



John Maynard Keynes, Dirigente de Seguradoras⁺

Pedro Carvalho de Mello*

Professor Doutor da ESALQ/USP, Coordenador Internacional do FGV Management, Ph.D. em Economia pela Universidade de Chicago, EUA

pedro@nebel.com.br

Resumo

Por muitos anos, o economista John Maynard Keynes (05/06/1883 – 20/04/1946) foi um ativo participante da indústria de seguros na Inglaterra. Pretende-se, nesse artigo, resgatar esse papel de Keynes, e mostrar como suas atividades de dirigente de seguradoras sofreram forte influência e, ao mesmo tempo, contribuíram para o desenvolvimento de suas idéias e escritos sobre a Economia. Objetiva-se, em especial, destacar os aspectos de investimento, risco e finanças contidos em sua atuação acadêmica e profissional.

Ao apresentar esses aspectos pouco conhecidos e divulgados da atuação de Keynes como profissional de seguros, objetiva-se inspirar e motivar o setor securitário brasileiro a refletir sobre as idéias de risco, finanças e macroeconomia, utilizadas com muito êxito por esse brilhante economista na gestão das seguradoras que presidiu.

Palavras-Chave

Keynes; seguro; seguradoras; investimento; risco; finanças; macroeconomia.

Sumário

1. Introdução; 2. Breve resumo da vida e obra de Keynes; 3. Idéias econômicas gerais de Keynes sobre investimento, risco, especulação e finanças; 4. Idéias de Keynes sobre seguros; 5. A política de investimentos para seguradoras delineada por Keynes; 6. Conclusões; 7. Referências bibliográficas.

⁺ Artigo recebido em 13/08/2007. Aprovado em 22/10/2007.

^{*} Gostaria de agradecer à Escola Superior de Administração e Gestão (ESAGS) e à Strong-FGV, pela oportunidade de realizar essa pesquisa, e à University of California-Irvine, pelas facilidades de pesquisa na sua excelente biblioteca.



John Maynard Keynes, Dirigente de Seguradoras

Abstract

John Maynard Keynes, as an insurance companies director

Pedro Carvalho de Mello*

Doctor Professor at ESALQ/USP, International Coordinator at FGV Management, M.A. and Ph.D. in Economics, University of Chicago, USA
pedro@nebel.com.br

Summary

For many years the economist John Maynard Keynes (05/Jun/1883 – 20/Apr/1946) was an active participant of the insurance industry. This article intends to rescue Keynes's role and to show how his activities as director of insurance companies suffered a strong impact, and, at the same time, contributed for the development of his ideas and writings about Economics. Particularly, it aims at emphasizing the investment, risk and financial aspects contained in his academic and professional performance.

Presenting these little known aspects of Keynes's performance as an insurance professional, we are aiming at inspiring and motivating the Brazilian insurance sector to think about the ideas of risk, finances and macro-economy successfully used by this brilliant economist in the management of the insurance companies he presided.

Key Words

Keynes; insurance; insurance companies; investment; risk; finances; macro-economy.

Contents

1. Introduction; 2. Short summary of Keynes's life and work; 3. Keynes's general economic ideas about investment, risk, speculation, and finances; 4. Keynes's ideas about insurance; 5. The investment policy for insurance companies delineated by Keynes; 6. Conclusions; 7. References.

* I would like to thank the Superior School of Administration and Management (ESAGS) and the Strong-FGV, for the opportunity to research; and the University of California-Irvine to make the research easier allowing me to use its excellent library.



Pedro Carvalho de Mello

Sinopsis

John Maynard Keynes, dirigente de aseguradoras

Pedro Carvalho de Mello*

Profesor Master de la ESALQ/USP, Coordinador Internacional del FGV Management, Master y Doctor en Economía por la Universidad de Chicago, EEUU

pedro@nebel.com.br

Resumen

Por muchos años, el economista John Maynard Keynes (05/Jun/1883 – 20/Abr/1946) fue un activo participante de la industria de seguros en la Inglaterra. En ese artículo, se pretende rescatar ese papel de Keynes, y mostrar como sus actividades de dirigente de aseguradoras sufrieron fuerte influencia y, al mismo tiempo, contribuyeron para el desarrollo de sus ideas y escritos sobre la Economía. Se objetiva, en especial, destacar los aspectos de inversión, riesgo y finanzas contenidos en su actuación académica y profesional.

Al presentar esos aspectos poco conocidos y divulgados de la actuación de Keynes como profesional de seguros, se objetiva inspirar y motivar el sector securitario brasileño a reflexionar sobre las ideas de riesgo, finanzas y macroeconomía, utilizadas con mucho éxito por ese brillante economista en la gestión de las aseguradoras que presidió.

Palabras-Clave

Keynes; seguro; aseguradoras; inversión; riesgo; finanzas; macroeconomía.

Sumario

1. Introducción; 2. Breve resumen de la vida y obra de Keynes; 3. Ideas económicas generales de Keynes sobre inversión, riesgo, especulación y finanzas; 4. Ideas de Keynes sobre seguros; 5. La política de inversiones para aseguradoras delineada por Keynes; 6. Conclusiones; 7. Referencias bibliográficas.

* Me gustaría agradecer a la Escuela Superior de Administración y Gestión (ESAGS) y a la Strong-FGV, por la oportunidad de realizar esa investigación, y a la University of California-Irvine, por las facilidades de investigación en su excelente biblioteca.



