

# A ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO DE KEYNES SERIA FUNDAMENTALISTA?

## Joás Evangelista Lima

Graduado em Economia pela Universidade Federal do Pará (Ufpa), mestre em Desenvolvimento Econômico pela mesma instituição e doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE-UFRJ).

E-mail: joasdelima18@gmail.com

 <https://orcid.org/0000-0003-2306-7657>

## Douglas Alcântara Alencar

Doutor em Economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) com período de estágio no exterior na University of Leeds (Reino Unido). Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Pará (Ufpa).

E-mail: dougsky@gmail.com

 <https://orcid.org/0000-0002-6077-998X>

**Como citar este artigo:** Lima, J. E., & Alencar, D. A. (2023). A estratégia de investimento de Keynes seria fundamentalista? *Revista de Economia Mackenzie*, 20(1), 92–118. doi:10.5935/1808-2785/rem.v20n1p.92-118

**Recebido em:** 2/2/2023

**Aprovado em:** 8/3/2023



Este artigo está licenciado com uma Licença Creative Commons - Atribuição Não Comercial 4.0 Internacional

## Resumo

Keynes foi um dos mais proeminentes teóricos da economia no século XX. Sua análise influenciou diversos economistas nos anos que se seguiram ao seu falecimento. É sabido que boa parte do conjunto de escritos e formulações teóricas do autor está diretamente ligada às suas experiências como especulador financeiro e administrador de fundos privados de investimento. No entanto, apesar de ser reconhecido como um autor inovador tanto em seus escritos como em suas práticas de investimento, o debate em torno das semelhanças entre as estratégias de investimento de Keynes e as atuais técnicas de análise e avaliações no mercado financeiro continua em aberto. Teria Keynes empregado após os anos 1930 uma estratégia de especulação e investimento financeiro precursora da moderna análise de mercado fundamentalista? Se sim, quais evidências indicariam tal semelhança? Este artigo tenta indicar possíveis caminhos para as respostas a essas questões.

**Palavras-chave:** análise fundamentalista; Keynes; mercado financeiro; pós-keynesianismo; história do pensamento econômico.

Classificação *JEL*: B31; B22; G01.

## INTRODUÇÃO

O interesse em Keynes como investidor é um fenômeno do século XXI. A publicação de *The collected writings of John Maynard Keynes* (CWK), sob a égide da Royal Economic Society, foi fundamental para a disponibilização de seu trabalho para um público maior. Os 30 volumes da série foram publicados por um período de 20 anos ou mais, desde o início de 1970. Assim, a partir dos CWK temos acesso a um conjunto de cartas, artigos e dados sobre os investimentos financeiros de Keynes, no entanto boa parte da literatura sobre a atuação do autor nos mercados financeiros foi publicada a partir dos anos 1980. E isso nos levou a indagar: por que ocorreu um atraso de aproximadamente duas décadas antes de dedicar atenção significativa aos seus escritos e materiais, e principalmente qual seria a estratégia usada por Keynes durante boa parte de sua vida como investidor na Bolsa?

Keynes investiu em diversos mercados, como moedas, *commodities* e de reservas, e, em quase todos os mercados em que atuou, teve uma forte participação e elaborou diversas estratégias tendo como fim “prever” o comporta-

mento e as diversas possíveis trajetórias em que os participantes desses mercados poderiam tomar. Após 1930, como destacado nos trabalhos de Marcuzzo (2012) e Chambers & Kabiri (2016), o portfólio de investimentos nos mercados financeiros de Keynes era bastante variado, mas com forte preferência para ativos com algum grau de cobertura e segurança no longo prazo. Isso aproximou Keynes de uma estratégia de investimento semelhante à atual “análise de mercado fundamentalista”, que ele adotou.

Apesar de possuir um portfólio de investimento bem variado e preferir um certo grau de segurança, foi de pleno conhecimento que Keynes até 1930 adotou por diversos momentos uma estratégia bem diferente daquela vista após 1930. Antes disso, Keynes tentou analisar os mercados tendo como foco algum tipo de padrão, no qual o comportamento das ações dos investidores e dos ativos financeiros obedecia a um tipo de “ciclo” no qual estariam alinhadas a disponibilidade de crédito e variáveis macroeconômicas, como taxa de juros e câmbio, que poderiam ser uma estratégia do tipo *top-down* (Woods, 2013).

No entanto, após os anos 1930, as práticas especulativas de Keynes sofreram uma forte mudança, pois o autor deixou de tentar antecipar trajetórias e entender o fluxo especulativo, e passou a se ater à análise segmentada do mercado, em especial aos de *commodities*, automobilísticos e mineração; setores menos favorecidos com ações em baixa, mas com fortes indicadores de alta no longo prazo, estratégia semelhante à atual prática de “investimento em valor” ou fundamentalista, muito próximo a Graham, outro economista e investidor de seu tempo (Fantacci et al., 2010; Woods, 2018).

Desse modo, o presente estudo busca responder às seguintes questões:

- Seria a estratégia de investimento utilizada por Keynes após a Grande Depressão dos anos 1930 “fundamentalista” com base no *investimento em valor*?
- Se sim, quais são as evidências e os elementos que nos possibilitam tecer tais afirmações?
- Quais foram os resultados econômicos e financeiros concretos obtidos pelo autor a partir dessa adoção?

Sendo assim, o presente estudo encontra-se estruturado por mais quatro tópicos; no segundo tópico serão brevemente apresentados os antecedentes históricos e as estratégias anteriores apreçadas por Keynes. No terceiro, expomos os elementos técnicos das análises fundamentalista e do investimento em valor, tecendo algumas pontes entre as duas estratégias e as similaridades

entre Graham e Dodd (1934) e Keynes, a partir dos estudos de Woods (2013, 2018). Depois, inserimos as estratégias de investimento em ações de Keynes nos mercados financeiros, tecendo as semelhanças e apontando os resultados e a evolução patrimonial obtida pelo autor; e, por fim, concluímos o presente estudo.

# 1

## ANTECEDENTES, ESTRATÉGIAS E A HERANÇA DE INVESTIMENTO DE KEYNES

Keynes, além de teórico, foi um exímio especulador na Bolsa de Valores. No entanto, sua carreira acadêmica, assim como a de especulador financeiro, não obedeceu a uma trajetória linear, tendo ocorrido mudanças drásticas ao longo de sua vida. Essas mudanças aconteceram, segundo Skindsky (2016), em virtude de um conjunto de experiências pessoais e profissionais que foram desde a gestão e o aconselhamento de fundos e a atuação especulativa até os eventos históricos (Primeira Guerra Mundial), nos quais atuou e teve forte presença, além das perdas com a crise de 1929 e a Segunda Guerra Mundial (1939-1945).

Chambers e Kabiri (2016) destacam que Keynes era um investidor inovador, pois foi um dos primeiros a explorar o novo mercado de câmbio “a termo” quando fez especulações em moedas para si mesmo. No King’s College, em Cambridge, ele fez uma alocação substancial em ações ordinárias do Reino Unido para a dotação, enquanto outras faculdades de Oxbridge mantiveram títulos e propriedades.

Ao tomarmos os CWK, notamos que Keynes (1978c, p. 109) deu à institucionalidade e às “convenções” papel central em sua concepção de estratégias de investimento nos mercados financeiros. Assim, quando se trata das estratégias de investimento em Keynes, podemos dividir em dois pontos. O primeiro, essencialmente keynesiano, refere-se à concepção de realidade, central ao capítulo 12 de *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*, que foi mais bem capturado em seu artigo de 1937 publicado no periódico *The Quarterly Journal of Economics*, “The general theory of employment”, e usou a distinção feita por ele e posteriormente atribuída a Knight (2013) entre risco e incerteza. O segundo refere-se às questões futuras de que não existirá uma base científica para formar qualquer possibilidade de cálculo das probabilidades sobre as incertezas.

