

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA E A VISÃO KEYNESIANA SOBRE A ESCOLHA DE AÇÕES

Douglas Alcântara Alencar¹
Josilene Lima Martins²

RESUMO: Este trabalho tem como objetivo estudar os principais pontos de estratégia de investimento na Análise Fundamentalista e na visão Keynesiana, buscando responder a seguinte pergunta: há mais semelhanças ou diferenças entre a Análise Fundamentalista e a visão Keynesiana sobre a escolha de ações? Para isso, foi feito um estudo comparativo elencando os principais pontos de ambas as teorias. Sob essa ótica, verificou-se quatro pontos de semelhança, o preço dos ativos, a volatilidade do mercado, as expectativas e a propensão aos investimentos de longo prazo, entretanto, a maneira como cada teoria caracteriza o comportamento dos agentes determina a abordagem de cada uma sobre esses pontos.

Palavras-chaves: Mercado de capitais; Análise Fundamentalista; Teoria Keynesiana; Mercado Financeiro.

FUNDAMENTALIST ANALYSIS AND THE KEYNESIAN VIEW ON THE CHOICE OF ACTIONS

ABSTRACT: This work aims to study the main points of investment strategy in Fundamental Analysis and Keynesian vision, seeking to answer the following question: are there more similarities or differences between Fundamental Analysis and the Keynesian view on stock choice? Therefore, a comparative study was made listing the main points of both theories. From this perspective, there were four points of similarity, the price of assets, market volatility, expectations and the propensity for long-term investments, however, the way which theory characterizes the agent's behavior determines the approach of each one about these points.

Keywords: Capital markets; Fundamental analysis; Keynesian theory; Financial market.

Data da submissão: 23-03-2022

Data do aceite: 30-08-2022

INTRODUÇÃO

Existem diversas categorias de investimentos nos mercados de capitais consolidados e em consolidação ao redor do mundo. Neste âmbito, é possível encontrar um sistema com instituições e instrumentos para a negociação de títulos e valores mobiliários que viabilize a capitalização das empresas e que possa dar liquidez aos seus títulos (PINHEIRO, 2019). Assim, cada qual possui as suas particularidades, diferentes graus de risco e retorno, seja ele de renda fixa ou de renda variável.

Uma carteira de investimentos se caracteriza pela posição e pelas características que o seu proprietário assume. Portanto, se o agente opta por um investimento de renda fixa, tem-se que seu risco é baixo e seus rendimentos também quando comparados com o de renda variável que possuem um risco mais alto por dependerem da volatilidade do mercado, o que pode proporcionar grandes lucros e também grandes perdas. Há uma ideia geral de que a taxa de retorno de um investidor deve ser mais ou menos proporcional ao grau de risco que ele é capaz de assumir (GRAHAM, 2019).

Por conta disso, um bom e ágil processo de tomada de decisões acerca do mercado de capitais é essencial para que o investidor consiga bons rendimentos. Isso se deve ao fato de que mesmo investimentos com uma classificação de risco baixa estão sujeitos a oscilações em seus preços devido às flutuações de mercado (GRAHAM, 2019). Com as incertezas geradas por esse cenário é fundamental operar com os instrumentos adequados que possibilitem a maximização dos rendimentos do investidor.

Uma das perspectivas instrumentais para buscar a maximização dos ganhos é a Análise Fundamentalista. Ela é baseada principalmente no estudo histórico da ação utilizando instrumentos

¹ Professor Adjunto – UFPA. Contato: dougsky@gmail.com

² Técnico Nível Médio – SEFAZ/PA. Contato: josymali.18@gmail.com

matemáticos para entender seus riscos e retornos, tentando entender também o ambiente macroeconômico e setorial em que o negócio no qual se pretende investir está inserido. Esses itens são eficazes para examinar quando comprar ou vender uma ação (KOBORI, 2011).

Por outro lado, outra ótica instrumental importante é oriunda da teoria keynesiana. Nesse sentido, as decisões de investimento estão atreladas à formação de expectativas, que podem ser de duas formas: objetivas e subjetivas. As expectativas possuem um papel fundamental nas decisões de investimentos, já que consideram que o ambiente de investimento e o emprego são voláteis (KEYNES, 1996). Dessa forma, em um ambiente de incerteza, os agentes estão em permanente estado de decisão, ou seja, a todo momento as expectativas transformam-se.

Em um sistema financeiro que se encontra em constante mudança, a busca por ferramentas que possam aumentar os ganhos dos investidores é importante. Assim, a pergunta problema deste trabalho pode ser expressa da seguinte forma: Quais as semelhanças e diferenças entre a Análise Fundamentalista e a visão Keynesiana sobre a escolha de ações? Sendo assim, o objetivo geral deste estudo é fazer um estudo comparativo entre ambas as teorias para identificar possíveis afinidades. Para cumprir o objetivo determinado acima é necessário: utilizar o referencial teórico referente a teoria Fundamentalista; utilizar o referencial teórico referente a teoria Keynesiana; analisar os dois referenciais para encontrar pontos de intersecção; determinar se esses pontos existem e suas diferenças.

Assim, este trabalho é relevante visto que contribui para esclarecer as principais semelhanças e diferenças em ambas as teorias e poder proporcionar novas perspectivas no uso de parâmetros e variáveis que possibilitem conhecimento suficiente para a tomada de decisão no campo dos investimentos no mercado de ações.

Nesse sentido, o trabalho possui como base procedimentos de investigação teórica. Utiliza-se o método comparativo para investigar e explicar se há semelhanças ou diferenças entre as teorias. As discussões teóricas usadas têm como base os principais pensadores de cada teoria, neste caso, Benjamin Graham para a Análise Fundamentalista e John Maynard Keynes para a teoria Keynesiana e colaborações de outros estudiosos sobre o tema de ambas as perspectivas. Através deste método, é possível analisar dados e fazer a dedução de semelhanças e discordâncias dos elementos presentes, o que proporciona uma investigação de natureza indireta.

O presente trabalho está estruturado da seguinte forma: primeiramente a introdução que aqui consta; na seção 1 é apresentado referencial teórico referente a Análise Fundamentalista; na seção 2 é exposto o referencial teórico concernente a teoria Keynesiana; na seção 3 faz-se uma discussão sobre as semelhanças ou diferenças achadas entre as duas teorias e, por fim, são feitas as considerações finais do trabalho.

2. ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

No mercado de capitais ocorrem as negociações de compra e venda de títulos e valores mobiliários por um conjunto de instituições. O principal propósito das empresas participantes de tal mercado é a captação de recursos para a expansão e investimento de seus negócios (BRAGA, 2009). Dessa forma, o mercado de capitais supre as demandas por investimento por parte dos agentes econômicos, movimentando a economia em um sistema de distribuição.