1. Introdução

A maior parte dos trabalhos mais recentes sobre a evolução do pensamento econômico assinala que John Maynard Keynes (05/06/1883 – 20/04/1946) e Milton Friedman (31/07/1912 – 16/11/2006) foram os maiores economistas do século XX. Enquanto Friedman foi basicamente um economista acadêmico durante sua longa vida, Keynes, por outro lado, foi uma pessoa bastante atuante na vida intelectual, artística, política e empresarial na Inglaterra durante a primeira metade do século XX. Tanto Friedman quanto Keynes tiveram grande influência política e ideológica a nível global, mas Keynes, ademais, foi um importante executivo e financista. Esse último aspecto, pouco explorado nos livros de Economia, é que serviu de motivação para esse artigo.

Keynes (1883-1946) foi efetivamente mais do que um economista acadêmico. Foi o principal representante do Tesouro Britânico na Conferência de Paz em Paris, *Deputy for the Chancellor of the Exchequer*, editor da mais importante publicação sobre Economia naquela época, diretor do *Bank of England*, *Trustee of the National Gallery*, *Chairman of the Council for the Encouragement of Music and the Arts*, *Bursar of King's College (Cambridge University)* e *Chairman* das revistas *Nation* e *New Stateman*.

Essas atividades de Keynes são muito conhecidas. Pouco conhecido ou destacado é que, por muitos anos, Keynes foi um ativo participante da indústria de seguros na Inglaterra. Pretende-se, nesse artigo, resgatar esse papel de Keynes, e mostrar como suas atividades de dirigente de seguradoras sofreram forte influência e, ao mesmo tempo, contribuíram, para o desenvolvimento de suas idéias e escritos sobre a Economia. Objetiva-se, em especial, destacar os aspectos de investimento, risco e finanças contidos em sua atuação acadêmica e profissional.

Ao apresentar esses aspectos pouco conhecidos e divulgados da atuação de Keynes como profissional de seguros, objetiva-se inspirar e motivar o setor securitário brasileiro a refletir sobre as idéias de risco, finanças e macroeconomia, utilizadas com muito êxito por esse brilhante economista na gestão das seguradoras que presidiu.

2. Breve resumo da vida e obra de Keynes

John Maynard Keynes nasceu em 5 de junho de 1883 em Cambridge, Inglaterra. Seus pais, Neville e Florence Keynes, foram figuras destacadas – seu pai como professor e autor de obras de Economia na Universidade de Cambridge, e sua mãe como prefeita da cidade.

Em 1902, John Maynard Keynes foi estudar na Universidade de Cambridge. Os seus primeiros campos de interesse foram filosofia (ética) e probabilidade. Seus primeiros estudos sobre probabilidade resultaram em um livro publicado em 1921, com o título *A Treatise on Probability*. Esse trabalho até hoje figura como uma das mais importantes obras sistemáticas sobre os fundamentos lógicos da probabilidade.

O tema probabilidade vai desempenhar um papel fundamental na sua vida acadêmica e empresarial subsequente. Keynes citou Bishop



Butler, que dizia que “para nós, a probabilidade é o verdadeiro guia da vida” (MOGGRIDGE, 1992, p.144).

Uma das grandes preocupações de Keynes – e nisso ele se diferencia dos economistas clássicos – foi enxergar na probabilidade uma conexão com a lógica e o conhecimento científico. Como exposto por Moggridge:

(...) A probabilidade não era, em contraste com o que acontecia com os estatísticos, preocupada com a frequência ou recorrência de eventos. Ela se preocupava com os processos cognitivos e mentais envolvidos na formulação de julgamentos probabilísticos no sentido mais amplo, com argumentos e processos de raciocínio. Na sua preocupação com a lógica ao invés das frequências, Keynes voltou-se para as tradições clássicas da teoria da ciência, mas com uma diferença. Enquanto os teóricos científicos clássicos pensavam que o conhecimento perfeito, baseado na verdade, seria o único conhecimento válido para a ciência, e baniam a probabilidade para as fronteiras distantes, o enfoque de Keynes sobre o assunto, embora centralmente interessado no conhecimento ao invés da ignorância, focava-se no *conhecimento limitado*. Desde o início, ele abandonou a visão de que a ciência se baseava apenas no *conhecimento certo*. Ao invés, considerava que o *conhecimento certo* seria o limite máximo possível do *conhecimento imperfeito (limitado)* (MOGGRIDGE, 1992, p. 144-45).

Em 1903 Keynes iniciou sua carreira profissional, trabalhando no *India Office*. As responsabilidades dessa agência eram amplas, relacionadas com a administração do Império Britânico na Índia. Esse emprego, que durou até 1908, foi o primeiro na sua variada carreira governamental, que abrangeu mais de vinte anos, e que Keynes acumulou com suas atividades de ensino e pesquisa na *Cambridge University*.

Como economista num sentido mais estrito, a carreira de Keynes começa em 1909. Antes disso, Keynes havia escrito e publicado diversos trabalhos, porém relacionados com lógica, ética, matemática e estatística. A partir desse ano, ele iria focar sua carreira em assuntos econômicos.

Suas atividades acadêmicas foram mais direcionadas para a pesquisa e publicação do que para o ensino. Além de escrever livros e artigos sobre Economia, Keynes editou o *Economic Journal* (de 1912 a 1945) e atuou como *Bursar* do *King's College*, sendo o responsável pela gestão financeira da Universidade.

