

Livro: Investindo em Ações no Longo Prazo

Autor: Jeremy Siegel

Investidores acionários pacientes que conseguem ver além das manchetes amedrontadoras sempre superaram o desempenho daqueles que procuram refúgio em títulos e outros ativos. Mesmo eventos calamitosos como a grande quebra do mercado de ações de 1929 ou a crise financeira de 2008 não negam a superioridade das ações como investimento de longo prazo.

O famoso gráfico de Siegel está na página 6 do livro. E logo de cara ele ressalta que é o gráfico mais importante de todos que revela que ao longo dos 210 anos de retornos acionários que examinei, o retorno real sobre uma carteira de ações amplamente diversificada girou em torno de 6,6% ao ano. Isso significa que, em média, uma carteira de ações diversificada, como um fundo de índice, praticamente dobrou em poder aquisitivo a cada década dos últimos dois séculos. O retorno real sobre investimentos de renda fixa teve uma média bem menor, em títulos governamentais de longo prazo, o retorno real médio foi de 3,6% ao ano e em títulos de curto prazo (letras) foi apenas 2.7% ao ano. O retorno real médio sobre o ouro foi somente 0,7% ao ano. No longo prazo, os preços do ouro permaneceram acima da taxa de inflação, mas apenas um pouco. Em média, o dólar perdeu 1,4% ao ano em poder aquisitivo desde 1802, mas se depreciou em um ritmo significativamente mais rápido desde a Segunda Guerra Mundial.

O período da Grande Depressão de 1929 e seus anos seguintes, ao mesmo tempo que afastou muitos americanos da Bolsa, serviu também de laboratório para que vários estudos fossem elaborados acerca da atratividade do investimento em ações. Antes o investimento em ações era uma unanimidade, depois foi fortemente questionando e com o passar dos anos, resultou em estudos que comprovaram que mesmo diante da péssima década de 1930, quem se manteve investindo em ações com frequência, teve retornos acima do mercado, em especial em relação a quem comprou títulos públicos.

As décadas seguintes, em que pese alguns choques pontuais na década de 1970 (inflação) e em 2000 (bolha.com), experimentaram grande prosperidade econômica e na Bolsa, o que levou a um otimismo excessivo por parte do mercado. Até que em 2008 eclode a maior crise desde o crash de 1929.

Todo macroeconomista já teve oportunidade de examinar a obra *The Monetary History of the United States*, escrita em 1963 por Milton Friedman, economista da Universidade de Chicago e ganhador do Nobel. Sua pesquisa gerou um argumento condenatório contra o Federal Reserve por não fornecer reservas ao sistema bancário durante a Grande Depressão.

Em 1932, O Congresso reformou a Lei do Federal Reserve original, de 1913, acrescentando a Seção 13 (3), que postula:

Em circunstâncias incomuns e urgentes, o Conselho de Governadores do Federal Reserve System, pelo voto favorável de no mínimo cinco membros, pode autorizar qualquer banco de reserva federal, durante os períodos em que o conselho mencionado assim determinar, [...] a descontar, para qualquer indivíduo, sociedade ou corporação, notas, saques e letras de câmbio quando [eles] forem assegurados de acordo com os critérios do Federal Reserve Bank: desde que, antes de descontar [...] o Federal Reserve Bank obtenha provas de que esse indivíduo, sociedade ou corporação é incapaz de assegurar adiantamentos de crédito adequados junto a outras instituições bancárias."

Balanço sobre a crise de 2008 (que o autor chama de período de Grande Moderação ou Grande Recessão, como analogia à crise de 1929 conhecida como Grande Depressão):

A superalavancagem anterior à crise financeira foi motivada pela diminuição do risco ocorrida durante o longo período de estabilidade financeira que precedeu a crise financeira, pela classificação equivocada dos títulos garantidos por hipotecas por parte das agências de classificação, pela aprovação da ampliação da aquisição de casa própria pelo establishment político e pela falta de supervisão por parte de organizações reguladoras fundamentais, particularmente do Federal Reserve. Mas a administração de várias dessas empresas financeiras deveria ter sido responsabilizada. Elas foram incapazes de perceber as ameaças que as abateriam assim que o boom de imóveis residenciais chegasse ao fim e abdicaram da responsabilidade em avaliar os riscos em relação aos técnicos que utilizavam programas estatísticos errados.

