

Convenções em mercados financeiros e determinantes da liquidez

André Ribeiro Marques da Silva
Universidade Estadual de Campinas

David Dequech
Universidade Estadual de Campinas

Introdução

Discussões acerca das possíveis explicações para a dinâmica dos mercados financeiros são retomadas com intensidade diante de cenários turbulentos. Seja na pandemia de COVID-19, ou na grande crise iniciada em 2008 nos EUA, as ações dos agentes no que diz respeito às decisões de alocações de ativos passam a receber outras explicações, diferentes das convencionais. Esta pesquisa busca demonstrar como as instituições podem ser esclarecedoras a este respeito. Para isto, foi realizada a apresentação de diferentes contribuições teóricas, integradas coerentemente. Na primeira parte, foram realizadas discussões acerca da dinâmica dos níveis de preços na bolsa de valores e, por fim, foram analisados os determinantes institucionais da liquidez de um ativo.

Palavras-chave: mercados financeiros; convenções, liquidez.

Discussões

O primeiro autor analisado, Dequech (2013, 2017), auxilia a investigação a partir da definição do conceito de instituições e, por conseguinte, do conceito de convenções. Convenção diz respeito a um tipo de instituição (sistema socialmente compartilhado de regras de comportamento ou pensamento) disposto de duas propriedades definidoras. A primeira corresponde à conformidade com conformidade; a segunda diz respeito à arbitrariedade. Conformidade com conformidade é expressa da seguinte forma: “o fato de que outros adotaram uma convenção, ou de que se espera que irão adotá-la, desempenha um papel em levar alguém a também adotá-la, ao menos ao se comportar ou pensar conscientemente. Nesse sentido, uma convenção é seguida, ao menos em parte, porque outras pessoas a seguem ou se espera que a seguirão” (Dequech 2017, p. 1630).

Por sua vez, “uma convenção é arbitrária, no sentido de que uma alternativa que não é claramente inferior à regra prevalecente existe ou é concebível” (Dequech, 2017, p. 1630).

A partir disto, o âmbito financeiro ganhou espaço, mais precisamente através da associação entre convenções e bolsa de valores realizada por Keynes (1936) na Teoria Geral, embora não defina o conceito. Isto nos conduziu a duas direções na pesquisa. A primeira corresponde à elucidação de um conceito implícito de convenção em Keynes (1936, 1937) à luz da contribuição de Dequech (2011). Em segundo lugar, o contexto de uma menção explícita ao termo nos permitiu contrastar duas interpretações, a saber, de Dequech (2011) e de Orleán (1999). Dequech afirma que a discussão de Keynes é referente a uma convenção projetiva. Orleán, por seu turno, argumenta que se trata de uma convenção de continuidade (ou normalidade). A diferença consiste no fato de que a convenção de continuidade é mais ampla; enquanto Dequech exclui agentes que esperam mudanças nos níveis de preços futuros, Orleán os inclui, desde que as mudanças esperadas não sejam abruptas. Ambos, contudo, convergem quanto ao efeito estabilizador da convenção para os níveis de preços.

Orleán, ademais, propõe outro conceito: convenção de interpretação. Para este, discutimos dois traços principais. O primeiro diz respeito à ambiguidade na definição do conceito. Isto é, não necessariamente foi apontado que um agente que escolhe a regra convencional o faz, em alguma medida, devido ao fato de outras agentes também a escolherem. É possível, por exemplo, que inclinações exclusivamente individuais sejam a explicação. O segundo traço do conceito diz respeito ao possível papel desestabilizador da convenção. Orleán (1999) afirma que, em contextos instáveis, porém não percebidos enquanto tais, a convenção de interpretação pode apresentar um papel intensificador dos problemas, os quais, quando percebidos, geram crises autorreferenciais (ORLEÁN, 1999, 2005). É importante lembrar que a ideia desta última qualificação é proveniente de Keynes, exemplificada no concurso de beleza.