Contudo, existe no mercado a presença de um risco devido às incertezas presentes na economia. Considerando o mercado financeiro, Kobori (2011, p. 57), define o risco como “a variabilidade dos retornos passados em comparação com o retorno esperado”, ou seja, causado pela imprevisibilidade dos fatores determinantes do valor da ação. Com isso, Braga (2009) argumenta que os investidores só podem assumir maiores riscos em seus investimentos se houver possibilidades de retorno igualmente maiores.

A análise fundamentalista apresenta-se como uma ferramenta significativa em um ambiente econômico de incertezas. Benjamin Graham (2019) argumenta que um investimento só deve ser realizado após uma árdua investigação da saúde de uma companhia, assim, só através de uma análise profunda é possível investir com mais segurança e ter um retorno adequado. Dessa maneira, o valor de uma ação está ligado ao valor de sua companhia, que não necessariamente corresponde ao preço momentâneo de uma ação. Pinheiro (2019, p. 617) define que “a análise fundamentalista é o estudo de toda informação disponível no mercado sobre determinada empresa, com a finalidade de obter seu verdadeiro valor e formular uma recomendação sobre sua compra ou venda”.

Essa análise possibilita a avaliação de ativos e tem como objetivo determinar o valor intrínseco de suas respectivas ações para poder avaliar seu preço justo. Além disso, ela identifica, classifica e mensura as oportunidades de investimentos em empresas, baseando-se em seus desempenhos econômico e financeiro, agregando também a análise de fatores externos. Com isso, as avaliações feitas a partir da análise fundamentalista podem ser usadas para transações de compra e venda dos negócios, processos de fusão, cisão, dissolução de sociedades, liquidação de empreendimentos e como suporte para os acionistas avaliarem as habilidades de geração de riqueza dos gestores (FONSECA, 2009). Assim, através da análise fundamentalista é possível decidir qual ativo vale ser vendido ou comprado.

O processo de tomada de decisão para a compra e vendas de ativos faz uso conjunto de análises macroeconômicas, análises setoriais e de análises econômico-financeiras. Convém ressaltar que a análise econômico-financeira é responsável por a análise fundamentalista ser direcionada apenas para operações de investimento de médio e longo prazo. Deste modo, ela não possui base para investimentos especulativos, não possibilitando o investimento de curto prazo, pois é necessário, no mínimo, três meses para conhecer os balanços das empresas (DESCHATRE e MAJER, 2006). Sobre isso Pinheiro (2019) argumenta que a hipótese básica da análise fundamentalista é de que a eficiência do mercado de capitais está no longo prazo, já que no curto prazo podem ocorrer ineficiências na valorização que são corrigidas ao longo do tempo. Dessa forma, pode-se fazer o diagnóstico apropriado sobre o valor intrínseco da companhia, definindo se determinado ativo possui um preço acima ou abaixo de seu preço justo e qual será sua futura trajetória de cotação no mercado com base nos fundamentos da empresa.

Para a análise fundamentalista é importante obter um entendimento do negócio em que se vai investir e do ambiente em que ele está inserido. Os fatores microeconômicos não afetam diretamente a economia como um todo, mas são essenciais para a compreensão do lugar de uma empresa em sua indústria e como ela pode ser afetada posteriormente por mudanças no cenário econômico. Dentro desta ótica, Fonseca (2009) sugere que esse processo deve ser dividido em três subprocessos que compreendem a análise macroeconômica, a análise setorial e a análise estratégica da empresa.

Essa abordagem pode ser conduzida de dois modos distintos, *top-down* ou *bottom-up*. O enfoque no *top-down* começa com um estudo da economia como um todo, analisando indicadores macroeconômicos relacionados a taxa de juros, inflação, desemprego e o PIB, isso auxilia o investidor a determinar o direcionamento da economia e, desse modo, identificar os setores que oferecem as melhores oportunidades de investimento e após isso, analisar individualmente o investimento escolhido. Sobre isso, Pinheiro (2019, p. 626) salienta que: “A análise *top down* é utilizada pelos analistas que partem de um contexto global para a formulação de uma conclusão sobre a empresa que ele deve recomendar. Dessa forma, a tomada de decisões inicia-se no contexto global, para depois ir se concretizando e chegar a uma conclusão sobre a empresa que se está analisando”.

Nesse sentido, tal análise funciona como um funil que passa primeiramente pela economia em geral, depois para o setor, a indústria e, por fim, a empresa escolhida. Assim, utiliza fatores macroeconômicos direcionados ao estudo de fatores microeconômicos.

Em contraposição, a abordagem *bottom-up* em que inicialmente o investidor investiga a ação de forma individual e após isso passa para a análise em larga escala da economia. São explorados os planos de negócio da companhia, seu operacional e suas perspectivas de crescimento. Com isso é possível encontrar empresas com ações com o preço descontado no mercado, sendo então uma boa oportunidade de ganho (BRAGA, 2009). Isso se deve ao fato da empresa nem sempre seguir o movimento do mercado em suas métricas. Todavia, as duas abordagens não são excludentes, Pinheiro (2019) afirma que realizar o casamento dos dois enfoques simultaneamente permite validar o resultado final. Por isso tomam a capacidade de gestão da empresa, a análise dos seus insumos e a análise dos bens de produção, juntamente com uma análise da concorrência como instrumentos fundamentais para decidir onde alocar os investimentos, mas sem deixar de fora a análise do cenário macroeconômico.

O investimento é igualado a uma parcela proporcional de risco, sendo o risco proveniente de informações desconhecidas e inesperadas. Há dois tipos de risco: o risco sistemático, ou risco de mercado, e o risco não sistemático, ambos possuem graus de abrangência distintos. O risco sistemático afeta todos os ativos, qualquer que seja o setor de atividade econômica ou o tamanho da companhia, mesmo que ele não afete todos do mesmo modo, enquanto o risco não sistemático impacta apenas um pequeno grupo de ativos

(DEBASTINI e RUSSO, 2009). Assim, os fatores de incerteza da economia como a taxa de juros, inflação, taxa de desemprego e o Produto Interno Bruto (PIB) são considerados riscos de mercado, enquanto que fatores de natureza setorial e empresarial são tidos como riscos não sistemáticos.

Em relação aos insumos e bens de produção, se uma empresa consegue ter competitividade em seus custos com insumos e bens de produção, como resultado, sua margem de lucro será maior. Com uma maior capacidade de geração de lucros as ações no mercado terão preços significativamente superiores aos da concorrência (PINHEIRO, 2019). Contudo, se o poder de negociação dos fornecedores for grande, o valor que foi criado pelas empresas pode ser transferido para eles, o que pode minar a rentabilidade das empresas (KOBORI, 2011). Portanto, uma estrutura de custos altamente competitiva dentro de um setor, juntamente com altas margens operacionais, conseguirá colocar uma companhia em evidência no mercado.

