

**EMÍLIA O. VIEIRA**

Presidente do Conselho de Administração
Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios,
SA
www.casadeinvestimentos.pt

Investimento em valor**– o regresso às raízes do capitalismo**

Capitalismo, segundo o Dicionário Webster, é “um sistema económico baseado na propriedade de bens de capital, com o investimento determinado por decisão privada e com preços, produção e a distribuição de bens e serviços determinados principalmente num mercado livre”.

Durante os sécs. XVIII e XIX, à medida que o mundo se afastava das suas raízes agrárias em direção a uma sociedade industrial, o capitalismo começou a florescer. Tornaram-se indispensáveis grandes acumulações de capital para a construção de fábricas, para o desenvolvimento de sistemas de transporte e para o financiamento dos bancos, de quem a nova economia iria depender.

Segundo um artigo de James Surowiecki na Revista “Forbes”, os Quakers estiveram na origem deste desenvolvimento. No séc. XVIII e início do séc. XIX, os Quakers dominavam a economia britânica, provavelmente porque a sua simplicidade e frugalidade lendárias lhes permitiram arrecadar o capital para investir. Eram proprietários de mais de metade das empresas metalúrgicas do país e desempenhavam papéis chave na banca e no comércio transatlântico. A sua ênfase na fiabilidade, honestidade absoluta e registos rigorosos criavam confiança nos negócios entre si e os restantes mercadores observavam que a confiança caminhava de mãos dadas com o sucesso nos negócios. O interesse próprio exigia a virtude.

Esta coincidência de virtude e valor é exatamente aquilo que o grande economista e filósofo escocês Adam Smith esperava. Em “A Riqueza das Nações”, de 1776, escreveu, “o esforço ininterrupto e uniforme para melhorar a sua condição, o princípio do qual derivam a opulência pública e privada é suficientemente poderoso para manter o progresso natural das coisas para a sua melhoria... Cada indivíduo não pretende promover o interesse público nem sabe o quão o está a promover... (mas) ao orientar a sua indústria de forma a que o seu produto seja o mais valioso possível, ele é guiado por uma mão invisível que promove um objetivo que não faz parte das suas intenções”.

Assim, continua o artigo da “Forbes”, a evolução do capitalismo foi na direção de uma maior confiança e transparência e um comportamento menos egoísta; não é coincidência que esta evolução trouxe consigo uma maior produtividade e crescimento económico... Não porque os capitalistas são boas pessoas, mas porque os benefícios da confiança são potencialmente imensos e porque um sistema de mercado de sucesso ensina as pessoas a reconhecer esses benefícios... um ciclo virtuoso em que cada nível de confiança gera um novo nível de confiança”.

Este era o capitalismo dos proprietários, cujo objetivo era servir os interesses dos donos e acionistas das empresas maximizando os retornos dos capitais investidos.

Capitalismo sem donos

Infelizmente, nos últimos anos, desenvolveu-se um novo sistema: o capitalismo dos gestores. As grandes empresas são geridas para beneficiar os seus gestores, em cumplicidade com contabilistas, auditores e gestores de outras empresas. Como é que isto aconteceu?

A grande dispersão do capital das grandes multinacionais em bolsa, sobretudo a partir de 1950, faz com que não haja “um dono” responsável. Milhões de investidores deram lugar a investidores institucionais criados e controlados pelas grandes instituições financeiras. Os investidores – grandes institucionais ou particulares – não assacam responsabilidades aos gestores. Os grandes institucionais, que detêm grande parte das ações – e na maioria dos casos são detidos por grandes bancos –, gerem os fundos de pensões destas grandes multinacionais e são contratados para as operações de banca de investimento, que proporcionam comissões extraordinárias. Ora, não têm “liberdade” para questionar as remunerações de gestores, as políticas de aquisições ou a falta de estratégia de criação de riqueza para os acionistas a longo prazo. Os pequenos investidores são

estimulados a olhar para o curto prazo e as ações são papel para trocar de mãos todos os dias, permitindo elevadas comissões de transação. Os auditores, que deveriam vigiar a atividade dos gestores para minorar conflitos de interesses, são, eles próprios, contratados por aqueles que terão que avaliar. Ao mesmo tempo criou-se um sério conflito de interesses: as empresas que gerem os fundos de biliões são as mesmas que prestam os serviços de banca de investimento a estas grandes multinacionais.