Durante a Primeira Guerra Mundial, Keynes ingressou, em 1915, no Tesouro Inglês. Ajudou no esforço de guerra, ao administrar financeiramente as contas do Governo no que diz respeito ao financiamento das atividades bélicas. Nesse processo, Keynes se tornou um especulador de câmbio, moedas, *commodities* e obras de arte.



A participação de Keynes como responsável pelas finanças foi considerada brilhante, mas no final da Guerra ele discordou frontalmente dos rumos seguidos pelos países vitoriosos (principalmente França e Inglaterra). Esses países impuseram condições leoninas para o governo alemão derrotado. Keynes previu (corretamente) que seria impossível cumpri-las e que iriam gerar grandes transtornos para a economia mundial. O livro publicado em 1920, *The Economic Consequences of the Peace*, tornou-se um clássico.

Em 1921, Keynes iniciou uma carreira suplementar, de jornalista da imprensa e rádio, que ele conduziu até meados dos anos 30. Nessa atividade, ele começa a divulgar suas idéias econômicas. Em meados dos anos 20, Keynes se envolve numa outra polêmica, além das reparações de guerra aos aliados, ligada com a tentativa do governo inglês de retornar ao padrão-ouro. Keynes publica em 1925 o livro *The Economic Consequences of Mr. Churchill*.

As preocupações de Keynes se voltam para os problemas monetários. Para Milton Friedman, foi na área de teoria e política monetária que Keynes mais se destacou. Friedman, inclusive, considera o livro *A Tract on Monetary Reform*, publicado em 1923, e não a *General Theory*, como a principal obra desse economista. Friedman também elogia os dois tomos da obra *Treatise on Money*, publicada em 1929.

A Crise de 1929, e suas conseqüências econômicas e sociais, vão fazer que Keynes se volte cada vez mais para os problemas macro-econômicos. Essa preocupação o leva a um grande esforço intelectual para mostrar os fundamentos teóricos que julgava apropriados para o desenho de políticas econômicas efetivas, que culmina em 1936 com a publicação de sua obra prima, a *The General Theory of Employment, Interest and Money*.

A partir de 1936, Keynes já é uma personalidade mundial. Sua saúde física se torna frágil, mas sua capacidade intelectual permanece forte. Em 1937, ele sofre um ataque cardíaco, que o forçará a diminuir o ritmo frenético de suas atividades. Com o começo da Segunda Guerra Mundial, Keynes vai novamente – desta vez como Conselheiro – ajudar no esforço financeiro de guerra. Escreve em 1940 um novo livro, *How to Pay for the War*.

Nos seus anos finais de vida, Keynes participa ativamente da reconstrução econômica mundial, como figura-chave da criação do Banco Mundial (*International Bank for Reconstruction and Development*) e do FMI (*International Monetary Fund*). Após essa participação, Keynes decide voltar para a Cambridge University, mas falece em 20 de Abril de 1946, aos 63 anos de idade. Recebeu ainda em vida o título de Lord Keynes, Barão de Tilton.

As idéias de Keynes foram marcantes para definir os rumos das políticas econômicas seguidas até os anos 60. Várias escolas do pensamento econômico se inspiraram ou derivaram de Keynes, tais como os *Neo-Keynesianos* e os *Pós-Keynesianos*. Não se pretende discutir a obra de Keynes nesse artigo, mas sim, após a apresentação resumida de sua obra geral, mostrar suas idéias sobre investimento, risco, especulação e finanças, vitais para o entendimento de sua atuação como dirigente de seguradora.



Pedro Carvalho de Mello

3. Idéias econômicas gerais de Keynes sobre investimento, risco, especulação e finanças

Segundo N. Davenport, referindo-se a Keynes, “a especulação melhorou seu entendimento da economia, e seu entendimento da economia melhorou sua especulação...” (citado em SKIDELSKY, 1992).

Especulação, na língua inglesa, não tem a forte conotação negativa dessa palavra na língua portuguesa. Especulador é alguém que toma riscos baseado em sua visão futura do comportamento econômico. O manipulador é uma personagem diferente, pois age criminosamente, em geral obtendo lucros com base numa informação privilegiada, ou pela criação de operações fictícias que prejudicam o mercado.

Segundo Lawlor (2006, p. 105-106), Keynes, ao estabelecer sua estrutura teórica para análise monetária, baseou-se em duas fontes de crenças:

- (i) os mercados de ativos se equilibram de modo tal para que as negociações de mercado conduzam os preços para posições caracterizadas por equalização na margem das taxas esperadas de retorno entre ativos, dadas as opiniões do mercado;
- (ii) a psicologia de mercado é relevante, assim como o comportamento dos *traders* no contexto de incertezas, e de como estas afetam suas visões sobre o significado, função e efeitos da especulação no mercado de ativos;

Keynes teve uma carreira singular como investidor e especulador, o que acabou por influenciar sua obra principal, a “Teoria Geral do Emprego, Juros e Moeda” (1936). O livro tem 24 capítulos, organizados em cinco livros. O Livro IV reúne os capítulos 11 a 18, e é intitulado *The Inducement to Invest* (“O Incentivo a Investir”). Os títulos dos respectivos capítulos mostram a ênfase de Keynes nos fatores que influenciam o processo de investimento: (i) eficiência marginal do capital; (ii) o estado das expectativas de longo prazo; (iii) a teoria geral das taxas de juros; (iv) a teoria clássica das taxas de juros; (v) os incentivos psicológicos e de negócios para a liquidez; (vi) diversas observações sobre a natureza do capital; (vii) as propriedades essenciais dos juros e da moeda; e (viii) a teoria geral do emprego reafirmada.