O ambiente setorial, com o estudo do setor em que uma companhia está inserida, possui cunho estratégico e é essencial para fins de comparação, em que é possível avaliar como ela está se saindo e estudar seus concorrentes. Pinheiro (2019) define os seguintes pontos para uma análise setorial satisfatória: sua regulamentação e aspectos legais; os ciclos de vida do setor escolhido; estrutura da oferta; exposição à concorrência estrangeira; sensibilidade às variações na economia; e por último, as tendências a curto e médio prazo. Além disso, alguns fatores afetam os negócios de empresas de vários setores, porém a influência em cada um é variável e depende do grau de risco que o fator gera no setor” (DEBASTINI e RUSSO, 2008, p. 43). Dessa forma, como cada setor possui suas sensibilidades particulares em relação às tendências na economia e através de sua análise é possível avaliar seus diversos riscos específicos. A taxa de juros é considerada uma variável chave para o comportamento do mercado por determinar o nível de atividade econômica. Ademais, ela possui um papel estratégico no processo de decisão dos agentes econômicos, pois afetam diretamente os custos financeiros das empresas e as expectativas de investimento da economia, isso ocorre por conta de dois motivos: mudança na cotação de preço das ações e alavancagem operacional. Além disso, se uma ação possibilita dividendos (conjunto de fluxos futuros), o preço da ação, ou seja, seu valor presente, irá depender da taxa à qual tais fluxos serão descontados, sendo a taxa de juros a taxa mínima de rentabilidade o preço da ação será composto por essa taxa livre de riscos e o prêmio de risco (PINHEIRO, 2019). Assim, quando há uma queda na taxa de juros, os investidores procuram uma maior rentabilidade no mercado acionário, migrando do mercado de renda fixa para o de renda variável, consequentemente, essa alta na demanda por ações infere também numa alta dos seus preços e vice-versa.

Já em relação às empresas que operam com alavancagem operacional, financiamento através do recurso de terceiros, a alta da taxa de juros pode acarretar em uma queda dos retornos da companhia, de acordo com Assaf Neto (2014), a alavancagem operacional é um dos componentes do risco econômico de uma empresa, mantendo uma relação positiva com o retorno das ações no mercado. Por outro lado, se a empresa operar com caixa líquido ela pode usar o dinheiro remanescente para aplicar no mercado de juros, logo, uma alta na taxa de juros será benéfica.

A taxa de juros norte-americana também se constitui como fator de influência no mercado acionário. Com a premissa de que os retornos financeiros são igualados aos riscos, os títulos do governo norte-americano são considerados o ativo de menor risco do mundo, dessa forma, uma elevação da taxa básica de juros por parte do *Federal Reserve* leva a um aumento no movimento de fluxo do capital direcionados aos Estados Unidos (MARTINS, 2010). Deste modo, as bolsas de valores, principalmente de países emergentes como o Brasil são afetadas e sofrem quedas, fazendo com que os títulos brasileiros percam, seu fator de atratividade.

A inflação se caracteriza como o aumento generalizado de preços em uma economia, o que ocasiona em uma perda do poder de compra da moeda. Há três processos que promovem a inflação: uma demanda maior do que a oferta, gerando uma elevação de preços por conta da escassez; aumento na estrutura de custos e na mão de obra, que acabam sendo transferidos para os preços finais da companhia; e excesso de circulação de moeda no mercado. Com a deterioração da moeda, a aplicação de recursos no mercado de capitais enfraquece, nessa perspectiva, Pinheiro (2019) argumenta que a bolsa de valores é afetada por conta de a inflação aumentar a taxa de juros, ao obrigar a redução da oferta monetária na economia por parte das autoridades monetárias e por desestimular a produção, impelindo em uma dificuldade no crescimento econômico (caso a inflação seja ascendente e/ou persistente). Dessa forma, as expectativas futuras dos agentes tornam-se hostis, o que coíbe as aplicações de longo prazo, provocando uma queda na bolsa de valores.

A taxa de desemprego funciona como um depressor, seu aumento induz o desaceleramento da economia. Assim, quanto maior ela for, menor será o consumo dos agentes, o que prejudica os negócios, principalmente os que possuem maior sensibilidade à demanda, além de poder afetar outras variáveis macroeconômicas, como a inflação.

A partir do balanço patrimonial, demonstrativo de resultado do exercício (DRE) e do demonstrativo do fluxo de caixa é possível extrair informações como o comportamento da empresa, seu valor justo e seu potencial. Sobre isso, Fonseca (2009) ressalta que a análise dos balanços da companhia se divide em: análise econômica, análise financeira e análise do endividamento e risco de inadimplência. Em contraponto, Kobori (2011) também divide em três tipos de análise: a análise dos investimentos, análise dos financiamentos e análise das operações. Mesmo assim, os dois concordam que todas essas análises devem fornecer um melhor entendimento sobre risco e retorno. Assim, percebe-se que apenas analisar os números em sua forma pura não é o suficiente, tais dados devem ser moldados para se transformarem em indicadores valiosos e para a definição do valor justo do ativo.

A avaliação dos indicadores é extremamente importante para a tomada de decisão do investidor. Os indicadores fundamentalistas são dados calculados com base no balanço da companhia que podem ser comparados entre si durante determinado período de tempo de funcionamento da empresa, permitindo analisar o seu nível de atividade (DEBASTINI e RUSSO, 2008). Corroborando com essa ideia, Assaf Neto (2014, p. 130) afirma que “de forma idêntica, as cotações de mercado são frequentemente sensíveis aos resultados desses indicadores, podendo-se estabelecer inclusive tendências futuras sobre sua maximização”. Sendo assim, através desses indicadores é possível verificar a valorização das ações e comparar o valor obtido com o valor de mercado para encontrar ações subvalorizadas, que podem se constituir como uma oportunidade de investimento.

Os indicadores fundamentalistas são divididos em dois grupos: indicadores de balanço e indicadores de mercado, sendo eles:

Indicadores de balanço: são aqueles que utilizam apenas informações contidas nos balanços trimestrais e nos demonstrativos de resultado do exercício (DRE), e, por essa razão, mantêm-se inalterado até que a empresa divulgue um novo balancete.

Indicadores de mercado: são aqueles que utilizam informações de balanço e dados do mercado em seu cálculo, o que faz que seu valor se modifique todos os dias pela influência dos elementos oriundos do mercado, que é atualizado diariamente (DEBASTINI e RUSSO, 2008, p. 79)

Sendo importante ressaltar também que o valor final da empresa, de acordo com este modelo, será estimado baseado em uma média dos índices bursáteis, ou seja, uma comparação entre múltiplos índices de empresas semelhantes para determinar se um ativo específico está valorizado ou desvalorizado em relação aos seus valores históricos.