Diante da incerteza, os indivíduos podem supor inicialmente que o presente seja um guia aceitável para o futuro ou então que o estado de opinião existente expresso nos preços se baseou em um resumo correto das perspectivas futuras, e isso lhes permite “recuar no julgamento do resto do mundo que talvez esteja mais bem informado”. Assim, os mercados de ativos líquidos permitem que a maioria dos indivíduos chegue a um acordo incerto, assumindo o “julgamento por convenção” que fora citado por Keynes.

A segunda, também formulada de maneira diferente por Graham (2016), segue da natureza de uma avaliação convencional que, como Keynes (2017, p. 154) argumentou, “é responsável mudar violentamente como resultado de uma súbita flutuação de opinião”.

Essa instabilidade induziu a maioria dos participantes a concentrar-se em mudanças de curto prazo no ânimo do mercado e não nas perspectivas de longo prazo de suas propriedades. Isso levou Keynes à distinção de *especulação* – “a atividade de prever a psicologia do mercado” e “a atividade de prever as perspectivas de rendimento de ativos durante toda a sua vida” por parte das empresas; para Keynes, “o investimento” a partir da psicologia dos mercados foi a especulação, enquanto a perspectiva de “análise de rendimento de ativos durante toda a vida” seria sua nova abordagem de investimento de longo prazo, semelhante à própria “análise de investimento fundamentalista” de Keynes.

Outro ponto diz respeito à importância da *renda*. Em uma carta a F. C. Scott, em junho de 1938, Woods (2018, tradução nossa) informa o que Keynes observou: “os investidores modernos se concentram muito na valorização e depreciação do capital em geral; e muito pouco no rendimento imediato ou nas perspectivas futuras e no valor intrínseco”.

Woods (2018, tradução nossa), ao citar Keynes, também reforça: “eles (investidores) alegam, portanto, que a questão do rendimento não deve ser negligenciada”.

Essas duas citações destacam precisamente a inclinação de Keynes para a observação do *valor intrínseco* do capital adquirido e da manutenção desse ativo por um período suficiente para ocorrer um retorno lucrativo; também reforça quão atento o autor estava às “novas abordagens de investimento”. Não existem evidências acerca do conhecimento da parte de Keynes sobre Benjamin Graham, que publicou em 1934 sua mais consagrada obra *Security analysis* e inaugurou a abordagem fundamentalista de investimento.

Cristiano e Marcuzzo (2018) destacam que, mesmo após 72 anos da morte de Keynes, parte considerável do material sobre suas estratégias de investimento permanece sem grandes interesses, o que demonstra a omissão em

relação aos investimentos praticados por duas das principais instituições britânicas: Oxford e Cambridge. No caso de Cambridge, por se tratar da faculdade que Keynes administrou e na qual também lecionou, esperava-se um aprofundamento dos métodos keynesianos em gerenciamento de portfólios, e Oxford, haja vista a proximidade de alguma ressonância.

Os investimentos de Keynes tanto para si quanto para sua faculdade em Cambridge nos possibilitaram analisar algumas características que são cruciais para a nosso estudo sobre as similaridades entre a estratégia nos mercados e a análise fundamentalista, e ainda apontar seu uso, mesmo que involuntário, pelo autor; uma delas seria a preferência por se ater às ações no curto prazo visando ao longo prazo. A segunda seria uma análise holística sobre quais componentes exerceram alguma influência sobre o preço das ações, embora devesse particular atenção a algumas empresas e alguns setores específicos, entre os quais já detinha informações relevantes (Cristiano & Marcuzzo, 2018).

Mas essas mudanças tanto na prática quanto na análise estão atreladas às circunstâncias pós-crise de 1929. Ao se debruçar sobre a psicologia dos mercados, Keynes (1978d) deixou de lado sua antiga análise externa baseada no comercial e crédito, na qual os mercados estariam ligados à disponibilidade de crédito, poupança e inovações, ou seja, ele passa a se ater ao papel que as próprias convenções podem exercer sobre os investimentos (Woods, 2013, p. 425).

Assim, ao expressar no capítulo 12 da *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda* sua visão sobre a psicologia econômica dos investidores, Keynes (2017) estaria exercitando sua análise particular dos fundamentos que atrelam o investimento financeiro às motivações e emoções dos *players* nesses mercados, o que é ressaltado por Dow (2010). Essas motivações, dentro do circuito econômico global e agregado, seriam fatores importantes para crises e depressões. Isso fica bem evidente em um memorando de Keynes (1978c, p. 106) para a Provincial Insurance Company em 7 de março de 1938:

*In fact the chief lesson I draw from the above results is the opposite of what I set out to show when, what is now nearly 20 years ago, I first persuaded the College to invest in ordinary shares. At that time I believed that profit could be made by what was called a credit cycle policy, namely by holding such shares in slumps and disposing of them in booms; and we purchased an industrial index including a small holding in an outstanding share in each leading industry.*

## 2

# ASPECTOS DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA NOS MERCADOS FINANCEIROS

A análise fundamentalista dos mercados consiste em um conjunto de estratégias que visam assegurar o maior retorno de um investimento em valor observando todas as características de um mercado por meio dos fundamentos que alicerçam o patrimônio das empresas na Bolsa, a saber: análise da margem, risco e retorno sobre determinada ação, de modo a tentar identificar quais desses ativos estão sendo vendidos a preços mais baixos (subvalorizados), mantê-los até que o preço esteja competitivo e assegurar que para cada investimento apregoado haverá sempre algum grau de *hedge* ou cobertura (Walter, 1974).

Quando empregamos a técnica fundamentalista, precisamos distingui-la da “análise técnica dos mercados” que consiste na análise dos investimentos a partir de tendências que as ações tomam conforme seus preços oscilam graficamente por meio da oferta e demanda desses ativos, levando essa análise a ser conhecida como “análise gráfica”, na qual o investidor toma sua decisão tentando antecipar movimentos especulativos e se atendo a oscilações e “novidades inesperadas”.

Diferentemente da análise técnica, a análise fundamentalista parte de um estudo detalhado do valor que uma ação tem. Para tanto, observam-se o balanço e as demonstrações contábeis das empresas, e emprega-se um índice comparativo entre o diferencial do valor da ação e o lucro que a empresa detentora da ação proporciona (Graham, 2016).

A análise fundamentalista, além de se atentar ao estudo contábil das empresas nas quais busca-se adquirir alguma ação, tem como objetivo estabelecer critérios sólidos de comparação entre os ativos das empresas disponíveis no mercado, estendendo sua análise a todo o ambiente de negócios, que vai desde o plano financeiro-econômico até as variáveis exógenas, como a política institucional e a ambiental.

Por se tratar de uma análise baseada em estudos, técnicas e índices, a visão fundamentalista se atém mais ao *valor da ação* nos médio e longo prazos do que ao seu preço. Para que seja possível a realização desse estudo pelos investidores fundamentalistas, é condição *sine qua non* o acesso às informações tanto contábeis como do ambiente de negócio, conforme Santiago (2019) destaca.