No dia-a-dia, Keynes atuava no mercado financeiro, aplicando seu próprio capital acrescido de recursos de seus familiares e amigos. Tornou-se muito rico, acumulando grande fortuna financeira. Keynes era um investidor agressivo, e assumia posições especulativas altamente alavancadas. Além de atuar como investidor, Keynes se encarregava da gestão financeira do King’s College da Universidade de Cambridge, e conduzia a política de investimentos das companhias seguradoras onde era o *Chairman of the Board*.

A carreira de Keynes como financista mostrou altos e baixos, como é comum na trajetória de investidores e especuladores. A sua atuação como gestor da carteira do King’s College, de Cambridge, foi narrada por Harrod (1951). Harrod comenta que Keynes gastava cerca de meia hora ou mais por dia pesquisando o mercado de ações, em sua cama, logo cedo ao acordar. Ao longo da manhã, lia os principais jornais financeiros, estudava os relatórios das empresas e usava o telefone para dar ordens de compra ou venda para seus corretores, em geral nos mercados de ações, *commodities* e de câmbio.



Harrison (2002) descreve com mais detalhes essa atuação de Keynes. Keynes tornou-se *First Bursar of King's College* em 1924. Ele decidiu concentrar todos os recursos da Escola num fundo de investimentos chamado *Chest*, em relação ao qual tinha total liberdade de gestão. Como sua política era vender as propriedades imobiliárias do Colégio e utilizar os recursos obtidos para especular no mercado de ações, Keynes esbarrava com forte oposição dos *Fellows* (Conselheiros) da Escola. Na visão de Keynes, era preferível ser um “especulador” num ativo que tinha uma cotação diária de preço e que tinha liquidez do que ser um “investidor” num ativo cujo preço era largamente desconhecido e que apresentava baixa liquidez. A filosofia de investimento de Keynes foi mudando ao longo dos anos. No princípio, dava muita ênfase aos ciclos de negócios e forças macroeconômicas conjunturais. Com o tempo, passou a se dedicar mais ao estudo dos demonstrativos financeiros e relatórios de companhias, tornando-se um analista “fundamentalista”. Essa mudança pode ser vista nos seus escritos de 1936, como será visto adiante.

Em termos do seu desempenho, o capital inicial do *Chest* era cerca de 30.000 libras. Quando Keynes morreu, em 1946, esse capital já havia subido para 380.000 libras, um crescimento líquido médio anual de 12%. Note-se que nesse período ocorreu a Crise de 1929 e seus desdobramentos negativos nos anos seguintes. A Bolsa de Valores de Londres teve uma queda de 15% nesse período. O crescimento de valor do *Chest* deveu-se basicamente à apreciação de capital. Todos os dividendos gerados, ao invés de re-investidos, eram usados para cobrir gastos do King's College. Nesse ponto, Keynes criticava os administradores de carteira das outras escolas da Cambridge University, referindo-se a eles como “*Savings Banks*”. O desempenho do fundo administrado por Keynes de 1927 a 1946 mostra um crescimento, medido por uma taxa geométrica, de 9,1% ao ano, enquanto que o mercado geral de ações da Grã-Bretanha caiu a uma taxa anual geométrica um pouco menor que 1%.

Embora Keynes atuasse no Fundo de maneira menos alavancada do que atuava com seus próprios recursos, mesmo assim era uma gestão agressiva. Segundo Harrison,

Enquanto administrando o *Chest Fund*, Keynes gradualmente foi favorecendo investimentos de longo prazo em companhias cujos balanços o impressionavam, e cujas perspectivas de crescimento de negócios mostravam-se favoráveis. Ele acreditava que uma análise cuidadosa de uma companhia era mais valiosa do que *insider information*. Nesse assunto de *insider information*, Keynes disse que “os *dealers* de Wall Street poderiam fazer grandes fortunas caso não tivessem *insider information...*” (p. 2)

Ainda segundo Harrison, a estratégia de investimentos seguida por Keynes era, em vários aspectos, bastante parecida com a estratégia que Warren Buffet (o terceiro homem mais rico do mundo, e administrador do Fundo Berkshire Hathaway) adota. O próprio Buffet, uma lenda entre os financistas, reconhece a influência que sofreu de Keynes. Harrison assinala que, em 1991, Buffet disse que Keynes foi um homem “cujo brilho como um investidor praticante foi igual ao seu brilho como pensador” (p. 2). A visão de Keynes sobre especulação foi mudando à medida que



ganhava experiência com o assunto. Segundo Lawlor (p. 130), Keynes, nas suas anotações para aulas, em 1910, relacionou os seguintes tópicos ao examinar a natureza da especulação. Há casos nos quais:

- Os riscos são incalculáveis. Por exemplo, os seguros políticos feitos pelo Lloyds;
- Os riscos são mais ou menos calculáveis e podem ser divididos em dois grandes grupos: (i) os riscos não são medidos como médias, como por exemplo, a Roleta de Monte Carlo; (ii) os riscos são calculados por médias, e sua cobertura pode receber prêmios, como por exemplo, o seguro de vida e o seguro de incêndios;
- O conhecimento ou julgamento do especulador é superior ao do mercado. Nesse caso, Keynes fez as seguintes subdivisões:
 - jogatina em cassino
 - seguros
 - especulação-não é idêntica ao risco

Para Keynes, a característica essencial da especulação seria a posse de conhecimento superior. Em começos de 1930, um Keynes mais amadurecido relacionou os três princípios dos quais dependeria um investimento com sucesso:

- seleção cuidadosa, focada em poucos investimentos (ou poucos tipos de investimentos), levando em conta serem baratos em relação ao seu valor de mercado. Para concluir se eram ou não baratos, Keynes levava em conta o seu valor potencial medido pelo valor presente dos seus fluxos líquidos futuros, comparando-os com as alternativas existentes de investimentos;
- firme retenção desses investimentos em grandes volumes, por vários anos, até que tenham cumprido sua promessa, ou livrar-se deles, caso ficasse evidente que houve um erro na sua aquisição;
- uma posição balanceada de investimentos, ou seja, uma variedade de riscos, e se possível, riscos opostos, mesmo sendo muito grandes as aplicações individuais; (LAWLOR, p. 149).