O índice Preço/Lucro (P/L) é o índice mais comum da análise fundamentalista. Este índice indica a razão entre o preço de aquisição dos títulos seu por ação (LPA):

$$P/L = \frac{\text{Preço de Aquisição do Título}}{\text{Lucro por Ação}} \quad (1)$$

Através de sua relação é possível o valor dado pelo mercado para o ativo e a riqueza que foi gerada pela própria companhia. Isso se deve ao fato de que o lucro observado diz respeito ao que a empresa produziu durante determinado período de tempo e como seu preço de aquisição retrata a percepção dos agentes do mercado em relação a empresa (BRAGA, 2009). Outra interpretação é a de que este indicador mede o número de anos para um acionista recuperar seu investimento, quando medido em número de anos (PINHEIRO, 2019). Assim, haverá um potencial de compra em empresas que possuem um P/L baixo, quando comparada com as demais de seu setor, já que elas se caracterizariam como subvalorizadas.

Em relação ao indicado preço/valor patrimonial, temos que este indicador representa o ágio ou deságio de uma ação, o quanto o investidor está disposto a pagar por uma ação. Ele utiliza um indicador de balanço, o valor patrimonial da ação (VPA) que é dado pela razão entre o valor do patrimônio líquido e o número total de ações.

$$P/VPA = \frac{\text{Preço da ação}}{\text{Valor Patrimonial da Ação (VPA)}} \quad (2)$$

Se o valor do indicador for maior do que o valor contábil da ação é um sinal de que o investidor está disposto a pagar mais caro pela ação. Debastini e Russo (2008) argumentam que esse ágio em relação ao valor contábil da ação mostra que o mercado acredita na empresa e, por conta disso, há uma pressão de compra impulsionando o seu preço. Todavia, é necessário que haja cautela com este indicador, pois se ele for muito elevado quer dizer que há um risco agregado ao investimento, já que esta valorização não é amparada pelos fundamentos da empresa, acarretando em especulação. Portanto, quanto mais baixo este índice, mais barata ou atrativa, representando uma oportunidade de compra, enquanto que quanto mais alta, ela representa uma oportunidade de venda.

Para o preço/vendas, temos que este índice é a razão entre a cotação da ação e o valor das vendas líquidas da empresa.

$$\frac{P}{V} = \frac{\text{Preço da ação}}{\text{Receita por ação}} \quad (3)$$

O valor resultante indica o quanto o valor de mercado da companhia está acima ou abaixo de sua capacidade de gerar riqueza, assim é possível ver o quanto o mercado acredita ou se está desanimado com a empresa (DEBASTINI e RUSSO, 2008). Se o indicador for menor que 1, significa que a ação está muito barata ou que seu mercado está desaquecido, se for o caso contrário e o indicador estiver bastante elevado, tal qual indicador anterior, ele mostra que a ação está muito cara, por ter se valorizado demais diante de uma capacidade limitada de geração de receita.

O Ebitda³ é a sigla em inglês para Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Lajida).

$$EBITDA = \text{Receita líquida} - \text{Custo de Produtos Vendidos} - \text{Despesas de Atividades} \\ + \text{Depreciação Acumulada no Período} + \text{Amortização Acumulada no Período}$$

Este índice tem por objetivo medir a capacidade que uma empresa possui de gerar caixa, acabando por medir também a performance de seu administrador. Com ele é possível analisar o lucro em sua forma “pura”, uma vez que ele elimina os fatores externos que podem mascará-los (PINHEIRO, 2019), já que uma empresa pode ter um lucro elevado mesmo com baixa capacidade operacional, ou lucro baixo com maior eficiência, dessa forma, com esse indicador, a empresa é avaliada de acordo com o lucro proveniente de sua atividade final (BRAGA, 2009). Sendo assim, pode-se então analisar o desempenho operacional da companhia através de sua eficiência.

O indicador *dividend yield* representa a rentabilidade na análise fundamentalista, que visa o investimento a longo prazo. Ele mostra o quanto um ativo é rentável (em dinheiro) para os acionistas durante um ano específico através dos dividendos.

$$DY = \left(\frac{\text{Valor dos Dividendos}}{\text{Cotação da Ação}} \right) \times 100 \quad (4)$$

Ele se expressa na forma percentual, por conta disso, torna-se mais fácil acompanhar a rentabilidade obtida com a compra das ações. As companhias que demonstram uma política de *Dividend Yield* alto expressam menor volatilidade em suas ações (DEBASTINI e RUSSO, 2008). Isso porque elas provavelmente possuem um negócio consolidado em que grandes investimentos não são necessários, por isso grande parte de seu retorno encontra-se em dividendos, o contrário ocorre com empresas em crescimento, as quais preferem reinvestir os seus lucros do que distribuí-los, tratando o pagamento de dividendos apenas como uma formalidade. Por conseguinte, quanto maior o indicador, melhor para o acionista.

Considerando o ROE (*Return on Equity*), este índice representa o retorno sobre o patrimônio, ele busca medir a habilidade da empresa em remunerar o seu próprio capital.

³ *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.*

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido do Período Contábil Anterior}} \quad (5)$$

De acordo com Braga (2009), através deste indicador pode-se aferir a atratividade de um investimento quando comparado com outras opções para empregar o capital. Ele é utilizado para fins de comparação entre o rendimento de capital próprio, rendimentos alternativos do mercado (como CDI e Letras de Câmbio) ou até mesmo com o rendimento do capital de outras empresas do setor.

3. O INVESTIMENTO NO MODELO KEYNESIANO E SEUS DETERMINANTES

Keynes apresenta o investimento como fator de igualdade da poupança, sendo a poupança um resultado do investimento. Segundo Keynes (1936), essa equivalência deriva do aspecto bilateral das relações entre o produtor e o consumidor, ou comprador de capital, na qual suas transações geram um excedente na renda sobre o consumo, caracterizado como a poupança o qual não se distingue do acréscimo de capital, denominado como investimento. Além disso, dois fatores são estabelecidos para a alocação da renda em consumo ou poupança: a preferência temporal e a preferência pela liquidez. Quando feita uma preferência temporal “[...] não significa uma escolha de consumo presente ou consumo futuro, mas entre o gasto em consumo hoje ou manter um valor de compra durante um período de tempo não especificado”⁴ (CROCCO, p.288, 1998) e definida certa preferência pela liquidez, o agente escolhe entre ativos líquidos ou dinheiro e outros ativos completamente líquidos, sendo uma questão de decidir de que forma ele irá manter esse poder de compra.

Todavia, as motivações para investir são completamente diferentes das de poupar. Enquanto uma está ligada a manutenção do poder de compra a outra, de certa forma, está ligada ao aumento deste poder, isto é, ao retorno em potencial que o investidor pode ter através dos bens de capital, seus retornos financeiros pelas vendas feitas dos itens produzidos pelo capital físico. Já que, como aponta Crocco (1998), para Keynes é preciso que o investimento resulte em uma criação de capital e, por conta disso, ele não abrange a compra de ativos financeiros como investimento, visto que, o banco não necessita da criação de capital físico para ofertar tal ativo financeiro.