A crise financeira também derrubou o mito que cresceu em meio ao mandato de Greenspan de que o Federal Reserve poderia ajustar a economia e eliminar o ciclo económico. Entretanto, embora não tenha percebido a fermentação da crise, o Federal Reserve agiu rapidamente para garantir a liquidez e evitar que a recessão se tornasse bem mais grave do que se revelou.

A crise financeira de 2008 é bem explicada pela seguinte analogia: não há dúvida de que os avanços da engenharia tornaram os carros de passeio bem mais seguros do que eles eram há 50 anos. Mas isso não quer dizer que o automóvel é seguro em qualquer velocidade. Hoje, uma pequena irregularidade na estrada pode atirar para o ar o automóvel mais avançado a uma velocidade de 190 km/h com a mesma certeza que um modelo mais antigo a 130 km/h. Durante a Grande Moderação, os riscos eram de fato menores e as empresas financeiras alavancaram racionalmente seu balanço patrimonial em virtude disso. Contudo, essa alavancagem tornou-se extremamente grande e bastou um aumento imprevisto no índice de inadimplência em hipotecas subprime - a "irregularidade na estrada" para arremessar a economia em uma crise.

Nos EUA o PIB real caiu 26,3% entre 1929 e 1933, mais de cinco vezes o declínio na Grande Recessão, e o desemprego disparou, ficando entre 25% e 30%. Um dos motivos da diferença entre a Grande Depressão de 1929-1933 e a Grande Recessão de 2007-2009 foi o comportamento do nível de preços. Os preços ao consumidor caíram 27% entre setembro de 1929 e março de 1933, enquanto o declínio máximo do índice de preço ao consumidor durante a Grande Recessão foi de 3,5%. Em março de 2010, esse índice ultrapassou seu pico pré-crise, mas foram necessários 14 anos para os preços ao consumidor voltarem ao nível de 1929, após a Grande Depressão.

O Federal Reserve foi capaz de evitar a deflação ao estabilizar a oferta de moeda. Na Grande Depressão, a oferta de moeda, avaliada como a soma da demanda e dos depósitos de poupança (M2), teve uma queda de 29% entre agosto de 1929 e março de 1933. Em contraposição, a oferta de moeda na verdade aumentou durante a crise financeira de 2008 porque o Federal Reserve elevou as reservas totais em mais de US\$ 1 trilhão. Essa medida forneceu reservas suficientes para que os bancos não fossem forçados a pedir empréstimo do mesmo modo que o foram na década de 1930. Embora certamente se possa questionar se as injeções de reserva posteriores (denominadas afrouxamento quantitativo) de fato ajudaram a economia, não havia praticamente nenhuma dúvida de que as provisões iniciais de liquidez eram fundamentais para estabilizar os mercados e impedir que a retração se agravasse substancialmente.

Praticamente nenhum ativo, exceto as dívidas de longo prazo do Tesouro americano, teve eficácia como proteção contra o repentino e acentuado declínio ocorrido durante a crise financeira de 2008.

Existem duas classes de ativos notáveis cujos retornos estão significativamente menos correlacionados com as ações: títulos do Tesouro americano e dólar americano.

Os títulos de longo prazo do Tesouro de fato se tornaram o ativo de "proteção" (hedge) supremo do mundo, e isso explica por que tantos fundos de riqueza soberana mantêm uma alta porcentagem de seus ativos em títulos do Tesouro, a despeito de seus rendimentos e retornos esperados serem extremamente baixos.

A única classe de ativos cuja correlação com os mercados acionários não foi afetada pela crise financeira é o ouro. A elevação do preço do ouro após a crise financeira foi provocada pelo maior temor à hiperinflação e ao colapso financeiro, mas a correlação com os mercados acionários manteve-se próxima de zero nos últimos 50 anos. De 2008 ao início de 2013, o preço do ouro aumentou notadamente, embora nunca tenha ficado tão alto, após a inflação, quanto ficou no pico da bolha de 1980, quando atingiu US\$ 850 por onça ou US\$ 2.545, de acordo com os preços de 2013.