Assistimos, por isso, a uma enorme transferência de riqueza dos acionistas para os gestores de grandes multinacionais que pagam a si próprios bónus extravagantes. Os investidores “profissionais” alteraram o seu foco de investimento de longo prazo para a especulação de curto prazo e comissionamento. Entre 1997 e 2002, o total de comissões pagas pelos investidores norte-americanos aos bancos, corretoras e fundos de investimentos excedeu os 1,275 biliões de dólares. Parafaseando Churchill, nunca tanto foi pago por tantos a tão poucos por tão pouco.

O nosso sistema de capitalismo de mercado sofreu um falhanço profundo, com uma variedade de causas, cada uma interagindo com e reforçando as outras: a ascensão do CEO imperial; os truques da engenharia financeira no reporte de resultados; o falhanço dos nossos guardiões – auditores, reguladores, gestores de investimentos e conselhos de administração – que se esqueceram a quem deviam lealdade; as instituições financeiras que passaram a ser traders de ações, ao invés de se comportarem como donos de ações; a hipérbole promocional de Wall Street; a vontade dos analistas em pôr de lado o seu ceticismo; a excitação frenética dos “media”; e, obviamente, os membros do público investidor que festejam sempre o lucro fácil. Quando deveríamos estar a ensinar os nossos jovens universitários sobre o investimento a longo prazo e a magia do juro composto, os jogos da bolsa que são organizados pelas universidades e corretoras estão, na realidade, a ensiná-los a especular e a reforçar uma mentalidade de curto prazo. Foi esta conspiração entre todas as partes interessadas que baixou os padrões do negócio.

Há meses, um artigo da Bloomberg noticiava que por todo o mundo Family Offices retiravam o dinheiro dos bancos para criarem as suas estruturas de gestão. Nesse artigo, gestores de várias famílias nos quatro cantos do mundo manifestavam a sua insatisfação com os grandes bancos e gestores de dinheiro, alegando que deixaram de atuar como guardiões de capital, para passarem a meros vendedores e comissionistas.

Em Março passado, a Deco denunciou que maus depósitos custaram 1,5 mil milhões aos portugueses. A semana passada, depois de uma análise aos depósitos indexados e duais, vem novamente dizer que “a taxa atrativa do depósito serve como isco para atrair investidores” com exemplos de produtos de várias instituições financeiras.

Londres arrisca-se a perder o estatuto de maior centro financeiro do mundo. Depois de a JP Morgan anunciar uma perda de trading de mais de \$ 2 mil milhões e da alegada fraude de \$ 2,3 mil milhões da UBS, 12 bancos vêm-se envolvidos na investigação sobre a manipulação das Libor (taxas de juro globais, num mercado que representa cerca de 360 biliões de dólares) e que motivou já a demissão de vários quadros de topo do Barclays.

Este é o capitalismo dos gestores e não o dos donos, como deveria ser.

A alma do capitalismo

O capitalismo requer uma estrutura e um sistema de valores em que as pessoas acreditem e dependam. Não precisamos de ter fé na boa vontade humana, mas precisamos de ter confiança que as promessas e compromissos, uma vez assumidos, serão cumpridos. Também necessitamos de garantias que o sistema, no seu todo, não beneficia indevidamente alguns à custa de outros. É importante o regresso do capitalismo dos donos.

É essencial ser de confiança.

**DIOGO SERRAS LOPES**

Director de Investimentos,
Banco Best

Aspirinas não são solução

Todos sabemos que, perante um problema de saúde, abusar de analgésicos não só não resolve o problema de base como pode ser contraproducente, dado que, ao mascarar os sintomas, pode fazer com que se adie o diagnóstico correto até ser tarde de mais.