Com este entendimento, é possível destacar que, em seu livro “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, Keynes (1996) qualifica o investimento como a compra de um ativo, sendo ele um bem de capital de qualquer espécie. Nesta definição, o investimento abrange o aumento do equipamento de capital em forma de capital fixo, capital circulante ou capital líquido. A partir de tais categorias é possível dividir o investimento em investimento ilíquido e investimento líquido. Sendo o investimento um bem de capital do qual se espera obter um fluxo de rendas futuro durante determinado período de tempo, ele é influenciado por dois fatores objetivos: a eficiência marginal de capital (EMC) e a taxa de juros.

A eficiência marginal de capital é uma taxa de desconto, apresentada a partir da noção de rendimento prospectivo do investimento e do preço de oferta do bem de capital. Posto isto, a EMC refere-se à relação entre o fluxo de renda esperado de uma unidade adicional produzida pelo bem de capital adquirido e seu custo de produção. Desse modo, Keynes (p. 149, 1996) argumenta que ela dependerá da “taxa de retorno que se espera obter do dinheiro investido num bem *recentemente* produzido; e não do resultado histórico obtido por um investimento em relação ao seu custo original [...]”. Em vista disso, o incentivo a investir será considerado forte se o valor do bem de capital for maior do que seu preço de oferta ou custo de reposição.

Então é apresentada a curva de demanda por investimentos, que também pode ser definida como a própria curva da eficiência marginal do capital. Keynes desenvolveu sua teoria do investimento destacando a relação entre a escala de eficiência marginal do capital e o conjunto de taxas de juros sobre empréstimos de vários prazos e riscos. O investimento sofre variações até o ponto da curva de demanda por investimentos na qual a EMC se iguala com a taxa de juros do mercado (KEYNES, 1996). Para além disso, Keynes (1996), também destaca que a curva da EMC rege as condições de demanda de fundos disponíveis para novos investimentos, enquanto que a taxa de juros conduz os termos nos quais tais fundos serão oferecidos. Uma taxa de juros elevada decorre em uma perda da rentabilidade dos investimentos, visto que seu retorno será

⁴ Tradução livre de: “(...) does not mean a choice between consuming today or consuming in the future, but between spending on consumption today or keeping the purchasing power for an unspecified period of time”.

subtraído pelo pagamento dos juros. Dessa forma, a determinação do investimento é feita, majoritariamente, a partir da curva de demanda por investimento, ou seja, da EMC e pela taxa de juros em fins de comparação.

Com isso, a EMC procede de dois fatores: as expectativas de longo prazo desenvolvidas pelos empresários e o preço de oferta do capital. Havendo uma relação direta em que, quanto mais altas essas expectativas, maior será a eficiência marginal do capital (KEYNES, 1996), sendo importante frisar que a formação dessas expectativas dependerá do estado de confiança que estará condicionado a um ambiente de incerteza. Consequentemente, a EMC depende do preço de oferta do bem de capital e da sua renda prospectada, vinculadas às expectativas de longo prazo dos agentes e, por conseguinte, eminentemente instáveis. Então, a mensuração dos custos de oportunidade entre ativos mais líquidos (remunerados pela taxa de juros) e menos líquidos (de capital) é feita através do confronto entre a EMC, forma em que o empresário mede suas expectativas, e a taxa de juros corrente (AIDAR, 2019). Diante disso, tem-se que as ações dos agentes econômicos se relacionam diretamente com o estado de confiança, levando em consideração a relação entre eficiência marginal do capital e expectativas.

Na teoria keynesiana, a incerteza decorre do fato do futuro ser incerto e de que ele continuará sendo desconhecido, já que há impossibilidade de fazer cálculos probabilísticos. Contudo, Davidson (2002), argumenta que nesta perspectiva, o futuro é tido como transmutável e criado pelas ações do hoje e, por conta disso, os tomadores de decisão sabem dessa natureza incerta do futuro. Tendo em vista que o processo decisório de investimento está ligado à incerteza do ambiente ao qual o agente está condiciona suas expectativas de longo prazo, a maneira com a qual tais agentes tomarão decisões em estado de incerteza dependerá de dois fatores, de acordo com Davidson (p. 46, 2002) “(a) a concepção do analista sobre a causa da incerteza na realidade econômica externa na qual o tomador de decisão atua, e (b) a habilidade dos agentes de entender a realidade⁵”. Por conta disso, o estado de confiança se constitui como fundamental para este processo.

O estado de confiança é um dos principais fatores utilizados para determinar o fluxo de investimentos, sendo ele equivalente à escala de eficiência marginal do capital. Keynes (1996) afirma que seria imprudente basear nossas expectativas em cima de incerteza, daí vem o conceito de confiança, pois as decisões devem ser baseadas em cima de fatos resolutos, mesmo que tenham pouca relevância quando em comparação com fatos nos quais nosso conhecimento seja vago e limitado. Já que, o estado das expectativas de longo prazo depende tanto de suposições próprias quanto da confiança com que são feitas tais suposições.

Quanto maior a percepção de incerteza dos agentes, maior será a aversão destes indivíduos a ela, ou seja, menos coragem ela terá. Neste tipo de ambiente o indivíduo comprará menos bens de capitais e optará por mais ativos líquidos para evitar resultados que não podem ser previstos (DEQUECH, 2000). Por conseguinte, o estado de confiança será formado através da percepção de incerteza e pelo nível de aversão a ela.

Neste contexto, há dois tipos de investimento: investimento de curto prazo (especulativo) e investimento de longo prazo (*enterprise*). A possibilidade de fazer uma reavaliação diária dos investimentos no mercado financeiro mesmo que facilite a inserção de novos investimentos também acaba por agravar a instabilidade do sistema, por conta disso, recorre-se ao método das convenções. As convenções são feitas no ato de “se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança” (KEYNES, 1996, p. 163).

Cinco fatores podem ser ligados ao nível de instabilidade econômica no mercado financeiro, de acordo com Keynes (1996):

1. Um aumento progressivo no volume de pessoas que começam a investir sem ter nenhum conhecimento específico do ambiente de negócios e do que podem esperar, não podendo haver uma avaliação eficaz dos investimentos;
2. O fato de no curto prazo haver flutuações dos lucros dos investimentos existentes, nisso Keynes dá o exemplo das variações no preço das ações de empresas que são sensíveis a sazonalidade;
3. As convenções que são provenientes da psicologia de massa, na qual a avaliação dos investimentos se modifica de acordo com as opiniões de indivíduos sem tanto conhecimento factual, ou seja, o mercado fica sujeito a ondas de sentimentos otimistas ou pessimistas;

⁵ Tradução livre de “(a) the analyst’s conception of the cause of uncertainty in the external economic reality in which the decision makers operate, and (b) the ability of agents to understand reality”.

4. A forma como os indivíduos que são de fato profissionais do mercado financeiro gastam suas energias e habilidades para previsões de curto prazo que antecedem os passos dos demais indivíduos, levando em consideração a própria psicologia das massas;
5. O grau de confiança das instituições de crédito em relação aos indivíduos, visto que, uma diminuição tanto na confiança especulativa quanto nas condições de crédito pode levar a uma baixa no preço das ações que, por sua vez, afetará a eficiência marginal de capital.