As correlações positivas dos mercados acionários com as commodities e o petróleo e a correlação negativa com os títulos do Tesouro e o dólar deram origem ao termo "mercado risk-on/risk-off". O mercado risk-on ocorre quando boas notícias sobre a economia instigam os investidores a comprar ações e assumir uma posição comprada em commodities e a das commodities, enquanto as flutuações na oferta induzem uma correlação negativa. Se a principal fonte de distúrbios no preço das commodities for as flutuações na oferta, o investimento em commodities pode ser uma boa proteção contra o risco das ações. Contudo, quando os choques de demanda globais forem predominantes, os preços das commodities mudarão em sincronia com os preços das ações, caso em que as commodities serão um péssimo instrumento de diversificação contra flutuações nas ações.

Contudo, tal como a Figura 3.3 demonstra, a correlação entre as classes de ativos não foi estável. Mais especificamente, a correlação entre os preços das ações e os títulos do Tesouro nas décadas de 1970 e 1980 foi positiva, e não negativa. Isso porque a maior ameaça à economia durante esses anos foi a inflação, e a inflação mais baixa foi bom tanto para os preços das ações quanto dos títulos. Somente quando a inflação não é uma ameaça e a estabilidade financeira do setor privado está em questão é que os títulos do Tesouro assumem o status de paraíso seguro e tornam-se negativamente correlacionados com os preços das ações.

Certamente, de acordo com a política monetária atual, o risco de a inflação tornar-se novamente uma preocupação para os formuladores de políticas é grande. Nessa situação, os títulos do Tesouro deixarão de ser um ativo de proteção e os preços dos títulos podem cair consideravelmente porque os investidores exigirão um rendimento bem maior para um ativo que não funciona mais como um instrumento de diversificação para as ações que eles mantêm em sua carteira. O inédito mercado altista de dívidas do Tesouro, apoiado pela convicção de que elas são uma "apólice de seguro em caso de colapso financeiro, poderia ter um fim tão drástico quanto o do mercado altista de ações de tecnologia na virada do século. Quando o crescimento econômico se intensificar, os detentores dos títulos do Tesouro receberão o duplo golpe de elevação nas taxas de juros e perda do status de paraíso seguro.

Uma das principais lições aprendidas com a análise de longo prazo é que nenhuma classe de ativos é capaz de se manter permanentemente impassível aos fundamentos. As ações tiveram a punição merecida quando a bolha da tecnologia explodiu e o sistema financeiro ruiu. É bem provável que os detentores de títulos padeçam de um destino semelhante quando a liquidez criada pelos bancos centrais mundiais der lugar a um crescimento econômico mais sólido e a uma inflação mais alta.

A Grande Depressão provocou os maiores déficits orçamentários governamentais em tempo de paz nos Estados Unidos, na Europa e no Japão e realçou a insustentabilidade dos programas de benefícios sociais generosos e cada vez mais dispendiosos decretados anos antes.

(DEBATE SOBRE ENVELHECIMENTO POPULACIONAL GLOBAL): No início deste capítulo, fiz a seguinte pergunta: quem produzirá os produtos que os aposentados consumirão e quem comprará os ativos que eles precisam vender para financiar esse consumo?

Agora sabemos que são os trabalhadores e investidores dos países em desenvolvimento. À medida que eles venderem sua produção às economias desenvolvidas, eles serão pagos com rendimentos provenientes da venda de ações e dívidas que hoje são mantidos pela população baby boom. Desde que eles consigam acalmar a onda de envelhecimento que está diretamente associada ao seu crescimento econômico. Se eles continuarem crescendo rapidamente, é provável que a maioria das ações e dos títulos emitidos por empresas nos Estados Unidos, na Europa e no Japão passe para as mãos dos investidores do mundo em desenvolvimento. Em meados deste século, investidores chineses, indianos e outros investidores dessas economias jovens obterão a participação majoritária da maior parte das grandes corporações globais.

As drásticas mudanças na tendência inflacionária podem ser explicadas pela mudança no padrão monetário. Durante os séculos XIX e XX, os Estados Unidos, o Reino Unido e o restante do mundo industrializado utilizaram o padrão-ouro. Tal como a Figura 5.1 demonstra, o vínculo entre o preço do ouro e o nível de preços durante esse período foi bastante estreito. Isso porque o padrão-ouro restringe a oferta de moeda e, por conseguinte, a taxa de inflação. No entanto, da Grande Depressão à Segunda Guerra Mundial, o mundo mudou para o padrão papel-moeda. No padrão papel-moeda não há nenhuma restrição legal à emissão de moeda e, por isso, a inflação está sujeita a forças políticas e igualmente a forças econômicas. A estabilidade dos preços depende do desejo dos bancos centrais de restringir o crescimento da oferta de moeda a fim de combater o gasto deficitário e outras forças inflacionárias resultantes das despesas e regulamentações governamentais.