Segundo Keynes, o investimento seria a atividade de prever os retornos de ativos durante a sua vida econômica útil, enquanto especulação seria a atividade de prever a psicologia do mercado (HARRISON, p. 3). Na Teoria Geral (1936), Keynes alertou para o seguinte:

... é o investidor de longo prazo aquele que mais promove o interesse público, mas na prática é aquele que mais recebe críticas, tanto faz que os fundos de investimentos sejam administrados por comitês, ou conselhos, ou bancos. Isso porque está na essência do seu comportamento que ele seja excêntrico, não convencional e temerário segundo a visão da opinião pública. Caso ele tenha sucesso, isso apenas confirmará a crença geral quanto à sua temeridade, e, caso ele fracasse no curto prazo, o que é muito provável, ele não vai receber muita simpatia. A sabedoria universal nos ensina que é melhor para nossa reputação fracassar convencionalmente do que ter sucesso não-convencionalmente (KEYNES, 1936, p. 115, versão brasileira).



4. Idéias de Keynes sobre seguros

Em setembro de 1920, Keynes foi convidado a ser membro do Conselho de Administração e, logo em seguida, presidente (*chairman*) da *National Mutual Life Assurance Society*. Ele permaneceu nesse cargo por quase vinte anos, até outubro de 1938. Keynes também juntou-se ao Conselho de Administração da *Provincial Insurance Company* em dezembro de 1923.

Além dessas duas seguradoras, Keynes se associou a três outros empreendimentos na área de finanças, organizando as seguintes companhias de investimentos: *A.D. Investment Trust* (em julho de 1921), a *P.R. Finance Company* (em janeiro de 1923) e a *Independent Investment Company* (em janeiro de 1924).

O principal talento de Keynes era a gestão de investimentos. Keynes foi muito ativo, na qualidade de dirigente de empresas de seguros, para direcionar a gestão financeira das mesmas. Embora quase nada tenha sido escrito sobre esse assunto, grande parte da vida profissional de Keynes foi associada à sua atuação na administração financeira das seguradoras que presidia. Embora seu papel não fosse no dia-a-dia da gestão, sua atuação foi fundamental para traçar os rumos estratégicos e da política de investimentos.

Moggridge (1971), editor da obra completa de Keynes, apresenta, no Volume XII, diversos relatórios escritos por Keynes, abordando várias áreas de interesse das empresas seguradoras sob seu comando (p. 114 a 254). Os relatórios anuais abrangem o período 1922 a 1938.

Em 1938, após o ataque cardíaco, Keynes retirou-se dessas funções ativas. A seguir, vamos apresentar um resumo desses relatórios atuais, listando as seções de apresentação organizadas por Keynes. O título e o assunto dessas seções mudava a cada ano, dependendo da conjuntura econômica e da evolução dos negócios das seguradoras. Em cada uma dessas seções, Keynes escrevia um, dois ou mais parágrafos, dependendo do que julgava ser a importância do assunto naquele ano:

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (18/02/1922)

- Renda dos prêmios de seguros
- Despesas operacionais
- Seguros pagos
- Taxa de juros
- Ações negociadas nas bolsas
- Comparação de valores
- Balanço de apreciação e lucros realizados
- Sociedades seguradoras e política de investimentos
- Novos problemas
- Fundos e avaliações
- O aumento no lucro líquido
- Produção e consumo
- Crescente popularidade das *Endowment Assurances*
- Investimento da classe média

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (29/02/1923)

- Tendências crescentes do comércio
- Situação crítica do Ruhr
- Avaliação e análise do lucro



- Popularidade da *Endowment Assurance*
- Valor de *Surrender* das Apólices
- Linha de desenvolvimento futuro
- Princípios de investimento
- Provisões de negócios

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (30/01/1924)

- Revisão de artigos da Seguradora
- Lucros do quinquênio
- Provisões especiais
- Apólices Classe A
- Taxa de *Reversionary Bonds*
- Distribuição anual dos lucros
- Posição de *Unexampled Strengths*

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (28/02/1925)

- Posição de reservas
- Os *Revisionary Bonds*
- Futuro dos bônus
- Juros e apreciação
- Mínimo de 500 libras para as novas apólices
- Variação proposta dos riscos
- Perspectivas gerais

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (27/02/1926)

- Apreciação de capital dos investimentos
- Taxas de juros crescentes
- O mercado monetário de Londres
- Influência da taxa crescente de juros bancários

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (26/01/1927)

- Lucros brutos
- Valor dos fundos investidos
- Problemas de investimentos
- Futura taxa de juros
- Declaração de bônus
- Incentivos para negócios *Whole-Life*

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (25/01/1928)