Em uma segunda seção da pesquisa, utilizando-se dos conceitos de convenção examinados, foram apresentados comportamentos não-convencionais. Keynes (1936), a partir da distinção entre agentes especuladores e empreendedores, concedeu o passo inicial para o aprofundamento, no texto, da distinção entre formas convencionais e não-convencionais de comportamento. Dequech (2011), por sua vez, também contribui para a elucidação da distinção. O autor divide os especuladores em dois segmentos: *stricto sensu* e *lato sensu*. O primeiro, incluso no último, diz respeito à disposição de uma opinião

contra a opinião geral. O segundo, por sua vez, está assentado na interdependência de opiniões, de forma que a opinião majoritária, em algum sentido, é utilizada na elaboração de opiniões individuais. Isto nos permitiu, baseado em Dequech (2011) e nas discussões anteriores, avançar no que diz respeito a um tema que preocupa a muitos indivíduos: a realização de ganhos pecuniários. Este autor aponta: “convencionalidade e não-convencionalidade não podem ser significativamente contrastadas, neste contexto, sem referências temporais” (Dequech, 2011, p. 484). A grande questão que circunda esta afirmação consiste no fato de que, para se realizar ganhos, os agentes que em um período inicial não são convencionais, devem se tornar convencionais no futuro. Em outras palavras, os especuladores devem acertar qual o nível de preços futuro para o qual os demais agentes convergirão, tornando-se convencionais, portanto. Existe, entretanto, uma ressalva: a convenção projetiva, discutida por Dequech, não abrange os agentes que projetam mudanças para o futuro. Assim, em termos da convenção projetiva, agentes que esperam variações de preços não são tratados como convencionais, mesmo neste sentido específico de referências temporais.

A partir de todas as discussões realizadas, a pesquisa foi direcionada à liquidez de um ativo (WRAY, 1994) e, mais precisamente, aos seus determinantes institucionais. Antes, uma subseção chamada “volatilidade” introduziu algumas discussões que integram a abordagem dos autores no que diz respeito à liquidez de um ativo. Em primeiro lugar, as regras institucionais vinculadas aos mercados dos ativos (DAVIDSON, 1978, 2002) foram apresentadas como elementos determinantes da liquidez, afetando, conforme Dequech (2020) discute, as três dimensões da liquidez de um ativo: preço, tempo e custos de transação. Em segundo lugar, a percepção de liquidez de um ativo surge também como um determinante. Dequech (2020) apresenta três variantes de influência cognitiva das instituições sobre a liquidez de um ativo: informacional, prática e profunda, todas discutidas com exemplos práticos (KREGEL, 2007).

As convenções, um tipo de instituição, também foram discutidas enquanto elementos que influenciam a percepção da liquidez de um ativo. Particularmente, constatou-se que os efeitos sobre a liquidez podem ser tanto positivos quanto negativos. Além disso, por se tratar de convenção, alguns mecanismos de conformidade com conformidade também foram exemplificados.

A arbitrariedade também foi discutida no âmbito da convenção de liquidez (BIBOW, LEWIS E RUNDE, 2005). Responsável pela possibilidade de concepção de regras de pensamento alternativas, possivelmente contrárias à manutenção da liquidez de

um ativo, a arbitrariedade também foi apresentada em contraste com o conceito de fragilidade, proposto por Dequech (2020). Segundo este autor, a fragilidade de uma convenção pode ser entendida a partir da coexistência das convenções com outras instituições e do quão bem estas instituições funcionam em termos de suporte às convenções (DEQUECH, 2018; DAVIDSON, 2009). As regras que regem o funcionamento dos mercados organizados foram apontadas enquanto exemplo de instituições de suporte.