A inflação crônica que os Estados Unidos e outras economias desenvolvidas experimentaram desde a Segunda Guerra Mundial não implica superioridade do padrão-ouro sobre o padrão papel-moeda. O padrão-ouro foi abandonado em virtude de sua inflexibilidade diante de crises econômicas, particularmente durante o colapso bancário da década de 1930. O padrão papel-moeda, quando administrado de forma apropriada, pode impedir as corridas aos bancos e as depressões severas que assolaram o padrão-ouro e ao mesmo tempo manter a inflação em níveis baixos a moderados.

Embora o ouro proteja os investidores contra a inflação, pouco oferece além disso. Qualquer que seja a característica de proteção do ouro, é provável que o metal precioso retarde consideravelmente o retorno da carteira de um investidor de longo prazo.

Quando publiquei *Investindo em Ações no Longo Prazo*, em 1994, alguns economistas questionaram se minhas conclusões, extraídas de dados dos Estados Unidos, poderiam subestimar os retornos acionários históricos avaliados em nível mundial. Eles alegaram que os

retornos acionários americanos exibiam viés de sobrevivência, um viés provocado pelo fato de os retornos serem coletados de mercados acionários bem-sucedidos como os Estados Unidos, e os retornos de países em que as ações fracassaram ou se extinguiram completamente, como Rússia ou Argentina, serem ignorados. Esse viés levava a crer que os retornos acionários nos Estados Unidos, um país que nos últimos 200 anos foi transformado de uma pequena colônia britânica na maior potência econômica do mundo, são exclusivos e os retornos acionários históricos de outros países seriam inferiores.

Incitados por essa questão, os economistas do Reino Unido examinaram os retornos históricos das ações e títulos de 19 países desde 1900. Elroy Dimson e Paul Marsh, professores da Escola de Negócios de Londres, e Mike Staunton, diretor da London Share Price Database, publicaram sua pesquisa em 2002 no livro intitulado *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*.¹ Esse livro oferece um relato rigoroso e ao mesmo tempo agradável de ler sobre os retornos do mercado financeiro mundial em 19 países diferentes.

Os retornos atualizados desse estudo são apresentados na Figura 5.7, que mostra os retornos reais médios históricos das ações, dívidas e letras de todos os 19 países analisados de 1900 a 2012. Embora infortúnios importantes tenham ocorrido em vários desses países, como guerra, hiper-inflação e depressão, todos eles exibiram retornos acionários descontada a inflação consideravelmente positivos.

Os retornos acionários reais giraram entre um baixo nível de 1,7% na Itália e um alto nível de 7,2% na Austrália e África do Sul. Nos Estados Unidos, os retornos acionários, ainda que tenham sido muito bons, não foram excepcionais. A média aritmética simples dos retornos dos 19 países é 4,6%. Se uma carteira tivesse investido um único dólar no mercado acionário de cada um desses países em 1900 teria gerado um retorno real composto de 5,4%, muito próximo dos 6,2% que identifiquei nos Estados Unidos. E os países que tiveram retornos acionários mais baixos tiveram também retornos de renda fixa mais baixos. Desse modo, o prêmio médio das ações em relação aos títulos foi 3,7% e, em relação às letras, de 4,5% na verdade superior ao encontrado nos Estados Unidos. Depois que todas as informações foram analisadas, os autores concluíram:

[...] que o desempenho superior das ações sobre os títulos e letras experimentado pelos Estados Unidos refletiu-se em todos os 16 países analisados. [...] Em todos os países o desempenho das ações foi melhor do que o dos títulos. Ao longo dos 101 anos, apenas dois mercados de renda fixa e somente um mercado de letras ofereceram um retorno melhor do que o nosso mercado acionário com pior desempenho.