Podemos ilustrar bem o procedimento de uma análise de mercado fundamentalista nos atendo a três momentos. O primeiro momento refere-se ao acesso às informações, em que o investidor (especulador) inicia a análise. No segundo momento, conforme Buffett e Loomis (2001) descreve, emprega-se uma análise criteriosa entre o fluxo de caixa de estoques das empresas, de modo a avaliar a razão entre o valor e o preço (P/L) de um ativo ao longo de uma série histórica e atribuir a eles valores mensuráveis em que será feito um desconto dos lucros que incluem os dividendos e os ganhos gerados. Isso implicará um prêmio de risco, atrelado às compras de ações ordinárias dessas empresas. O terceiro momento consiste em avaliar todos os cenários possíveis no momento da compra da ação, pois, além da informação, também deve partir da capacidade do especulador de intuir sobre todas as probabilidades e os riscos (Buffett & Loomis, 2001).

Conforme Santiago (2019) apresenta em seu livro, se tomarmos a análise com aspectos bem criteriosos a partir de “indicadores”, será possível distinguir dois tipos de análise fundamentalista: a primeira se daria sobre o balanço das empresas e a segunda sobre o mercado. Quando tratamos do balanço das empresas, estamos trabalhando com um conjunto de indicadores sobre a própria solvência da empresa: 1. valor patrimonial por ação (VPA); 2. margem líquida; 3. rentabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL); e 4. lucro por ação (LPA).

O VPA indicará o valor da ação da empresa em relação ao seu patrimônio total, e esse indicador será utilizado para medir o valor distribuído entre os acionistas de acordo com seu patrimônio. A margem líquida será o percentual da receita da empresa que vai virar lucro líquido (que desconta as operações para a fabricação dos produtos), e essa maneira será recomendada quando se analisam e se comparam empresas do mesmo segmento.

O RPL vai levar em consideração o lucro líquido e o seu patrimônio líquido, e, nesse caso, considerará apenas variáveis financeiras da empresa, ou seja, o RPL será o indicador que vai mensurar a eficiência das empresas de diferentes setores. O LPA toma como referência a razão entre o lucro da empresa por ação, e, nesse caso, será levado em consideração o lucro gerado pela empresa sobre a quantidade de ações (ordinárias) disponíveis no mercado. Esse indicador ajuda o investidor a se ater ao preço do ativo em relação à sua oferta.

O mercado lida com dois dos mais reconhecidos indicadores da análise fundamentalista: 1. razão P/L (preço sobre o lucro) e 2. relação preço e venda (*price sales ratio* – PSR – tradução nossa). A relação P/L tornou-se a mais conhecida entre os investidores fundamentalistas, pois leva em consideração o

tempo de retorno do valor investido, o preço atual e o lucro, em que o investidor pode estimar quanto ele poderá ser remunerado comprando aquela ação somente pelo lucro. O PSR, diferentemente da relação P/L, não leva em conta o lucro gerado pela empresa, aqui o investidor observará a cotação (preço) e a receita, na qual será gerado um intervalo que compreende de 0 a 1, onde o 1 será o indicador mais satisfatório (Santiago, 2019).

### 3

## A ESTRATÉGIA KEYNESIANA DE INVESTIMENTOS E A ANÁLISE “FUNDAMENTALISTA” DO INVESTIMENTO EM VALOR DE GRAHAM

Benjamin Graham foi um dos mais proeminentes investidores financeiros do século XX. Suas recomendações e estratégias escritas e condensadas no livro *Security analysis*, de 1934, são ensinadas até os dias atuais, influenciando diversos outros investidores, entre eles Warren Buffett. Embora Benjamin Graham seja comumente associado à análise fundamentalista por ter elaborado um conjunto de técnicas de investimento de valor em ativos e ações, cujas operações encontravam-se em baixa. Graham e Dodd (1934) estabelecem não somente a base intelectual para o investimento em valor, mas também uma “filosofia básica” de como investir em títulos subvalorizados que estão sendo vendidos bem abaixo do valor intrínseco.

O valor intrínseco de um título é, por sua vez, o valor que pode ser justificado pela empresa emissora de ganhos, dividendos, ativos e outras informações das demonstrações financeiras. Embora Graham e Dodd (1934) não tenham usado essa expressão, boa parte de suas recomendações práticas estavam alinhadas à capacidade de análise e leitura dos agentes sobre o mercado com base nessas premissas.

Com forte proximidade, sem, no entanto, existir alguma evidência que tivesse alguma influência de Graham, a abordagem keynesiana priorizou, de igual forma, o investimento em mercados segmentados, cujo investidor tivesse algum conhecimento sobre as ações das empresas pretendidas. Assim, o portfólio selecionado deveria levar em conta, além do preço “subvalorizado”, o “valor” e a capacidade de solvência no longo prazo. Além dessas características em comum, as visões de ambos os autores se mostram alinhadas ao tratar da questão da *incerteza nos mercados de ações* (Woods, 2013).

Woods (2013) pontua bem as similaridades e diferenças entre Keynes e Graham; o primeiro fora um teórico e acadêmico em processo de ruptura com as antigas teorias clássicas e com forte presença no debate público, enquanto o segundo, apesar de acadêmico, tinha a atenção voltada com mais afinco ao mercado financeiro.

Inicialmente, os memorandos e as cartas de Keynes em grande medida foram aconselhamentos para a diretoria de fundos e corretoras, nas quais foi sócio e parceiro. Tanto em nível acadêmico quanto profissional, o processo de ruptura das antigas concepções e estratégias eram notáveis. Conforme Woods (2013) destaca bem, as vicissitudes encaradas pelo ambiente de negócios de Keynes refletiram em grande medida suas novas estratégias de investimentos e gerenciamento de portfólios e influenciaram um dos grandes problemas teóricos que, de igual maneira, estava presente em *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*: o risco e a incerteza nas práxis financeiras e seus desdobramentos globais.

Assim, Woods (2018) pontua que a abordagem keynesiana se mostra diferente da tradicional análise financeira corrente (compra e venda em curto prazo) por levar em consideração alguns aspectos que são fundamentais para a compreensão da aplicabilidade do gerenciamento de portfólios na solução do *princípio de incerteza: aspectos comportamentais e inerentes*. Também podemos observar que os mesmos aspectos que se encontram presentes na compreensão da incerteza em Keynes são observados em Graham e Dodd (1934).

O primeiro aspecto incluso na abordagem de Keynes-Graham foi o *comportamento dos agentes diante da incerteza*. Questões comportamentais são marcas do sistema financeiro altamente volúvel e inconstante; assim, no capítulo 12 de *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*, Keynes (2017), visando ao entendimento do que levava a atenuar os efeitos de turbulências financeira, inseriu as figuras das convenções que objetivam o “pastoreio” dos movimentos oscilantes. No entanto, a ideia de “pastorear”, por sua vez, põe imediatamente em causa uma justificativa para a livre atuação dos agentes nos mercados por não existir arbitragem perfeita.

Assim, Keynes aponta que, por falta de informação e não confiando em seu julgamento diante da incerteza, os agentes preferem recorrer ao consenso, que, em muitos casos, seria criado a partir de análises de grupos de especialistas, que deveriam agir como árbitros. Porém, eles estariam mais concentrados em fazer “previsões” de curto prazo, baseados em tendências convencionais, enquanto paradoxalmente o “agente médio” do mercado estaria interessado numa análise mais detalhada sobre o ciclo do investimento ao longo do tempo (Keynes, 1978d, p. 84).

Woods (2018, p. 15) diz que Keynes descreveu a operação dos mercados de ativos como uma “batalha de inteligência para antecipar com base na avaliação convencional daqui a alguns meses em vez do rendimento prospectivo investimento em longo prazo”; comparando o famoso portfólio de gestão para “*The Game Snap, Old Maid, of Musical Chairs*” antes de mudar a metáfora para as competições de jornais em que o vencedor seria aquele cuja escolha dos rostos mais bonitos correspondia mais de perto à escolha média de todos os concorrentes.

