humanos é inteiramente racional. Um achado fundamental da economia clássica é que a riqueza e o padrão de vida são maximizados quando os participantes do mercado buscam seu próprio interesse de longo prazo. Qualquer coisa inferior a isso é, por definição, subótima. Se o crescimento máximo na produtividade por hora no mundo desenvolvido em períodos de quinze anos foi de 3% (conforme capítulo 8) sob uma economia significativamente influenciada pelo espírito animal, então a taxa de crescimento hipotética por hora, sem o espírito animal, teria necessariamente de ser muito mais elevada. Se a diferença fosse apenas de 0,5 ponto percentual ao ano, o nível acumulado depois de, digamos, um período de cinquenta anos seria maior em mais de um quarto ao final desse período. Fica claro que trocar esse modelo hipotético, baseado no interesse próprio racional de longo prazo, pelo espírito animal provavelmente não é algo trivial. Saber o que a raça humana faria se fosse inteiramente racional nos mostra, pelo menos, o teto do que é possível atingir economicamente.