Nos últimos 210 anos, o retorno real anual composto de uma carteira diversificada de ações ordinárias girou entre 6% e 7% nos Estados Unidos e exibiu uma constância notável ao longo do tempo. Seguramente, os retornos das ações dependem da quantidade e da qualidade do capital, da produtividade e do retorno em relação ao risco assumido. Contudo, a capacidade de criar valor também depende de uma administração hábil de um sistema político estável que respeite os direitos de propriedade e da competência para oferecer valor aos consumidores em um ambiente competitivo. Oscilações no entusiasmo dos investidores, decorrentes de crises políticas ou econômicas, podem tirar as ações de seu caminho de longo prazo, mas as forças fundamentais do crescimento econômico sempre possibilitaram que as ações recuperassem sua tendência de longo prazo. Talvez seja por esse motivo que os retornos acionários exibiram essa estabilidade, não obstante as mudanças políticas, econômicas e sociais extremas que afetaram o mundo nos dois últimos séculos.

Entretanto, é necessário perceber a estrutura política, institucional e legal na qual esses retornos foram gerados. O desempenho superior das ações nos dois últimos séculos pode ser explicado pela predominância crescente das nações comprometidas com as economias de mercado livres.

À medida que o horizonte de investimento aumenta, a probabilidade de as ações superarem o desempenho dos ativos de renda fixa aumenta acentuadamente. Em horizontes de 10 anos, as ações superam os títulos 80% das vezes; em horizontes de 20 anos, 90% das vezes; e em horizontes acima de 30 anos, quase 100% das vezes.

A alta probabilidade de os títulos e até mesmo as contas bancárias superarem o desempenho das ações a curto prazo é o principal motivo pelo qual vários investidores tem tanta dificuldade de manter seus investimentos em ações.

Não obstante a expressiva desaceleração da taxa de inflação ao longo da última década, há muita incerteza quanto ao valor do dólar no futuro, especialmente em vista dos grandes déficits governamentais e da política monetária afável dos bancos centrais mundiais. Os dados históricos evidenciam que podemos ter mais certeza quanto ao poder aquisitivo que uma carteira diversificada de ações ordinárias terá daqui a 30 anos do que quanto ao poder aquisitivo de um título de 30 anos do Tesouro americano.

O planejamento tributário é importante para maximizar os retornos dos ativos financeiros. Em virtude de alíquotas de imposto favoráveis sobre dividendos e ganhos de capital e da possibilidade de adiar impostos sobre ganhos de capital, as ações oferecem uma vantagem tributária significativa sobre os ativos de renda fixa. Essas vantagens cresceram nos últimos anos, visto que as alíquotas sobre ganhos de capital e dividendos foram reduzidas, a inflação manteve-se baixa e as empresas recompraram ações para aumentar os ganhos de capital. Esses acontecimentos favoráveis aumentaram o retorno após os impostos em 2 pontos percentuais em relação ao retorno médio após os impostos dos últimos 50 anos. Como as ações são mais favoráveis aos investidores de longo prazo do que os títulos, a vantagem tributária das ações é ainda maior.

Mencionamos que o retorno real histórico das ações girou entre 6% e 7% ao ano no decorrer de longos períodos e que isso coincidiu com um índice de P/E médio de aproximadamente 15. Contudo, houve mudanças na economia e nos mercados financeiros que podem elevar o índice de P/E no futuro. Essas mudanças incluem diminuição do custo de investimento em índices de ações, taxa de desconto mais baixa e maior conhecimento sobre as vantagens dos investimentos em ações em relação aos de renda fixa.

As carteiras com rendimento de dividendos mais alto ofereciam aos investidores retornos totais mais altos do que as carteiras de ações com rendimento de dividendos mais baixo. Além disso, as empresas com o nível mais alto de rendimento de dividendos tinham beta inferior a 1, uma indicação de que elas eram mais estáveis ao longo dos ciclos de mercado.

Fama e French determinaram que, tal como as ações de baixa capitalização, as ações que eram baratas em relação a esses fundamentos tinham retornos mais altos do que seria previsto pelo modelo de precificação de ativos financeiros.

As ações cujos preços são baixos em relação a esses fundamentos são chamadas de ações de valor, enquanto aquelas cujos preços são altos em relação aos fundamentos da empresa são chamadas de ações de crescimento.

Nos EUA, de 1926 a 2012, as ações de baixa capitalização superaram sistematicamente o desempenho das ações de alta capitalização.