Se os mercados de ativos são eficientes por meio de arbitragem de uma grande proporção de participantes, ou seja, o investidor privado médio e os profissionais especializados que participem de pastagens, ocorreria um caso primordial em que: a arbitragem é limitada e, por sua vez, põe em causa a noção de eficiência do mercado; ainda que existisse um número suficiente de indivíduos qualificados para fazer predominar sua influência sobre os jogadores.

Keynes (1978d) argumentou que existiam muitos fatores comprometendo a predominância desses indivíduos em mercados de investimentos modernos, incluindo *Intelligence*, precisaria de mais inteligência para derrotar as forças do tempo e nossa ignorância no futuro do que bater na arma; *natureza* humana. Que almeja resultados rápidos, assim o jogo do investimento profissional é intoleravelmente exigente para qualquer pessoa que é totalmente isenta do instinto de jogar (uma referência precoce a desconto); *recursos* de um investidor que propõe ignorar as flutuações do mercado no curto prazo e necessidades maiores de recursos de segurança e não deva operar em uma escala tão grande, sendo tudo com dinheiro emprestado e *reputação*. Será na essência de seu comportamento que ele deverá ser excêntrico, não convencional e precipitado aos olhos da opinião média, a sabedoria ensina que seria melhor a reputação falhar convencionalmente do que ter sucesso não convencional.

Poucos especialistas operam no mercado de ações com fundos próprios, sabemos que esses participantes buscam assinaturas internacionais para a esmagadora proporção de capital sob sua administração, suas próprias assinaturas geralmente representam apenas um pequeno percentual. Também se destaca que o dinheiro não será emprestado, mas será gerenciado em nome de outros, induzindo problemas do agente *principal*. Assim, a capacidade dos especialistas de reter assinaturas existentes e atrair assinaturas adicionais depende da capacidade de produzir retornos satisfatórios no curto prazo e, em uma frase, bom desempenho passado. Portanto, existe um incentivo para os fundos de *hedge* evitarem posições muito instáveis mesmo que, em uma troca convencional de risco e retorno, ofereçam retornos atraentes (Woods, 2013).

Segundo Woods (2018), existem alguns aspectos que são inerentes à análise de investimento de Keynes e subjacentes à “abordagem keynesiana”; assim o autor destaca os seguintes aspectos: *volatilidade*, *horizonte temporal*, *renda* e *diversificação*. Apesar de serem pontos conhecidos dentro da teorização convencional para uma melhor compreensão das estratégias de investimento, são dimensões mais que essenciais que também estão presentes em Graham e Dodd (1934).

A primeira dimensão refere-se à *volatilidade* que será assumida para a abordagem tradicional como uma variância do retorno de um ativo, ou seja, tomada como parte de um risco calculável que poderá ser evitado. Assim, os teóricos clássicos tomam “o problema do portfólio eficiente” sendo especificado como o “minimizador de risco esperado para um determinado nível de retorno esperado”. Na abordagem keynesiana, a volatilidade será tomada como parte do processo e “bem-vinda”.

Graham (2016, p. 108) acentua que o investidor médio é aquele que não gostaria de tirar proveito das flutuações do preço diário de mercado, como bem entender, e conclui:

Basicamente, o preço e as flutuações têm apenas um significado para o verdadeiro investidor. Eles fornecem à ele a oportunidade de comprar sabiamente quando os preços caem acentuadamente e vender sabiamente quando avançar muito.

O que estaria em consonância com a opinião de Keynes segundo Woods (2018), que destaca: “É em grande parte os preços que geram barganhas e incertezas em razão das flutuações que impedem que outras pessoas tirem vantagem sobre elas”.

O que temos aqui é uma conexão direta entre vários aspectos da abordagem keynesiana, a volatilidade dos preços que se configura como mudanças nas convenções dos investidores médios e para além disso; possibilita ganhos inesperados, além de proporcionar maior dinamismo das informações para educar o investidor médio como destaca Woods (2018): “a volatilidade dos preços dos ativos é em grande parte uma manifestação de mudanças na avaliação convencional”, o que seria o resultado de uma súbita flutuação de opinião em razão de fatores que realmente não fazem muita diferença para o rendimento potencial. Em outras palavras, a volatilidade do preço dos ativos

será o resultado do comportamento de rebanho, que resulta da tentativa de lidar com a incerteza em mercados líquidos por parte dos especuladores (Woods, 2018, p. 17).

O *horizonte temporal* é uma dimensão que conecta o presente e o futuro. Keynes toma o processo decisório e especulativo como atrelado ao horizonte temporal e principalmente como os “agentes principais” tentam antecipar as decisões, que em grande parte serão feitas em curto prazo e com base nas convenções. Graham e Dodd (1934) empregam o conceito da *margem de segurança* que será subjacente à noção de investimento e incorpora um horizonte de longo prazo, pois é somente dentro desse prazo que será razoável a espera para a diferença entre preço de mercado e o valor intrínseco.

Assim, o horizonte temporal incorpora as dimensões de curto e longo prazos, e isso possibilita observar a diferença fundamental do conceito de investimento de Keynes-Graham, na qual o investimento será o produto de uma análise do potencial de rendimento no longo prazo, enquanto se obtêm nos mercados por meio das convenções e análises de curto prazo se enquadram como especulação (Woods, 2018).

O terceiro ponto que podemos destacar é a *renda*, ou os ganhos obtidos; tanto para Keynes (2017, 1978c, 1978d) como para Graham (2016), a componente renda será o fim em si da busca de melhores ações no mercado. A componente renda, por estar atrelada à possibilidade de retorno, será entendida como parte essencial da taxa de juros. Keynes (1978d, p. 84) empregou o conceito de renda em seus investimentos enquanto gerenciou os fundos do King College e quando realizou ordens de compra e venda privadas.

A renda mais uma vez torna-se um ponto em comum entre a prática de investidor de Keynes e Graham e a aplicabilidade do gerenciamento de portfólio, que em si diferencia esse ponto da visão ortodoxa e não toma a renda como parte da análise de investimento; um mercado eficiente será definido em termos das propriedades estatísticas do preço do ativo e não do retorno total: mesmo que o preço possa ser representado como o valor presente descontado de infinitas séries de dividendos futuros esperados, a formalização alternativa pode muito bem ser considerada um efeito subliminar.

A quarta dimensão será a *diversificação de ações*. Segundo Woods (2018), a concepção de diversificação de Keynes” complementou a de Graham porque ele a baseou diretamente no conhecimento de valores mobiliários, como deixou claro em seu memorando de março de 1938 para a Companhia Provincial de Seguros. A Companhia Provincial de Seguros realizou um número

muito maior de títulos do que os da King, mas sua unidade média de investimento era praticamente a mesma. Isso levou Keynes a observar que a Companhia Provincial de Seguros detém de 50 a 100 títulos sobre os quais nenhum dos membros do conselho sabe muito. O próprio autor reconheceu que dos 200 que se tenta seguir mais ou menos, provavelmente há menos de 50 em todas as classes sobre as quais, a qualquer dado tempo, sente-se realmente entusiasmado.