Desse modo, pode-se dizer que se tratando de tomar decisões quanto a investimentos, é possível separar as influências em dois fatores: objetivos e subjetivos. Sendo assim, a eficiência marginal do capital e taxa de juros, discutidas anteriormente, como fatores objetivos e as expectativas de longo prazo e o *Animal Spirits* como fatores subjetivos. Dequech (2003) indica três determinantes do estado de expectativas: conhecimento, criatividade e uma disposição otimista para enfrentar a incerteza. Assim, para lidar com as condições de incerteza na formulação de expectativas de longo prazo utilizam-se convenções, o julgamento qualitativo e a intuição (CROCCO, 1998).

Na teoria keynesiana, o estado de confiança é o principal definidor das grandes decisões de investimento dos indivíduos, dessa forma, as decisões seriam tomadas a partir do quanto de confiança há em determinado ativo e é desse pressuposto que parte o *animal spirits* do empresário.

O multiplicador keynesiano de confiança segue a mesma linha de raciocínio de um multiplicador de consumo, em que o gasto com consumo pode resultar em várias outras rodadas de gasto para diferentes níveis. O multiplicador de confiança demonstra as mudanças resultantes da variação em pelo menos uma unidade da confiança. Akerlof e Shiller (2010), argumentam que mudanças no estado de confiança sucederiam em variações na renda e na confiança da próxima rodada, sendo que cada uma dessas mudanças também afetariam tanto a renda quanto o estado de confiança subsequentes. Para Keynes (1996), o estado de confiança é importante por ser um dos principais determinantes da escala de eficiência marginal do capital, que é igual à curva da demanda de investimentos. O fato é que há uma precariedade na base do conhecimento para fazer os cálculos da renda esperada de um investimento.

O termo *animal Spirits* é “emprestado” do físico Newton, que tinha grande interesse em alquimia e no sobrenatural, com tal interesse, Newton nunca aceitou completamente a definição de matéria bruta inanimada, ao invés disso ele presumia que a vida era estabelecida a partir de espíritos animais invisíveis no éter (WALSH, 2008). Por sua vez, Keynes (1996, p. 170) refere-se ao *animal spirits* como “[...]uma manifestação do nosso entusiasmo – como um instinto espontâneo de agir, em vez de não fazer nada –, e não o resultado de uma média ponderada de lucros quantitativos[...]”. Ele o utiliza para explicar a natureza humana, sendo a força motriz do investidor em um ambiente em que não há condições de se tomar decisões racionais, o sentimento é como um gatilho de ação em frente a essas circunstâncias, já que, na teoria, não é possível calcular de forma satisfatória valores presentes por conta da incerteza e falta de confiança que os envolve e causa instabilidade no mercado.

Assim, a instabilidade econômica seria causada tanto pela ignorância dos indivíduos quanto pela sua irracionalidade. Com o grau de incerteza sendo responsável pelo grau de confiança, pode-se dizer que o *animal spirits* afeta as decisões dos indivíduos em relação ao mercado financeiro em momentos em que essa incerteza está presente (DEQUECH, 2000). Sem o otimismo espontâneo do *animal spirits* o indivíduo dependerá de uma expectativa matemática que não possuiria a mesma expectativa de ganhos.

O investimento depende das expectativas quanto à lucratividade e do retorno do mercado financeiro ao aplicador. Isto é, se o rendimento com o investimento planejado for menor do que a taxa de juros, o investidor não investirá. Dessa forma, o volume de investimento depende dos lucros esperados com investimento, comparados ao rendimento que o mercado financeiro proporciona. Lopes e Vasconcellos (2008, p. 357) argumentam que:

[...] as decisões de investimento dependem das expectativas com relação ao futuro. Esse futuro, no entanto, pode estar rodeado de incerteza, o que torna os investimentos na economia voláteis. Keynes foi um dos primeiros economistas a destacar o papel das expectativas nas decisões de investimento na economia. Para Keynes, o "estado de confiança" seria responsável pelas alterações nos investimentos na economia.

As expectativas possuem um papel crucial na decisão de investimento. Isso ocorre devido a tomada de decisão ser feita a partir do confronto entre o valor presente do fluxo e da receita esperada do investimento, ou seja, pelo preço de demanda do bem de capital. Em virtude disso, Lopes e Vasconcellos (2008) afirmam

que Keynes define a chamada Eficiência Marginal do Capital como sendo a taxa de desconto que iguala o fluxo de receitas esperado ao custo de investimento. Tendo como base os referenciais teóricos apresentados, a Eficiência Marginal do Capital é muito instável, pois ela é colocada como base na expectativa dos empresários, cujo futuro é limitado movido pela incerteza acerca das condições vigentes a longo prazo. Enquanto a Eficiência Marginal do Capital tem grande influência por pressões na indústria produtora de bens de capital, como por mudanças no estado de espírito dos empresários, em decorrência disso, o investimento tende a sofrer grandes oscilações, causando impactos no nível da demanda agregada.

Por sua vez, o estado de espírito dos empresários advém da formação de seu estado de expectativas. Tal estado é formado pelo grau de confiança dos indivíduos e pelas suas expectativas. Enquanto a confiança é determinada pela percepção da incerteza e pela aversão à incerteza, a expectativa possui três principais definidores: criatividade, conhecimento e otimismo espontâneo, estabelecido pelo *animal spirits* (DEQUECH, 2000).

A criatividade é tida como uma habilidade para ver coisas e cenários de forma inovativa, neste caso, a habilidade de ver o futuro de maneira diferente ao presente, afetando apenas as expectativas e não o estado de confiança. O conhecimento é um produto do meio do indivíduo, é proveniente das informações disponíveis e aprendidas por ele. Já o otimismo espontâneo não se baseia em nenhum conhecimento e dependerá da força do *animal spirits*. Portanto, as expectativas para a tomada de decisão possuem traços institucionais e, principalmente, psicológicos do investidor.

A compra de ativos financeiros e a compra de bens de capital é vista como uma possibilidade de aumentar o fluxo de rendas futuras do indivíduo e, portanto, o seu consumo futuro. O investimento trata-se de uma alocação intertemporal da renda e de um importante componente da economia responsável por aumentar a sua capacidade produtiva ao aumentar seu estoque de capital. Com isso, o volume de investimentos em qualquer período de tempo está condicionado à eficiência marginal do capital (EMC) e a taxa de juros. Crocco (1998) alega que o conceito de EMC possui um papel central na teoria de investimento keynesiana por ser um item que conecta o lucro futuro esperado e o custo que tem que ser lidado no presente e, dessa forma, a função chave da teoria é ligar o presente ao futuro.