Estratégia Dogs of the Dow: Essa estratégia requer que os investidores comprem as 10 ações de maior rendimento do índice industrial Dow Jones no final do ano e as mantenham no ano subsequente, repetindo o processo todo 31 de dezembro. Essas ações de alto rendimento com frequência são aquelas cujo valor caiu e encontram-se desfavorecidas junto aos investidores - e esse é o motivo de a estratégia ser chamada de "Dogs of the Dow".

Outra ampliação natural da estratégia Dow 10 é a escolha das 10 ações de mais alto rendimento entre as 100 maiores do S&P 500. As 100 maiores ações do índice S&P 500 compõem uma porcentagem bem maior do mercado total americano do que as 30 ações do índice industrial Dow Jones.

Aliás, essas duas estratégias se sobressaíram. Desde 1957, a estratégia Dow 10 tem oferecido um retorno de 12,63% ao ano, enquanto a S&P 10 tem oferecido um retorno expressivo de 14,14% ao ano, sistematicamente acima das respectivas referências. Além disso, as duas estratégias têm um beta inferior ao do índice industrial Dow Jones ou índice S&P 500.

O pior ano para as estratégias Dow 10 e S&P 10 em relação aos índices de referência foi 1999, quando as ações de tecnologia de alta capitalização atingiram o pico da bolha. A estratégia Dow 10 teve um desempenho 16,72% inferior ao do índice S&P 500 no referido ano e a S&P 10 teve um desempenho mais de 17 pontos percentuais inferior. É durante os estágios posteriores do mercado altista, quando as ações de crescimento atraem o olhar dos investidores especulativos, que essas estratégias voltadas para o valor terão um desempenho inferior ao das estratégias ponderadas por capitalização.

Entretanto no mercado baixista essa estratégia teve desempenho superior às ações de crescimento.

Para determinar se os IPOs são bons investimentos de longo prazo, examinei os retornos de comprar e manter de quase 9.000 IPOs emitidos entre 1968 e 2001. Calculei os retornos com base em se os investidores haviam comprado os IPOs no final do primeiro mês de negociação ou pelo preço de oferta do IPO e se eles haviam mantido as ações até 31 de dezembro de 2003.

Não há dúvida de que os IPOs malsucedidos superam em número os bem-sucedidos. Das 8.606 empresas examinadas, o retorno de 6.796 delas, ou 79%, ficou abaixo dos retornos de um pequeno índice representativo de ações e quase metade delas teve um subdesempenho de mais de 10% ao ano em relação a esse índice.

FACTORING INVESTING:

Pesquisas históricas demonstram que os investidores podem obter retornos de longo prazo mais altos sem assumir maior risco se eles se concentrarem nos fatores relacionados com a avaliação das empresas. O rendimento de dividendos foi um dos fatores identificados; outro foi o índice de preço/lucro. Mais recentemente, a liquidez foi identificada com outro fator (ações de baixa liquidez tendem a ter retorno mais alto). Ao longo do tempo, as carteiras de ações com rendimento de dividendos mais alto, índice de P/E mais baixo e menor liquidez superaram o desempenho do mercado mais do que seria previsto pela hipótese de mercado eficiente.

No entanto, os investidores devem estar cientes de que nenhuma estratégia superará o desempenho do mercado o tempo todo. As ações de baixa capitalização exibem elevações repentinas periódicas que possibilitaram que seu desempenho de longo prazo superasse o das

ações de alta capitalização, mas na maior parte das vezes seu desempenho apenas correspondeu ou ficou aquém do desempenho das ações de alta capitalização. Além disso, as ações de valor geralmente se saíram melhor em mercados baixistas, embora na última recessão, em virtude da alta preponderância das finanças, elas tenham tido um desempenho inferior ao das ações de crescimento. Ou seja, os investidores precisam exercitar a paciência se decidirem adotar essas estratégias de ampliação dos retornos.

Há uma correlação negativa entre PIB e crescimento da Bolsa. Motivo: geralmente porque quando o país está crescendo muito, as ações estão muito valorizadas prejudicando os retornos. Já nos países que demonstraram baixo crescimento, quem investiu na estratégia de valor, teve a partir dos dividendos, ótimos retornos.