## 4

### ANÁLISE FUNDAMENTALISTA KEYNESIANA PÓS-1930: ALGUMAS EVIDÊNCIAS

Conforme Woods (2013) destaca, a similaridade entre as estratégias de Keynes e Graham são bem evidentes, e, embora haja pontos de discordâncias, não podemos descartar a possibilidade de uma influência direta de Graham sobre o autor; no entanto, assumimos que os pontos de concordâncias entre os métodos de gerenciamento de portfólio de ambos são bastante similares e com fortes indícios de que Keynes, embora não tenha mencionado, compartilhava as principais características da análise fundamentalista no período pós-1930, a saber: 1. a observância de uma margem de segurança e no valor intrínseco de seus investimentos; 2. foco numa análise dos balanços e demonstrativos de rentabilidades das empresas com o horizonte de médio e longo prazos; 3. análise histórica do desempenho das empresas e dos novos negócios a qual operava; 4. atenção às variáveis macroeconômicas (taxas de câmbio e juros) e conjunturais (políticos e sociais); 5. diversificação das ações para pulverizar o risco.

Ao analisarmos os investimentos de Keynes no mercado financeiro em seus primeiros anos, de 1910 a 1930, percebemos a existência de uma enorme cota dos seus investimentos destinada às *commodities* agrícolas, como o trigo e milho, além do setor mineral, principalmente cobre, estanho e chumbo; Keynes detinha ações de mineradoras norte-americanas de ouro e diamante, e de empresas de refino e mineração para a produção de óleo de parafina.

Essas operações de Keynes não se destacavam somente nas Bolsas de Londres e Wall Street, mas também em inúmeros mercados com uma gama de diferentes mercadorias que foram negociadas por meio de contratos futuros. As grandes variações nos preços das mercadorias negociadas, após os anos

1920, possibilitou a Keynes (1978d, p. 4) *diversificar* ainda mais e expandir seu portfólio adentrando os mercados especulativos de moedas com a venda descoberta de moedas como coroas norueguesas e dinamarquesas, dólar norte-americano e rupias indianas.

A predisposição de Keynes em agir nos mercados futuros será em grande parte ressaltada por Fantacci et al. (2012) e Marcuzzo (2012) em razão da forma como Keynes percebia o papel do especulador na organização dos mercados financeiros como o de um portador de riscos, ou seja, fornece um seguro contra mudanças inesperadas de preço em troca de uma remuneração predeterminada. No entanto, não se trata apenas de manter uma longa posição no mercado, mas também de um ganho excedente em mercado garantido.

De fato, o especulador ganhará apenas se estiver bem-informado sobre as condições do mercado, como a oferta, demanda e novas produções para mercadorias relevantes, uma vez que isso será a base na qual se configura esse movimento, condições percebidas tanto em Keynes como em Graham em seu *Security analysis*.

Para que possamos estabelecer como operava a “análise fundamentalista” de Keynes após 1930, precisamos observar seus primeiros registros como especulador na Bolsa; que datam de 6 de julho de 1905 quando o autor adquiriu quatro ações da Marine Insurance Company. Após 1910, notamos uma visível mudança em seu portfólio de investimentos; conforme sua renda aumentava, adquiriu ações da US Steel (Keynes, 1978d, p.4); nesse período, as atividades de negociação foram limitadas a compras de títulos adicionais no mesmo dia.

No entanto, somente após 1919, Keynes (1978d, p. 2) passou a operar em maior escala nos mercados financeiros, atuando como tesoureiro do King's College, em Cambridge; presidente da National Mutual Life Assurance Society (1921-1938); diretor da Provincial Insurance Company; diretor de fundos de investimento, como a Independent Investment Company (1923-1946), o AD Investment Trust (1921-1927) e a PR Finance Company (1924-1936) na qual foi presidente de 1932 a 1936. A Tabela 1 ilustra bem a evolução patrimonial de Keynes ao longo de sua vida desde 1910, com destaque para o período pós-1930, em especial a partir de 1933.

**Tabela 1**

*Renda de Keynes em milhares de libra por anos fiscais, de 1910 a 5 de abril de 1946*

Ano	Total
1910	730
1911	769
1912	910
1913	991
1914	1.072
1915	1.279
1916	1.358
1917	1.390
1918	1.802
1919	5.156
1920	3.935
1921	3.794
1922	5.929
1923	4.414
1924	5.963
1925	5.523
1926	6.648
1927	5.558
1928	3.764
1929	3.725
1930	4.502
1931	6.420
1932	5.447
1933	7.750
1934	6.525
1935	6.552
1936	15.194
1937	18.801
1938	6.192
1939	10.080
1940	11.774

(continua)

### Tabela 1

#### Renda de Keynes em milhares de libra por anos fiscais, de 1910 a 5 de abril de 1946 (conclusão)

Ano	Total
1941	14.353
1942	12.657
1943	13.302
1944	14.392
1945	11.801

Fonte: Keynes (1978d, p. 6).<sup>1</sup>

Em seus primeiros anos como investidor, Keynes se concentrava na especulação cambial; a compra e venda de moedas nesse período ocupou boa parte de seu portfólio. Sobre a especulação cambial, Accominotti e Chambers (2016) enfatizam que Keynes negociou de forma ativa nas décadas de 1920 e 1930, começou com uma posição bruta acumulada obtida pela soma do valor de mercado de suas posições longas e curtas em todas as moedas estrangeiras e em libras esterlinas no final de cada mês, de agosto de 1919 a março de 1939. Sua posição flutuou entre zero e £ 100.000 ao longo de 1919-1927, atingindo o pico em agosto de 1923. Ele parou de negociar completamente em maio de 1927 e retornou ao mercado apenas em outubro de 1932 (Accominotti & Chambers, 2016, p. 21).

Com sua saída do Tesouro britânico, Keynes tornou-se muito mais ativo nos mercados financeiros. Em muitas de suas atividades, iniciadas imediatamente após a guerra em 1914 e durante a maior parte das décadas seguintes, Keynes esteve intimamente associado a O. T. Falk, seu ex-colega da Divisão A do Tesouro que era sócio em Buckmaster e Moore, os corretores da Bolsa de Londres. No entanto, as atividades de Keynes (1978d) eram por conta própria, e ele começou sua carreira como especulador em agosto de 1919, por meio da especulação em *commodities*.

1 A fonte da tabela são os cálculos de impostos do próprio Keynes nos documentos do autor, assim como de informações retiradas de jornais, o que também inclui receitas de palestras, bolsa de estudos, exames, Royal Economic Society, livros, artigos e sua posição como tesoureiro do King's College, em Cambridge, ressaltados em Keynes (1978d, p. 6).

Falk exerceu importante influência sobre Keynes nos negócios e também foi quem conseguiu um assento na diretoria da Mutual, e, embora tivessem fortes discordâncias sobre investimentos, compartilhavam diversos pontos em comum, em especial a atenção ao ambiente de negócios macroeconômicos e às suas variáveis (juros, inflação etc.). Com base nessas observações, Falk realizava investimentos agressivos no que ele denominava de “investimento ativo”, em que o investidor deveria ter a maior discricionariedade possível no momento em que tomava suas decisões (Millmow, 2012, p. 403).

As atenções de Keynes para variáveis macroeconômicas são bem evidentes desde o começo de suas ações como investidor na Bolsa de Valores. Sicsú (2020) salienta que, embora não haja grandes concordâncias sobre se o autor operou a partir de uma análise *top-down* ou *bottom-up*, é quase consenso entre os pesquisadores sobre as estratégias e a vida financeira de Keynes que houve uma mudança a partir de 1930. Em grande medida, essas mudanças decorreram de mudanças de pessoas em sua visão de negócios ou até no ambiente de negócios; seja qual ou quais foram as razões, é fato que tal mudança se deu diante de uma tendência de perdas e de posterior aumento de sua renda pessoal.