Por fim, a pesquisa se dedicou à convencionalidade da liquidez e, por conseguinte, as relações hierárquicas entre os ativos, expressas sobretudo em crises de liquidez. A convencionalidade é evidente em contextos nos quais, de maneira repentina, ativos até então dispostos de elevado grau de liquidez tornam-se ilíquidos. No entanto, no que diz respeito ao sentido inverso, isto é, ativos ilíquidos tornarem-se líquidos, observamos limitações. Isto é resultado da existência de outros determinantes, diferentes das convenções. Como exemplo, observamos o grau de organização dos mercados de ativos. Os bens de capital não podem se tornar igualmente líquidos a ativos financeiros, por exemplo, a partir apenas da ampla difusão de uma crença. Neste contexto, esta última etapa foi finalizada com os possíveis questionamentos colocados a respeito dos ativos que estão no topo da hierarquia, ou seja, as moedas bancárias e estatal (CARVALHO, 2016; ORLÉAN, 2014).

Conclusões

Observamos que os sistemas socialmente compartilhados de regras de comportamento ou pensamento apresentam grande importância na determinação dos níveis de preços dos ativos na bolsa de valores, como a integração de diferentes contribuições teóricas demonstrou. A via explicativa de atribuir apenas justificativas a variáveis econômicas tornou-se problematizada. Por conseguinte, a liquidez de um ativo também ganha novos elementos em sua investigação, sobretudo a partir da influência das convenções sobre a percepção de liquidez. As crises de liquidez, a partir desta argumentação, atingem, até mesmo, a moeda estatal.

Referências bibliográficas:

BIBOW, Jörg. *et al.* Uncertainty, Conventional Behavior, and Economic Sociology, **American Journal of Economics and Sociology**, v. 64, n. 2, p. 507-532, 2005.

CARVALHO, Fernando. On the nature and role of financial systems in Keynes's entrepreneurial economies, **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n. 3, p. 287-307, 2016.

DAVIDSON, Paul. Why money matters: lessons from a half-century of monetary theory, **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 1, p. 46-70, 1978.

DAVIDSON, Paul. **Financial Markets, Money and the Real World**, Cheltenham, Elgar, 2002.

DAVIDSON, Paul. **The Keynes Solution**, New York, Palgrave Macmillan, 2009.

DEQUECH, David. Financial conventions in Keynes's theory: the stock Exchange, **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 33, n. 3, p. 469-489, 2011.

DEQUECH, David. Economic institutions: explanations for conformity and room for deviation, **Journal of Institutional Economics**, v. 9, n. 1, p. 81-108, 2013.

DEQUECH, David. Some institutions (social norms and conventions) of contemporary mainstream economics, macroeconomics, and financial economics, **Cambridge Journal of Economics**, v. 41, n. 6, p. 1627-1652, 2017.

DEQUECH, David. Institutions in the economy and some institutions of contemporary mainstream economics: From the late 1970s to the 2008 financial and economic crisis, **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 41, p. 3, p. 478-506, 2018.

DEQUECH, David. The institutional determinants of liquidity, ainda não publicado, 2020.

KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest and Money**, Londres: Macmillan, 1936. Tradução em português, A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

KEYNES, John Maynard, The General Theory of Employment, **Quarterly Journal of Economics**, v. 51, p. 209-223, 1937.

KREGEL, Jan. The Natural Instability of Financial Markets, **Levy Economics Institute Working Paper Collection**, n. 523, p. 1-28, 2007.

ORLÉAN, André, **Le pouvoir de la finance**, Paris: Odile Jacob, 1999. Tradução em espanhol, El Poder de las Finanzas, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2006.

ORLÉAN, André, The self-referential hypothesis in economics. In: TOUFFUT, Jean-Philippe (Org.). **The Stability of Finance in Europe**, Paris: Albin Michel, 2005.

ORLÉAN, André, **The Empire of Value**, Cambridge: MIT Press, 2014.

WRAY, L. Randall. Liquidity, in Arestis, Philip and Sawyer, Malcolm (eds.), **Elgar Companion to Radical Political Economy**, Aldershot, Elgar, 1994.