- Taxas e custos dos bônus
- Sucesso da política de investimentos
- Capitalização de mercado das ações ordinárias
- Valor das ações de ferrovias
- Argumentos contra investimentos em ações ordinárias
- Finanças nacionais

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (30/01/1929)

- Comparação com os quinquênios anteriores
- O centenário da Empresa
- Novas políticas propostas
- Necessidades dos profissionais
- Novas séries de apólices *With- Profits*
- Seguros *Cheaper-Life*
- Condições econômicas gerais



Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (29/01/1930)

- Obtida uma maior taxa de juros
- Queda nos valores dos investimentos
- Toda razão para satisfação moderada
- Investimentos em ações ordinárias
- Esquemas de divisão dos lucros
- *Centenary Bonds*
- Benefícios para os membros mais antigos
- História dos 100 anos
- Tributo para os fundadores da Sociedade Seguradora
- O futuro
- Conseqüência da queda nos preços por atacado

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (28/01/1931)

- Negócios do ano
- Taxa bruta de juros
- Carteira de ações
- Novas desvalorizações dos negócios
- Finanças e comércio internacional
- Crédito para os países devedores
- Necessidade para uma ação conjunta

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (02/03/1932)

- Investimento: uso crescente de títulos governamentais
- Investimentos e valores de mercado
- Comparação interessante de valores de ações
- Adiar a avaliação atuarial
- Métodos atuariais
- O país mais próspero do mundo
- A crise financeira

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (01/03/1933)

- Melhoria da posição
- Taxa de juros obtida
- Lucros substanciais de mortalidade
- Avaliação das reservas de bônus
- Resumo das mudanças
- Método mais adaptável
- Aposentadoria do Mr. Marks

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (21/02/1934)

- *Claims* e despesas
- Avaliação dos investimentos
- Retornos obtidos com investimentos
- Duas visões
- Recursos dos bancos
- Retorno das ações *Gilt-Edged*
- Redução do campo de investimentos
- Tendência decrescente das taxas de juros
- Política conservadora do *Board*



Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (20/02/1935)

- Valorização dos fundos investidos
- Resultados da avaliação
- Efeitos das taxas decrescentes de juros
- Forças conflitantes
- Tarefa difícil
- Sugestão do Tesouro
- Fator essencial para a taxa de juros
- Aposentadoria de Mr. Burchell e Mr. Marks

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (19/02/1936)

- Experiência da mortalidade
- Avaliação de investimentos
- *Ínterim Bonuses*
- Taxa de juros de longo prazo
- Tesouro e taxas de curto prazo
- Oferta de dinheiro bancário
- Iniciativas do Tesouro e do Banco da Inglaterra
- Preços das ações industriais

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (24/02/1937)

- Valorização substancial das ações negociadas nas Bolsas de Valores
- Fortalecimento das reservas
- Recorde na distribuição de bônus
- Rearmamento e o mercado de *Gilt-Edged*
- Necessidade do Tesouro para uma política coordenada
- Possibilidade de evitar a inflação
- As taxas de juros atuais não são excepcionalmente baixas
- O novo prédio da Sociedade

Speech to the Annual Meeting of the National Mutual (20/02/1938)

- Diminuição do *Expense Ratio*
- Ganhos de juros
- Avaliação dos investimentos
- Financiamento dos campos de ouro
- Método de pagamento
- *Hot Money* líquido
- Ouro não desejado
- Eventos desde setembro
- Mercado especulativo
- Apelo do governo

(Keynes renunciou em finais de 1938)



John Maynard Keynes, Dirigente de Seguradoras

5. A política de investimentos para seguradoras delineada por Keynes

Em 17 de maio de 1924, Keynes escreveu um artigo que foi publicado na *Nation and Athenaeum*, com o título de *Investment Policy for Insurance Companies*. Esse artigo representa o pensamento de Keynes sobre o assunto, e é emblemático por sua postura como aconselhador de investimentos para seguradoras. Ficam claros, pela leitura do texto, a amplitude de sua sapiência econômica, financeira e política, e o grau de sofisticação da sua análise de investimentos, disfarçada pela linguagem fácil e comunicativa com que Keynes se dirigia ao público segurador. Passados mais de oitenta anos de sua publicação, continua muito atual, podendo ser incorporado ao planejamento estratégico das seguradoras brasileiras. Mostra-se a seguir o texto de Keynes, traduzido pelo autor desse artigo:

A questão da política de investimentos para as companhias de seguro de vida foi muito discutida nos últimos dois anos. Os assuntos levantados são o resultado não tanto de novas idéias, ou de novos fatos. O problema de um investimento consciencioso, tal como se apresenta desde o fim da Guerra [Primeira Guerra], é claramente um novo problema, e o mundo do seguro de vida está procurando seu caminho para adaptar novos princípios para as novas condições.

Qual era o campo de investimentos antes da Guerra? Deixando de lado questões de propriedade real e reversões, avanços nas políticas e outros temas, as principais categorias eram:

- Hipotecas
- Seleção limitada de *trustee securities*, dentre as quais as *consols* eram o principal título britânico
- Ações denominadas em dólares norte-americanos
- As melhores classes de debêntures de certos títulos governamentais e ferroviários

Caso as companhias fossem manter seus retornos médios de juros num nível satisfatório, compatível com não aplicarem demasiado capital fora das duas primeiras categorias mencionadas acima, não haveria uma ampla disponibilidade para variar as proporções investidas nas diferentes categorias; e dentro de cada categoria não haveria muito escopo para ganhar vantagens ao se mover de um título para outro.