Keynes utiliza a incerteza relacionada ao ambiente do agente econômico e seu *animal spirits* para moldar o estado de expectativas. Por conta disso, a decisão de investimento não é isolada a produtividade real de um ativo, já que o investidor está mais preocupado com o lucro futuro esperado deste ativo e não há preocupação com o ativo em si (CROCCO, 1998). Além disso, deve-se levar em conta que o fator determinante do rendimento futuro esperado é a expectativa quanto às relações entre as condições de demanda e oferta futuras.

Com isso, fatores que possam aumentar os lucros de uma empresa ao aumentar os rendimentos futuros esperados de um novo investimento aumentarão o volume de investimentos. Todavia, se houver um aumento no preço de compra do capital, o nível de investimentos diminuirá. Portanto, fatores como aumento do otimismo dentro da empresa, crescimento da economia, aumento do estoque de capital e mudanças tecnológicas favoráveis serão importantes para uma tomada de decisão positiva.

O fato é que essa tomada de decisão será influenciada tanto por aspectos objetivos quanto por aspectos subjetivos. A distinção entre expectativas de curto prazo e de longo prazo está baseada no nível de racionalidade. A de curto prazo é amparada pela racionalidade, por considerar que quando empreendedores fazem decisões de escala, eles irão considerar um pacote de expectativas as quais serão atribuídos graus de probabilidade e pesos, mesmo assim o investidor agirá como se tivesse operando na base da certeza, com uma expectativa indubitável (BADDELEY, 1999) com base no presente. Em contrapartida, as expectativas de longo prazo poderão ser resumidas em um estado de expectativa psicológica (KEYNES, 1996), sua formação será a partir de hábitos e da convenção de que a situação atual persistirá. Em suma, o principal ponto da tomada de decisão se dá a partir das expectativas de longo prazo e da confiança que o indivíduo deposita nelas.

4. A TEORIA KEYNESIANA E A ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE BENJAMIN GRAHAM

Em ambas as teorias, o preço da ação e o seu valor intrínseco se constituem como importantes fatores para a compra e venda de ativos. A avaliação do preço dos ativos na teoria keynesiana considera as relações entre preço dos ativos e as variáveis macroeconômicas, havendo um foco no processo de formação de

expectativas do retorno esperado, dando ênfase no longo prazo. Para o *valuation* das firmas, Keynes utilizava o modelo de dividendo descontado, nele o valor intrínseco é dado a partir do possível fluxo de dividendos ao longo do tempo, descontado a partir de um valor presente (WALSH, 2008), a avaliação qualitativa dos fatores acontece justamente na determinação do valor do intrínseco que vai muito além de seu preço e valores numéricos, saindo de um nível superficial de análise.

Na análise fundamentalista, a avaliação de portfólios e a comparação entre os retornos dos ativos é importante e a formação do portfólio é tido como o ponto central do método já que o retorno esperado já é conhecido. Para os fundamentalistas o conceito de margem de segurança é essencial para a construção de um portfólio, dessa forma, a capacidade de gerar lucros acima das necessidades de juros consegue proteger os investidores contra prejuízos (GRAHAM, 2019). De certa forma, tal ideia se assemelha a dos Keynesianos, que se dá através da eficiência marginal de capital, que determina que haverá um incentivo a investir forte se o valor de um bem de capital adicional conseguir exceder seu preço de oferta.

Nesta mesma perspectiva, Keynes também configura grande importância para a margem de segurança durante a formação do portfólio. Pelo valor intrínseco de um ativo estar sujeito tanto a fatores qualitativos quanto às incertezas acerca do futuro, Keynes acreditava que determinada margem de segurança era necessária para se fazerem as negociações no mercado. Dessa maneira, Keynes utilizava uma política de “segurança em primeiro lugar” para a aquisição de ativos, que avaliava os ativos da empresa e suas possibilidades de ganho e comparava o seu valor implícito ao valor pedido de mercado pelas ações parciais da companhia (WALSH, 2008). Com isso, o preço do ativo no mercado funciona como um ponto de comparação com o valor intrínseco para definir se existe uma margem de segurança.

O funcionamento do mercado financeiro na teoria keynesiana está pautado na dissidência entre a liquidez do mercado e a sua eficiência, sendo ele fortemente influenciado por atividades especulativas. Silva e Curado (2016) argumentam que nesta perspectiva a maior parte dos investidores estão focados em antecipar a psicologia do mercado e nos ganhos de curto e curtíssimo prazo, o que coloca a especulação como fator de grande influência no comportamento do mercado. Assim, o especulador não concerne grande importância para os ganhos de uma empresa, mas sim se ele pode vender as ações dela a um preço alto. Os fundamentalistas não veem o mercado sobre a lente da hipótese dos mercados eficientes, em que ele funciona bem de maneira geral e os preços refletem o valor dos ativos, por esse motivo, na análise fundamentalista é possível encontrar no mercado de títulos privados, ações que podem estar com o valor descontado, caso se considere as métricas e indicadores apresentados anteriormente. (GRAHAM, 2019). Nesse sentido, ambas teorias consideram que não necessariamente o preço de mercado representa o valor intrínseco das empresas.

Com isso, o processo de tomada de decisão do agente econômico se dá de formas também distintas. A precariedade da base de conhecimento para calcular os retornos do investimento faz com que o conhecimento dos agentes seja limitado, por conta disso, o estado de confiança é um elemento primordial nas decisões de investimento (KEYNES, 1996). Dessa forma, o comportamento dos agentes em Keynes não se finda plenamente na matemática, se caracterizando por uma racionalidade limitada, guiado pela psicologia das massas e levando em consideração o estado de confiança e as ondas de pessimismo ou otimismo dos agentes econômicos. Por outro lado, para os fundamentalistas e para Keynes, o conceito de margem de segurança é fundamental para a tomada de decisão, por ser um ato que se sustenta completamente no raciocínio aritmético e a partir de dados estatísticos (GRAHAM, 2019; WALSH, 2008).

Os determinantes do estado de expectativas dos agentes são abordados a partir do grau em que se dá valor à incerteza predominante no mercado. A partir do grau elevado de incerteza prevalecente no mercado torna-se complexo determinar um valor fundamental para um ativo (SILVA E CURADO, 2016), considerando também que os agentes não são totalmente racionais, a teoria keynesiana se considera mais próxima da realidade dos mercados. Por conta disso, define-se a formação das expectativas na teoria keynesiana por diversos fatores, sendo seu maior alicerce a incerteza. Na teoria fundamentalista não há este elevado grau de aceitação com um ambiente de incerteza, pois ele não permitiria calcular o risco de forma quantificável, para Graham (2019), o importante é que se conheça muito bem o negócio em que se está entrando para minimizar os riscos e isso deve ser feito a partir de cálculos confiáveis tanto para o risco quanto para os rendimentos. Deste modo, em suma, para os fundamentalistas é considerada a hipótese das expectativas racionais e há também um foco maior no risco.