O motivo para investir internacionalmente é diversificar sua carteira e reduzir o risco. Investir no exterior possibilita a diversificação da mesma maneira que o investimento em setores diferentes da economia doméstica a possibilita. Seria uma estratégia de investimento equivocada depositar suas esperanças em apenas uma ação ou um setor da economia. De modo semelhante, não é uma boa estratégia comprar apenas em seu país, particularmente quando as economias desenvolvidas estão se tornando uma parte cada vez menor do mercado mundial.

A diversificação internacional diminui o risco porque os preços das ações de diferentes países não aumentam e diminuem em sincronia, e esse movimento assíncrono dos retornos refreia a volatilidade da carteira. Des- de que dois ativos não estejam perfeitamente correlacionados, isto é, que seu coeficiente de correlação seja inferior a 1, a associação desses ativos diminuirá o risco de sua carteira em troca de determinado retorno ou, de outra forma, elevará o retorno em troca de determinado risco.

Para os investidores com horizontes de longo prazo, o hedge cambial em mercados acionários estrangeiros talvez não seja importante. A longo prazo, os movimentos na taxa de câmbio são determinados predominantemente pela variabilidade da inflação entre os países, um fenômeno de nominado paridade do poder de compra. Como as ações são um direito a ativos reais, seus retornos de longo prazo compensaram os investidores por mudanças na inflação e, portanto, os protegeram contra a depreciação cambial provocada por uma inflação mais alta no estrangeiro.

Em 1950, o presidente Truman surpreendeu a nação em seu discurso ao Estado da União com a previsão de que a renda de uma família americana típica atingiria US\$ 12.000 por volta de 2000. Tendo em vista que a renda de uma família mediana girava em torno de US\$ 3.300 na época US\$ 12.000 parecia uma soma suntuosa e significava que o país faria um progresso econômico sem precedentes na segunda metade do século. Na verdade, a previsão do presidente Truman revelou-se bastante modesta. A renda de uma família mediana em 2000 foi US\$ 41.349. Entretanto, em 2000 essa soma comprava menos de US\$ 6.000 com base nos preços de 1950, uma prova da inflação da última metade do século. Portanto, em vez de a renda de uma família típica subir mais de 12 vezes, de US\$ 3.300 para US\$ 41.349 em quase meio século, a renda real apenas dobrou, de US\$ 3.300 para US\$ 6.000, em virtude da mordida da inflação.

O que mudou nos últimos 60 anos que torna a inflação a regra e não a exceção? A resposta é simples: o controle da oferta de moeda mudou do ouro para o governo. Com essa mudança, o governo sempre pode oferecer liquidez suficiente para que os preços não caiam.

Os economistas há muito tempo já sabem que uma variável é soberana para determinar o nível de preços: a quantidade de dinheiro em circulação.

A forte relação entre a oferta de moeda e os preços ao consumidor é um fenômeno mundial. Não há possibilidade de inflação prolongada sem a contínua criação de dinheiro e toda hiperinflação da história está associada com uma explosão na oferta de moeda. Existem evidências convincentes de que os países com alto crescimento monetário experimentam alta inflação, enquanto os países com crescimento monetário refreado têm baixa inflação.

Por que a quantidade de dinheiro está tão intimamente associada com o nível de preços? Porque o preço do dinheiro, como o de qualquer bem, é determinado pela oferta e demanda. A oferta de depósitos é rigidamente controlada pelo banco central. A demanda por dólar deriva da demanda de famílias e empresas que negociam bilhões de dólares em bens e serviços em uma economia complexa. Quando a oferta de dólar aumenta e ultrapassa a quantidade de bens produzidos, isso provoca inflação. A descrição clássica do processo inflacionário - "excesso de dinheiro à caça de pouquíssimos produtos continua tão adequada quanto antes.

Milton Friedman, em *The Monetary History of the United States*, concluiu que era a quantidade de depósitos mais moeda, que ele definiu como M2, que tinha o elo mais próximo com a inflação, não a base monetária, que é a soma de reservas e moeda.

O padrão-ouro só era suspenso em períodos de crise, como guerras. A Grã-Bretanha suspendeu o padrão-ouro durante as Guerras Napoleônicas e a Primeira Guerra Mundial, mas em ambos os casos voltou a utilizá-lo pela taxa de câmbio original. Os Estados Unidos suspenderam temporariamente o padrão-ouro durante a Guerra Civil, mas voltaram a utilizá-lo após o fim da guerra."