Algumas companhias de seguros, no entanto, estavam tendo dificuldades para manter um nível satisfatório de retorno de juros, o que, em alguns casos, as induzia a colocar uma parcela de seus recursos em debêntures de segunda classe de variados tipos – investimentos que, em média, não trouxeram bons resultados.

Durante a Guerra, existiu, naturalmente, um grande movimento, tanto na esfera privada como na pública, na direção dos diversos novos tipos de *British Government Securities* que estavam sendo emitidos. Muitas companhias de seguros se livraram quase



da totalidade de seus títulos em dólares. Desse modo, com o fim da Guerra, muitas companhias tinham uma parcela muito grande de *British Government Securities*, muito maior do que sonhavam possuir no passado.

Não apenas passou a existir um plantel muito mais amplo de escolha no campo de *British Trustee Securities* do que havia antes como também mudou bastante a vantagem competitiva das categorias de investimento anteriores à Guerra.

A margem de retorno entre *First Class Mortgages* e *British Government Securities* se estreitou. O retorno em *American Bonds* não mais mantém sua antiga relação de superioridade com o retorno das *Sterling Securities*. Além disso, as dúvidas sobre o curso futuro do câmbio introduzem um fator novo e mais difícil.

Todas as nossas velhas idéias sobre a segurança dos *Foreign Government Bonds* foram completamente deterioradas, e o elemento de risco político agora deve receber um peso muito maior do que antes.

Mesmo alguns *British Trustee Stocks* necessitam ser mais observados, e já se sentem dúvidas razoáveis, que antes da Guerra seriam desnecessárias. Poucos investidores, por exemplo, se importam em manter uma grande posição de *India Stocks* e, como tem se visto ultimamente, as circunstâncias podem surgir de uma maneira que mesmo os *Colonial Stocks* poderão não parecer perfeitamente seguros.

Desse modo, a questão da seleção de títulos não pode ser resolvida pelas antigas *Regras Práticas* que antes eram consideradas suficientes. O investidor sábio precisa agora duvidar de tudo, e constantemente revisar suas idéias, de acordo com os mutáveis eventos no mundo político.

Mas não apenas os novos riscos requerem um olhar mais atento. O quadro de escolha dentro de uma categoria de títulos cria novas oportunidades para se obter vantagens, por meio de transferências judiciosas que ocorrem de tempos em tempos nos preços relativos. Acima de tudo, a escolha entre as *British Securities* de curto e de longo prazo cria um problema com um aspecto que varia constantemente. Eu suponho que nos velhos tempos a escolha entre *Mortgages* (hipotecas) e *Consols* tinha de ser determinada com base nos mesmos princípios de escolha de hoje em dia, entre títulos de curto e longo prazos.

Essencialmente, este é um problema eterno. Mas o espectro de escolha efetivamente disponível para o investimento em títulos, variando de prazos, do mais curto ao mais longo, incluindo aqueles de qualquer prazo intermediário (desde que disponíveis



em grande quantidade), faz com que seja praticável agir prontamente com base em qualquer opinião abalizada que possa ser emitida. A maior parte das companhias [seguradoras], de alguma maneira, atinge um consenso, mas nunca apóia com unanimidade uma única estratégia, por mais que esta seja plausível e bem fundamentada. Todavia, é altamente improvável que esteja sempre correta a mesma divisão proporcional de ativos entre títulos de curto prazo e de longo prazo. A mesma pode mudar de acordo com as flutuações no mundo dos negócios.

As companhias seguradoras têm uma oportunidade especial para se aproveitarem dessas flutuações, porque raramente acontece delas enfrentarem a necessidade de diminuir seus ativos agregados. Uma firma industrial que mantenha uma parcela de seus recursos líquidos em *Gilt-Edged Securities*, a fim de possibilitar financiar seus negócios em tempos particularmente atribulados, torna-se inevitavelmente uma vendedora de tempos em tempos. Do mesmo modo, os bancos são propensos a variar o volume dos seus investimentos em *Gilt-Edged Securities* para poderem contrabalançar as variações correspondentes, na direção oposta, da quantidade dos seus *Advances* para os clientes. Quando as companhias de seguros vendem, é sempre para comprar alguma outra coisa, o que as coloca numa posição extremamente forte para se beneficiarem das flutuações de demanda no restante do mercado.

Desse modo, a gestão de uma companhia de seguros é quase totalmente direcionada, gostando-se ou não, para o que tem se chamado ultimamente de uma política ativa de investimentos, que, no final das contas, é meramente um outro nome para “estar alerta para o fato de que as circunstâncias mudam”. Infelizmente, não é possível tornar alguém permanentemente seguro por qualquer política de inação, qualquer que seja ela. A idéia de algumas pessoas de que uma política ativa envolve tomar maiores riscos do que uma política inativa de investimentos é exatamente o oposto da verdade.

O investidor inativo que adota uma atitude obstinada sobre seus ativos e se recusa a mudar de opinião meramente porque os fatos e as circunstâncias mudaram, é aquele que irá sofrer grandes perdas no longo prazo.

Particularmente nos dias de hoje, ninguém é tão sábio que possa prever o futuro muito distante. Todo aquele que obstinadamente adota a posição de que nos próximos vinte anos a taxa de juros irá cair, ou irá subir, está indo além da evidência. Caso queira conduzir sabiamente sua gestão, necessita adotar uma visão de curto prazo e estar constantemente preparado para mudar ao sabor das mudanças dos eventos.