Enquanto na teoria fundamentalista a análise da empresa via indicadores e métricas são importantes, na teoria de Keynes, como aponta Walsh (2008), os princípios de investimento podem ser resumidos em: 1) foco no valor intrínseco; 2) tenha certeza de uma grande margem de segurança; 3) aplique um julgamento independente sobre a valoração dos ativos; 4) Limite os custos de transação e ignore as flutuações de curto prazo; 5) prática a política de concentração de portfólio; 6) mantenha um bom temperamento, balanceado tranquilidade de espírito e paciência.

5. CONCLUSÃO

O presente trabalho viabilizou a investigação dos pontos de intersecção e convergência entre a Análise Fundamentalista e a teoria Keynesiana sobre a escolha de ações. A perspectiva fundamentalista é pautada na racionalidade do agente e obtém resultados através de análises históricas das ações, consultando a evolução dos balanços e resultados de uma empresa, avaliando o ambiente que a cerca e utilizando indicadores matemáticos que possam determinar um rendimento futuro e a margem de risco a que o investidor estará submetido. Enquanto que a teoria Keynesiana se caracteriza pela racionalidade limitada do agente, fundamentando seus argumentos na formação de expectativas, que por sua vez depende do estado de confiança advindo da aversão à incerteza, percepção da incerteza e da psicologia das massas, não se sustentando apenas em cálculos por entender que as decisões humanas afetam o futuro.

A partir do estudo comparativo realizado entre as duas teorias foi possível identificar que as teorias são bastante convergentes. Há quatro itens que se destacam como sendo de semelhança para a constituição de ambas: o preço dos ativos, a volatilidade do mercado financeiro, as expectativas e serem utilizadas tendo em mente o investimento a longo prazo. Apesar de a maneira como são analisadas possam divergir um pouco devido como cada teoria define a natureza dos agentes, ambas utilizam a matemática e estatística para definir a escolha das ações. Além disso, o maior ponto de convergência entre Keynes e os fundamentalista é o fato de que a formação de seus portfólios é determinada a partir de dois itens: preço dos ativos e valor intrínseco, com ambas as perspectivas dando grande foco no conceito de margem de segurança.

Keynes considera que as estimativas dos rendimentos esperados de um investimento se baseiam em conhecimentos precários e que, por conta disso, o agente toma decisões sob condições de incerteza. Desse modo, as expectativas em torno dessas decisões possuem um forte potencial de instabilidade. Logo, sendo o futuro desconhecido e o investimento uma decisão que envolve o longo prazo, esta decisão se dá sob incerteza e está sujeita a instabilidade. Ele defende que cálculos são feitos até um certo momento, quando eles podem ser confiáveis, todavia, o agente muitas vezes recorre para a motivação, aos seus caprichos, a sua emoção, sendo possível a antecipação do mercado através da psicologia das massas.

Em contrapartida, a Análise Fundamentalista acredita que a antecipação do mercado é uma inviável tanto na prática quanto no emocional. Sob essa óptica é primordial fazer um processo de avaliação em duas partes que consiste em calcular o valor do desempenho passado da companhia em questão e analisar como esse valor se modificará nas condições esperadas, tudo através de técnicas analíticas.

Nesse sentido, apesar de existirem elementos que divergem entre si em ambas as teorias, encontram-se nelas mais semelhanças do que diferenças. A condição principal que bifurca os elementos está relacionada com a forma com que a racionalidade dos agentes é interpretada, todavia, isso não impacta no cerne de suas metodologias que são pautadas no preço dos ativos e no seu valor intrínseco. Ambas acreditam que o investimento deve ser feito visando o longo prazo, logo, os ganhos futuros e não em preços históricos são o foco. A decisão de investir deve ignorar o espírito animal e qualquer bagagem emocional neste processo.

REFERÊNCIAS

AIDAR, Gabriela. **A decisão do investimento pós-keynesiana: teoria e aplicação**. Tese de Doutorado, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, 2019. Disponível em: <<https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/24594>>.

AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. **Animal spirits**: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism. Princeton, N.J Woodstock: Princeton University Press, 2010.

ASSAF NETO. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Editora Atlas Ltda., 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2014.

- BADDELEY, M. **Keynes on rationality, expectations and investment**. London; New York: Routledge, 1999. (Keynes, post-Keynesianism and political economy). Disponível em: <<http://www.crcnetbase.com/isbn/9780203438275>>.
- BRAGA, Gustavo Dorneles. **Seleção e análise de uma carteira de ações através do uso da análise fundamentalista**. Trabalho de conclusão de graduação, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10183/19152>>.
- CROCCO, Marco. Investment Decision and Methodology: Keynes and Neoclassical. **São Paulo**, v. 28, n. 2, p. 283-315, 1998.
- DAVIDSON, Paul. **Financial markets, money, and the real world**. Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar, 2002.
- DEBASTINI, Carlos Alberto; RUSSO, Felipe Augusto. **Avaliando empresas, investindo em ações** - a aplicação prática da análise fundamentalista na avaliação de empresas. 1. ed. São Paulo: Novatec, 2008.
- DEQUECH, David. Asset Choice, Liquidity Preference, and Rationality under Uncertainty. **Journal of Economic Issues**, v. 34, n. 1, p. 159-176, 2000.
- DEQUECH, David. Conventional and Unconventional Behavior under Uncertainty. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 26, n. 1, p. 145-168, 2003.
- DECHATRE, Gil Ari; MAJER, Arnald. **Aprenda a investir com sucesso em ações** - análise técnica e fundamentalista. Rio de Janeiro: Ciência Moderna, 2006.
- FONSECA, Diego Monteiro. **Análise fundamentalista como fonte de estudo de mercado financeiro e ações**. Trabalho de conclusão de graduação, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/11422/13109>>.
- GRAHAM, Benjamin. **O investidor inteligente: o guia clássico para ganhar dinheiro na bolsa**. 1 ed. Rio de Janeiro: HaperCollins Brasil, 2019.
- KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Editora Nova Cultura Ltda., 1996.
- KOBORI, José. **Análise Fundamentalista: como obter uma performance superior e consistente no mercado de ações**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2011. (Coleção Expo Money).
- LOPES, Luiz Martins; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de (Orgs.). **Manual de macroeconomia: nível básico e nível intermediário**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- MARTINS, Leandro. **Aprenda a investir** - Saiba onde e como aplicar seu dinheiro. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**. 9. ed. São Paulo: Editora Atlas Ltda., 2019.
- REIS, Tiago. Análise fundamentalista: o que é? Guia completo de análise de ações. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/guias/analise-fundamentalista/>>. Acesso em: 2 abr. 2021.
- SILVA, Guilherme Ricardo dos Santos Souza; CURADO, Marcelo Luiz. precificação de ativos e mercados financeiros: um comparativo entre a teoria convencional das finanças, teoria pós-keynesiana e Behavioral Finance. **Análise Econômica**, v. 34, n. 65, 2016. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/49994>>.
- WALSH, Justyn. **Keynes and the market: how the world's greatest economist overturned conventional wisdom and made a fortune on the stock market**. 1. ed. Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, 2008.