No começo da década de 1920, Keynes expande suas atividades como especulador adentrando principalmente o mercado de câmbio e elevando suas participações na compra de *commodities* por meio de contratos futuros, e ele estava empolgado com a possibilidades de ganhos nesse novo mercado, o que é evidenciado em cartas destinadas a Ernest Cassel (Keynes, 1978d, p. 7).

Embora os problemas de Keynes com *commodities* fossem menos sérios durante 1929, sua posição de empréstimo e sua necessidade de *hedge* muitas vezes o deixavam preocupado; suas vendas líquidas mais pesadas ocorreram nos meses em que sua cobertura era inadequada. Apenas no final do ano, conseguiu vender bastante em um mercado em queda, o que lhe trouxe ganhos de capital substanciais ao longo do ano como um todo.

Suas vendas deixaram um pouco a carteira equilibrada, dominada por sua grande participação de ações na Austin Motor Car Company, cuja queda de 21 anos, a 125 durante 1928 e a 5 em 1929, afetou de forma marcante seus resultados gerais de investimento, já que ele detinha dez mil ações em janeiro de 1928. Por outro lado, a sua recuperação em 1930-1935, em abril, quando Keynes vendeu 2.000 ações, e para 28s. 3d. no final do ano, teve o efeito oposto (Keynes, 1978d, p. 17).

Quando o mercado se recuperou durante os primeiros meses de 1930, em abril desse mesmo ano, Keynes voltou a atuar como comprador e vendedor de pequena escala. Esse revezamento após 1930 se deu pelo caráter reativo dos

mercados naquele ano; uma análise mais detalhada aponta que Keynes se ateu naquele ano a investigar de forma mais específica os balanços, além de se lançar em atividades administrativas.

A partir de 13 de outubro de 1930, suas atividades comerciais praticamente cessaram: a soma de todas as suas transações entre essa data e 23 de setembro de 1931 chegou a apenas £ 2.676. Provavelmente, os melhores motivos para essa falta de atividades apareceram em um curto memorando que preparou para o conselho da National Mutual em fevereiro (Keynes, 1978d, p. 17).

A diversificação dos portfólios de investimentos de Keynes também refletiu sua tendência em se ater *detalhadamente* às avaliações do mercado e dos fundos que administrava. Um ponto a ser destacado foi a sua visão de *segurança das ações* pelo intervalo necessário para a recuperação do seu valor, como um caso bem ilustrado que ocorreu em 1937-1938 enquanto esteve associado à National Mutual; em carta direcionada a um dos diretores F. M. Curzon que pedia a liquidação de algumas ações que se encontravam com preços muito baixos (Keynes, 1978d, p. 37):

*I do not believe that selling at very low prices is a remedy for having failed to sell at high ones. The criticism, if any, to which we are open is not having sold more prior to last August. In the light of after events, it would clearly have been advantageous to do so. But even now, looking back, I think it would have required abnormal foresight to act otherwise [...].*

É perceptível quanto Keynes se ateu a uma abordagem de investimento olhando para um horizonte no longo prazo, e foi nesse ponto que se deparou com o *valor intrínseco* da ação, em vez de somente seu preço. Woods (2013) mencionou o uso do conceito de valor intrínseco por parte de Keynes, ao destacá-lo como componente essencial do empreendimento. Isso também leva a outro ponto fundamental da “análise fundamentalista keynesiana”, como algumas recomendações de Keynes como na carta destinada a F. N. Curzon datada do dia 18 de março de 1938, que mais uma vez ressalta a importância do valor intrínseco da ação e das perspectivas de retorno no longo prazo.

Keynes (1978d, p. 37) segue sua declaração apontando por que o investidor não poderia se desfazer tão rapidamente de seu portfólio sem se ater às razões pelas quais se avaliaram a compra e a referida segurança patrimonial em sua manutenção:

*[...] I feel no shame at being found still owning a share when the bottom of the market comes. I do not think it is the business, farless the duty, of an institutional or any other serious investor to be constantly considering whether he should cut and run on a falling market, or to feel himself open to blame if shares depreciate on his hands [...].*

Mesmo com a insistência de Keynes para que seus pares na diretoria da National Mutual mantivessem as ações frisando as considerações e a necessidade de se ater às condições do mercado para além do curto prazo. No início de 1938, Keynes (1978d, p. 40) deixa de fazer parte da diretoria da National Mutual, e parte dessa situação foi por conta da resistência de um dos seus sócios, Curzon:

*An investor is aiming, or should be aiming primarily at long-period results, and should be solely judged by these. The fact of holding shares which have fallen in a general decline of the market proves nothing and should not be a subject of reproach. It should certainly not be an argument for unloading when the market is least able to support such action.*

Com a saída de Keynes da diretoria da Mutual, o autor passou a se ater aos próprios investimentos pessoais e ao aconselhamento para governos e empresas. Foi a partir da mudança de comportamento em meados de 1930 que a abordagem de Keynes se aproximou cada vez mais a de Graham, tanto em seus aspectos comportamentais quanto pela aproximação da noção de incerteza, cujos pontos foram bem destacados em vários trechos pela carta que fora enviada a F. C. Scott em 5 de fevereiro, que tratava das ações das empresas mineradoras e da crença de seu interlocutor sobre as operações em baixa nesse mercado (Keynes, 1978d, p. 52):

*My own belief is that it is a very big event, and the notion that it is a spurious thing worked up by the big mining houses is surely absurd. Also this is not in the least like an ordinary mining proposition where one is speculating as to what will come out of the hole in the ground. The element of uncertainty in this case is solely a question of the exchange and of the division of profits. But that there is a large increment of profit on any reasonable anticipation I have no doubt.*

Após enviar essa carta a F. C. Scott em resposta à carta enviada em 8 de fevereiro de 1930, Keynes indicou as razões pelas quais pretendia manter participação no mercado de mineração (no caso de ações da Union Corporation), ficando ainda mais clara sua preocupação na diversificação, na margem de segurança, na capacidade de solvência das ações ordinárias e nas garantias das empresas que atuam nesse ramo. Keynes (1978d, p. 55) irá frisar:

*My strong feeling in favour of retaining our holding in this is based on the following considerations: 1. 2,500 shares at 7 are worth £ 17,500, scarcely more than 1 per cent of our assets. It is also legitimate, I think, in this connection, to consider what a holding cost as well as what it might fetch and on this test the amount involved is less than £ 11,000, or less than 1 per cent of our assets. Thus I do not feel that the holding can be considered dangerously high in itself, if other factors favour it, and if the investment itself amounts to a spreading of risks.*

Keynes (1978d, p. 55) segue:

*The present market capitalisation of Union Corporation is more than £ 6,000,000, so that it is a very substantial concern. We are far from having our eggs all in one basket in as much as the Corporation controls at least six South African gold mines in addition to which it has substantial interests in the Rhodesian [...].*

A carta de Keynes a Scott segue destacando as razões de permanência e compra das ações da mineradora. Novamente, o autor se detém às informações e à inserção da empresa num contexto macroeconômico, no qual observou variáveis como: câmbio, bancos e certa intuição quanto à capacidade da empresa detentora das ações em manter e expandir seus mercados para além de uma análise histórica do desempenho da empresa e dos novos negócios em que operava com perspectivas de lucros futuros.