O que os líderes europeus têm vindo a fazer desde o início desta crise não é mais do que, basicamente, aumentar a dose de aspirina sempre que a dor de cabeça começa a ser mais insuportável. Não surpreende, portanto, que os problemas não só não tenham sido resolvidos como tenham vindo a aumentar na sua dimensão e gravidade.

A falta de capacidade de diagnóstico é, hoje em dia, o maior problema da zona euro. Que o primeiro estado a revelar a sua fragilidade, perante a crise financeira global iniciada em 2008 com o subprime e subsequente falência da Lehman Brothers, tenha sido a Grécia foi uma infelicidade, no sentido em que este era, provavelmente, o único exemplo dentro da zona euro de uma clara falta de controlo sobre as contas públicas. A reação ao caso específico da Grécia acabou por ditar a receita para todos os casos subsequentes: o problema estava na dimensão do Estado e da respetiva dívida pública e, como tal, pacotes de austeridade sucessivos, na esperança de encontrar um equilíbrio, eram a única solução.

Esta forma única de ver o problema esconde a fragilidade institucional da zona euro, presente desde o início, mas apenas visível num contexto de crise como o atual. A união monetária não dispõe das ferramentas – nomeadamente em termos de banco central – que permitam uma defesa eficaz contra a desconfiança que se apodera dos mercados nestas situações. Dado que esta é essencialmente uma crise de excesso de crédito, presente em todos os setores da economia – público, famílias e empresas –, a necessária desalavancagem deve ser feita com um nível de coordenação, para evitar uma quebra de atividade económica que se aproxime mais de uma depressão (cenário da década de 1930) do que “apenas” de uma, provavelmente inevitável, recessão. Esse foi exatamente o esforço feito por muitos dos Estados após a crise financeira de 2008. A subida do nível de despesa estatal teve como objetivo a amenização do ritmo de desalavancagem sentida nos setores das famílias e empresas, compostos por milhões de agentes individuais.

Esta atuação aconteceu, por exemplo, em países como os Estados Unidos da América (EUA) ou Reino Unido, que incorreram nestes anos em défices orçamentais muito significativos, subindo a sua dívida pública sobre o PIB a níveis historicamente elevados.

No entanto, não deixa de ser paradoxal que estes dois países, que em muitos aspetos têm números de contabilidade pública bastante mais deteriorados do que alguns países europeus intervencionados ou ameaçados, não tenham sofrido a mesma subida de taxas de juro para se financiarem como os países da periferia europeia. Aliás, pelo contrário, a curva de taxas de juro tanto nos EUA como no Reino Unido tem vindo a cair, estando mesmo no caso norte-americano nos níveis mais baixos dos últimos dois séculos.

Não é, portanto, apenas a situação fiscal de um país, ou de uma zona monetária comum, que dita o agravamento das suas condições de financiamento. Acresce que, se é verdade que tanto o dólar americano como a libra esterlina são moedas de referência para o globo, é difícil negar também esse estatuto à moeda única europeia, o euro. Provavelmente, a resposta para a visão mais pessimista que os investidores têm sobre a dívida soberana europeia parte da apreciação negativa que têm sobre a arquitetura atual do euro, tanto na vertente institucional como na vertente monetária. Tem sido referido que apenas o Banco Central Europeu (BCE) tem força suficiente para afastar os receios dos investidores, dado que é a única entidade com capacidade de emitir moeda e suportar perdas. No entanto, tal implica que o atual papel do BCE seja alterado, passando a ter como objetivo não apenas a estabilidade de preços, como até aqui, mas um mandato mais global de manutenção da estabilidade financeira na zona euro. Claro que, politicamente, um papel mais ativo do BCE implica também um aprofundamento da atual zona euro, nomeadamente em termos fiscais e políticos. Mas, para isso, importa abandonarmos a política de analgésicos casuísticos, deixando de qualificar os atuais problemas como questões exclusivas de certos países e não de todos os habitantes da zona euro, e dotar a moeda única dos mecanismos que permitam caminharmos para uma cura.