É igualmente falso acreditar que uma forma de investimentos envolva adotar uma visão, e uma outra forma não. Cada investimento requer posicionamento para um lado particular do mercado. O detentor de títulos de longo prazo está aberto para perdas, que podem, inclusive, ser muito elevadas, devido à depreciação do seu capital. Do mesmo modo, um detentor de títulos de curto prazo está igualmente aberto para obter uma taxa menor de retorno do que aquele que planejou seus investimentos.

Ninguém pode ter ao mesmo tempo segurança de capital e segurança de renda; no entanto, é um grande erro pensar que uma companhia de seguros, que depende de ambos, possa negligenciar qualquer dos dois.

Foi o abandono desses princípios durante o período entre a “Era do dinheiro barato” (1896/1897) e o começo da Grande Guerra (1914) que acarretou sérias perdas de capital para as companhias de seguros, perdas essas que podem ser vistas nos demonstrativos financeiros e nos resultados de valorização dos seus ativos. A depreciação do capital é o maior inimigo do seguro de vida, e uma política ativa de investimentos tem como objetivo tanto evitar as perdas de capital quanto obter ganhos de capital.

A política ideal para uma companhia de seguros é se colocar, tanto quanto possível, numa situação onde possa conseguir uma taxa respeitável de retorno para seus fundos, enquanto assegura que seja mínimo o risco de uma depreciação de capital realmente séria. Isto, naturalmente, é óbvio. Mas igualmente óbvio é que não existe nenhuma “regra de ouro” para isso, nenhum método invariável. E isso, em si mesmo, é a razão para a vigilância permanente, a constante revisão das idéias pré-concebidas, a constante reação às mudanças na situação externa; em outras palavras, uma política ativa de investimentos.

Isso parece ser uma condição essencial, mas ao mesmo tempo, a tarefa mais difícil e importante para uma sólida gestão das grandes *Insurance Societies* e *Insurance Corporations*, que atualmente administram uma tão considerável parcela da poupança nacional.” (Artigo reproduzido em MOGGRIDGE, 1971, Livro 12, p. 240-244)

6. Conclusões

Buscou-se, nesse artigo, mostrar uma faceta pouco conhecida de Keynes – o seu papel de gestor de carteira de investimentos e de administrador de companhias seguradoras. Sua função profissional em seguros foi mais ligada ao ramo de seguro de vida, e Keynes também se preocupava com aspectos demográficos de longo prazo. Inclusive, Keynes escreveu um artigo com o título de “Possibilidades Econômicas de Nossos Netos”, onde traçou cenários futuros que estão se mostrando realistas (veja MELLO, 2007).



Foi na parte de investimentos que ele se destacou, e mostramos nesse artigo um pouco da sua filosofia e fundamentação econômica para traçar estratégias de investimentos. Em particular, suas recomendações para adotar uma política ativa de investimentos são de grande relevância para os dias de hoje.

Ao apresentar esses aspectos pouco conhecidos e divulgados da atuação de Keynes como profissional de seguros, objetiva-se inspirar e motivar o setor securitário brasileiro a refletir sobre as idéias de risco, finanças e macroeconomia, utilizadas com muito êxito por este brilhante economista na gestão das seguradoras que presidiu.

7. Referências bibliográficas

BLAUG, Mark (editor). **John Maynard Keynes (1883-1946)**. Aldershot (England): Edward Elgar Publishing Company, 1991. vols. I e II.

CANTERBURY, E. Ray. **A Brief History of Economics: Artful Approaches to the Dismal Science**. Singapore: World Scientific, 2001.

FRIEDMAN, Milton. John Maynard Keynes, by Milton Friedman. **The Laissez Faire City Times**, v. 3, n. 10, March 8, 1989.

HARRISON, Mark. **Keynes The Money Manager**. Disponível em: www.maynardkeynes.org/keynes/keynes-the-investor, 2002.

HARROD, Roy F. **The Life of John Maynard Keynes**. London: MacMillan & Co., Ltd, 1951

KEYNES, John Maynard. **A Treatise on Probability**. Cambridge: The Royal Economic Society, MacMillan, 1973. (original publicado em 1921).

KEYNES, John Maynard. **Essays in Persuasion**. London: The Royal Economic Society, The MacMillan Press Ltd, 1972. (original publicado em 1931).

KEYNES, John Maynard . **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: The Royal Economic Society, The MacMillan Press Ltd, 1973. (original publicado em 1936); [publicado em português com o título **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Editora Abril, 1983. A revisão técnica foi feita por Claudio Roberto Contador].

LAWLOR, Michael S. **The Economics of Keynes in Historical Context: Na Intellectual History of the General Theory**. New York: Palgrave MacMillan, 2006.

MELLO, Pedro Carvalho de. Viva mais e melhor: quais as consequências para o seguro? Em **Cadernos de Seguros, Funenseg**, Ano XXVII, n. 142, Maio 2007, pgs. 56 a 59.

MINSKY, Hyman P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

MOGGRIDGE, Ronald (editor). **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. Cambridge: MacMillan Cambridge University Press, 1971. (30 volumes).



Pedro Carvalho de Mello

MOGGRIDGE, D.E. **Maynard Keynes: An Economist's Biography**. London e New York: Routledge, 1992.

SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes**. Hopes Betrayed, 1883-1920. London: MacMillan, 1983. v. 1.

SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes: The Economist as a Savior, 1920-1937**. London: MacMillan, 1992. v. II,

TOYE, John. **Keynes on Population**. Oxford: Oxford Univesity Press, 2000.