*The Corporation itself holds a substantial amount of shares in its companies, but it is primarily concerned, of course, in their financial and technical management, in which it has been outstandingly successful. In addition to this it does a considerable and growing banking, foreign exchange and stock*

*exchange business, partly in connection with its interest in gold and partly arising out of the fact that like all South African houses it is the 'shop', i.e., the principal jobber, for its own companies. In order to enable it to take advantage of banking and exchange business opportunities it has been accustomed to hold in cash and British Government securities a large sum – probably about £ 3,000,000 at the present time (Keynes, 1978d, p. 55).*

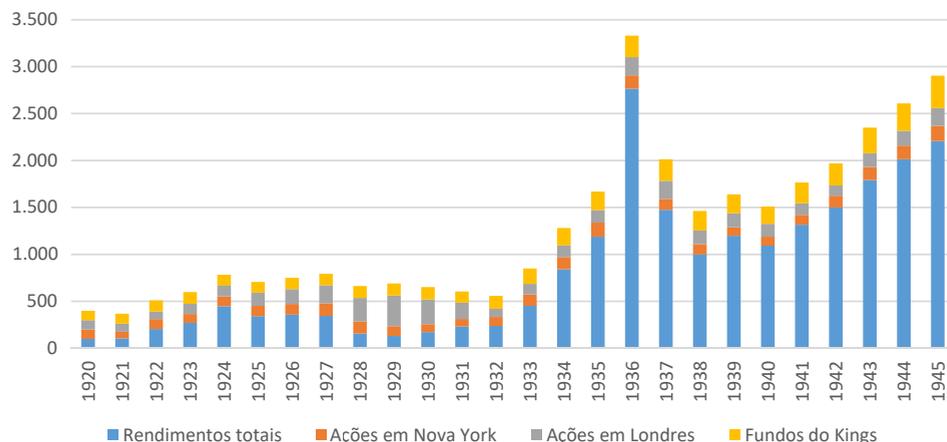
Foi bastante perceptível quanto Keynes atribuiu a seu método de investimento um forte teor “fundamentalista”. Porém, ele pontuou seu convencimento pessoal no método e na necessidade de concentrar investimentos significativos em algumas empresas mais bem destacadas, cuja capacidade de atuação no mercado se mostrava conhecida pelo investidor, questionando a noção de “pulverizar o risco” e efetuando investimentos em várias empresas sem maiores conhecimentos prévios (Keynes, 1978d, p. 55).

A diversificação dos investimentos em portfólios é um dos pontos nevrálgicos de divergência entre as abordagens de Graham e Keynes; o último reconhecia a necessidade de um “investimento limitado”, em poucas, mas bem-posicionadas, empresas em seus mercados que o investidor deveria se ater ao máximo de informações e conhecimento. O primeiro empregava uma visão mais abrangente, cuja diversificação do portfólio em empresas era compreendida como parte da estratégia de investimento ou a *margin de segurança* (Graham & Dodd, 1934; Graham, 2016)

Embora divergentes nesse ponto em específico, Keynes (1978d, 1978c) concorda em algum grau com Graham e Dodd (2016) sobre a diversificação e a necessidade de ampliar o horizonte de aplicação dos investimentos, saindo do curto para os médios e longos prazos. Essa visão, que o autor empregou na gestão dos fundos dos Kings e em suas demais recomendações políticas, foi bem destacada nos trabalhos de Marcuzzo (2012), Marcuzzo e Sanfilippo (2022), Fantacci et al. (2012), Fantacci et al. (2010) e Cristiano e Marcuzzo (2018). Como especulador cambial e de *commodities* nas Bolsas de Londres e Nova York, Keynes obteve excelentes resultados após 1933; o mesmo desempenho também é constatado no balanço dos seus rendimentos destacados na Gráfico 1.

### Gráfico 1

#### Resultados e ganhos em milhares de (£) por atividades financeiras de Keynes de 1920 a 1945



Fonte: Elaborada pelos autores com base em Keynes (1978d, p. 113).

Assim sendo, podemos concluir que, embora Keynes e Graham fossem contemporâneos e não tivessem se conhecido oficialmente, a semelhança entre as recomendações baseadas na *valuation* de Graham e as estratégias de investimento de Keynes pós-1933 são compatíveis. O que pode ser constatado em suas cartas direcionadas à diretoria da Mutual e em suas demais orientações para seus sócios (Keynes, 1978d). A conclusão a que chegamos é que, embora com algumas divergências, os resultados obtidos pelo autor após seu abandono da sua TCC (Teoria do Ciclo de Crédito) para uma “análise holística de longo prazo baseada no valor” são fortes indicativos de que Keynes, ao abandonar sua antiga estratégia baseada nos ciclos de crédito, baseou-se em uma nova semelhante à fundamentalista de Graham, o que aproxima ambos.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nas duas primeiras décadas do século XX, Keynes adotou uma estratégia visando à antecipação do comportamento dos mercados financeiros com base no ciclo de crédito; após os anos 1930, foi notável uma mudança no compor-

tamento especulativo de Keynes no pós-crise. Ainda que conservasse parte das ações e preferências de investimentos anteriores a 1930, como os investimentos em *commodities*, foi bastante perceptível uma mudança estratégica conforme o cenário se mostrava mais adverso aos antigos hábitos de investimento. Esse novo conjunto de estratégias se pautava por uma visão de longo prazo e pela capacidade do investidor em obter o máximo possível de informações sobre as empresas e ações compradas. Esse comportamento iria diluir o risco.

Assim como Keynes, Graham foi um importante autor e especulador no começo do século XX, além de um dos maiores expoentes nos investimentos financeiros de longo prazo. Graham preconizava que o bom investidor deveria se ater ao máximo de informações e à capacidade que as empresas detinham em solver suas ações, assim como a avaliação macroeconômica e conjuntural dos negócios nos quais atuava. Esse conjunto de pressupostos de Graham foram fundamentais para dar origem ao que veio a ser chamado de “estratégia de investimento fundamentalista” ou *investment valuation*.

Apesar de Keynes nunca ter mencionado Graham em seus escritos nem ter se baseado em alguma de suas recomendações, algumas semelhanças foram bastante notáveis entre as recomendações de investimento de Graham e a estratégia utilizada por Keynes no pós-crise, a saber: 1. a avaliação da capacidade de solvência das empresas com base em seus balanços financeiros; 2. a diversificação dos investimentos visando diluir os riscos; 3. uma visão de longo prazo das oportunidades de ganhos futuros, comprando ações na baixa e segurando-as ao máximo de tempo possível para que seu valor se tornasse atrativo; 4. uma visão “holística dos negócios”, buscando analisar cautelosamente o mercado e ambiente de negócios.

## WAS KEYNES' INVESTMENT STRATEGY FUNDAMENTALIST?

### Abstract

Keynes was one of the most prominent economic theorists of the 20th century. His analysis influenced several economists in the years following his death. It is known that most of the author's writings and theoretical formulations are directly

linked to his experiences as a financial speculator and manager of private investment funds. However, despite being recognized as an innovative author both in his writings and in his investment practices, the debate around the similarities between Keynes' investment strategies and current analysis techniques and evaluations in the financial market remains open. Would Keynes have employed, after the 1930s, a strategy of speculation and financial investment that was a precursor to modern fundamentalist market analysis? If so, what would have been the evidence that would indicate such a similarity? This article tries to answer and indicate possible ways to answer the question.

**Keywords:** financial market; fundamental analysis; Keynes; post-Keynesianism.

## Referências

- Accominotti, O., & Chambers, D. (2016). If you're so smart: John Maynard Keynes and currency speculation in the interwar years. *The Journal of Economic History*, 76(2), 342–386. <https://www.jstor.org/stable/43917289>
- Buffett, W., & Loomis, C. (2001, December 10). Warren Buffett on the stock market. *Fortune Magazine*. [https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2001/12/10/314691/](https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2001/12/10/314691/)
- Cavalli, N. et al. (2012). Keynes's speculation in the London tin market: 1921-1930'. In M. C. Marcuzzo (Ed.), *Speculation and regulation in commodity markets: The Keynesian approach in theory and practice* (pp. 57–78). Sapienza Università di Roma. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/44131/>
- Chambers, D., & Dimson, E. (2012). Keynes the stock market investor. [Unpublished manuscript]. Cambridge Judge Business School.
- Chambers, D., Dimson, E., & Foo, J. (2015). Keynes the stock market investor: A quantitative analysis. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 50(4), 843–868. <https://doi.org/10.1017/S0022109015000186>
- Chambers, D., & Kabiri, A. (2016). Keynes and Wall Street. *Business History Review*, 90(2), 301–328. <https://doi.org/10.1017/S0007680516000362>
- Cristiano, C., & Marcuzzo, M. C. (2018). John Maynard Keynes: The economist as investor. *Review of Keynesian Economics*, 6(2), 266–281. <https://doi.org/10.4337/roke.2018.02.09>
- Cristiano, C., Marcuzzo, M. C., & Sanfilippo, E. (s. d.). The coming of Keynes to Wall Street, 1931–1939. <https://www.ier.hit-u.ac.jp/extra/11.Cristiano.pdf>
- Dow, S. (2010). The psychology of financial markets: Keynes, Minsky and emotional finance. In D. B. Papadimitriou & L. R. Wray (Eds.), *The Elgar Companion to Hyman Minsky* (pp. 246–262). Edward Elgar. <http://hdl.handle.net/1893/22646>

Fantacci, L., Marcuzzo, M. C., Rosselli, A., & Sanfilippo, E. (2012). Speculation and buffer stocks: The legacy of Keynes and Kahn. *The European Journal of The History of Economic Thought*, 19(3), 453–473. <https://doi.org/10.1080/09672567.2010.501109>

Fantacci, L., Marcuzzo, M. C., & Sanfilippo, E. (2010). Speculation in commodities: Keynes' "practical acquaintance" with futures markets. *Journal of the History of Economic Thought*, 32(3), 397–418. <https://doi.org/10.1017/S1053837210000337>

Foresti, T., & Sanfilippo, E. (2012). An analysis of Keynes's investments in the wheat futures markets: 1925-1935. In M. C. Marcuzzo (Ed.), *Speculation and regulation in commodity markets: The Keynesian approach in theory and practice* (pp. 79–105). Sapienza Università di Roma. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/44131/>

Gazier, B. (2011). *John M. Keynes*. L&PM Pocket.

Graham, B. (2016). *O investidor inteligente*. Harper Collins Brasil.

Graham, B., & Dodd, D. L. (1934). *Security analysis*. McGraw-Hill.

Keynes, J. M. (1923). *A tract on monetary reform*. Macmillan.

Keynes, J. M. (1978a). Some special aspects of the credit cycle. In E. Johnson & D. Moggridge (Eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes* (pp. 263–273). Royal Economic Society. <https://doi.org/10.1017/UPO9781139520645.023>

Keynes, J. M. (1978b). An exercise in the pure theory of the credit cycle. In E. Johnson & D. Moggridge (Eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes* (pp. 274–292). Royal Economic Society. <https://doi.org/10.1017/UPO9781139520645.024>

Keynes, J. M. (1978c). Commodity policy. In E. Johnson & D. Moggridge (Eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes* (pp. 105–200). Royal Economic Society. <https://doi.org/10.1017/UPO9781139524216.005>

Keynes, J. M. (1978d). Keynes as an investor. In E. Johnson & D. Moggridge (Eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes* (pp. 1–113). Royal Economic Society. <https://doi.org/10.1017/UPO9781139524193.003>

Keynes, J. M. (1978e). The industrial circulation and the financial circulation. In E. Johnson & D. Moggridge (Eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes* (pp. 217–230). Royal Economic Society. <https://doi.org/10.1017/UPO9781139520645.019>

Keynes, J. M. (1978f). Changes due to investment factors. In E. Johnson & D. Moggridge (Eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes* (pp. 248–262). Royal Economic Society. <https://doi.org/10.1017/UPO9781139520645.022>

Keynes, J. M. (1978g). Positive suggestions for the future regulation of money (1923). In E. Johnson & D. Moggridge (Eds.), *The collected writings of John Maynard Keynes* (pp. 183–187). Royal Economic Society. <https://doi.org/10.1017/UPO9781139524162.021>

- Keynes, J. M. (2017). *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Saraiva Educação.
- Knight, F. (2013). *Risk, uncertainty and profit*. Vernon Press Titles in Economics.
- Kregel, J. A. (2010). Keynes influence on modern economics: Some overlooked contributions of Keynes's theory of finance and economic policy. In B. W. Bateman, T. Hirai, & M. C. Marcuzzo, *The return to Keynes* (pp. 241–256). <https://www.gbv.de/dms/zbw/606575995.pdf>
- Marcuzzo, M. C. (2012). *Speculation and regulation in commodity markets: The Keynesian approach in theory and practice*. Sapienza Univesità di Roma. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/44131/>
- Marcuzzo, M. C., & Sanfilippo, E. (2022). Keynes as a trader in commodity futures. In A. Arnon, M. C. Macuzzo, & A. Rosselli (Eds.), *Financial markets in perspective* (pp. 61–81). Springer.
- Millmow, A. (2012). Oswald Toynbee Falk: Keynes' model economist? *Journal of the History of Economic Thought*, 34(3), 397–410. <https://doi.org/10.1017/S1053837212000399>
- Moggridge, D. (1992). *Maynard Keynes: An economist's biography*. Routledge.
- Robertson, D. H. (1926). *Banking policy and the price level: An essay in the theory of the trade cycle*. PS King.
- Rosselli, A. (2017). Richard Kahn and the stabilization of commodity prices. *Journal of the History of Economic Thought*, 39(4), 483–501. <https://doi.org/10.1017/S1053837217000499>
- Sanfilippo, E. (2021). Keynes's trading on Wall Street: Did he follow the same behaviour when investing for himself and for King's? *Financial History Review*, 28(1), 1–25. <https://doi.org/10.1017/S0968565020000256>
- Santiago, H. (2019). *Análise fundamentalista: Avaliação de empresas para investimento em ações*. Capital e Valor.
- Sicsú, J. (2020). Keynes and Graham's intelligent investor. *Journal of Post Keynesian Economics*, 43(1), 139–166. <https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1713009>
- Skidelsky, R. (1983). *John Maynard Keynes: A biography*. Macmillan.
- Skidelsky, R. (1996). *Keynes*. Oxford University Press.
- Skidelsky, R. (2009). *Keynes: The return of the master*. Allen Lane.
- Walter, R. G. (1974). Análise fundamentalista e avaliação de títulos: Aspectos teóricos. *Revista de Administração de Empresas*, 14(1), 15–32. <https://doi.org/10.1590/S0034-75901974000100003>
- Wicksell, K. (1936). *Interest and prices: A study of the causes regulating the value of money*. Royal Economic Society.
- Woods, J. E. (2013). On Keynes as an investor. *Cambridge Journal of Economics*, 37(2), 423–442. <https://doi.org/10.1093/cje/bes061>
- Woods, J. E. (2018). J. M. Keynes' influence on institutional portfolio management. *Journal of Post Keynesian Economics*, 41(1), 56–82. <https://doi.org/10.1080/01603477.2017.1423232>