A adoção do padrão-ouro é o motivo pelo qual o mundo não experimentou inflação geral durante o século XIX e início do século XX. Mas a estabilidade geral dos preços teve um custo. Como o dinheiro em circulação tinha de se igualar à quantidade de ouro mantida pelo governo, o banco central basicamente abriu mão do controle sobre as condições monetárias. Isso significa que o banco central não era capaz de fornecer dinheiro adicional durante crises econômicas ou financeiras. Na década de 1930, a adoção do padrão-ouro, que impediu o governo de adotar políticas financeiras inflacionárias, transformou-se em uma camisa de força da qual o governo tentava escapar.

A crise de liquidez periódica provocada pela adoção estrita do padrão-ouro impeliu o Congresso a aprovar a Lei do Federal Reserve em 1913, que criou o Federal Reserve System. O Fed tinha como responsabilidade fornecer uma moeda "elástica", o que significava que, em tempos de crise bancária, o Fed se tornaria o credor de última instância. Em tempos difíceis, o banco central forneceria moeda para possibilitar que os depositantes resgatem seus depósitos sem forçar os bancos a liquidar empréstimos e outros ativos.

Ações como proteção da inflação: Os dados indicam que nem as ações nem os títulos e as letras são bons instrumentos de proteção de curto prazo contra a inflação. Os retornos reais de curto prazo desses ativos financeiros são mais altos quando as taxas de inflação são baixas e seus retornos diminuem quanto a inflação aumenta. Mas os retornos reais das ações praticamente não são afetados pela taxa de inflação em horizontes mais longos. Os retornos dos títulos, por sua vez, ficam atrás dos retornos das ações em qualquer horizonte de investimento.

Uma inflação mais alta também aumenta os fluxos de caixa futuros esperados dos acionistas. As ações são um direito ao lucro de ativos reais, sejam esses ativos produzidos por máquina, sejam mão de obra, propriedades ou ideias. A inflação eleva os custos dos insumos e, conseqüentemente, os preços dos produtos (e esses preços na verdade são a medida da inflação). Portanto, os fluxos de caixa futuros também ficarão mais altos com a elevação nos níveis de preços.

Este capítulo documenta o papel do dinheiro na economia e nos mercados financeiros. Antes da Segunda Guerra Mundial, não houve inflação persistente nos Estados Unidos e em outros países industrializados. Contudo, quando o padrão-ouro foi destronado na Grande Depressão, o controle do dinheiro passou para os bancos centrais. E quando o dólar deixou de ser fixado pelo ouro, foi a inflação, e não a deflação, que se revelou o maior problema que os bancos centrais procuraram controlar.

A mensagem deste capítulo é que as ações não são bons instrumentos de proteção de curto prazo contra a inflação. Nenhum ativo financeiro é. Em longo prazo, as ações são instrumentos de proteção extremamente bons contra a inflação, ao passo que títulos não o são. Além disso, as ações são o melhor ativo financeiro quando você teme uma inflação rápida, porque vários países com alta inflação ainda assim podem ter mercados acionários bastante viáveis, se não florescentes. Os ativos de renda fixa não conseguem proteger os investidores contra a emissão excessiva de dinheiro por parte do governo.

Para ganhar dinheiro com a previsão de ciclos econômicos, deve-se ser capaz de identificar picos e vales na atividade econômica antes de sua ocorrência de fato, uma habilidade que pouquíssimos economistas, se é que há algum, dominam. Contudo, a previsão de ciclos econômicos é uma atividade corriqueira em Wall Street não por ela ser bem-sucedida - na maior parte das vezes ela não é -, mas porque as recompensas serão bastante grandes se você conseguir identificar o ponto de virada do ciclo econômico.

Praticamente sem exceção, o mercado acionário entra em queda antes das recessões e em ascensão antes das recuperações econômicas.

Meus estudos demonstram que se os investidores pudessem prever com antecedência o início e o fim das recessões, eles poderiam obter retornos superiores àqueles obtidos por um investidor que compra e mantém. Especificamente, se um investidor mudasse de ações para equivalentes de caixa (títulos de curto prazo) quatro meses antes do início de uma recessão e retornasse às ações quatro meses antes do final da recessão, ele obteria um ganho anual ajustado ao risco de aproximadamente 5 pontos percentuais a mais que o investidor que compra e mantém.

Os valores das ações baseiam-se nos lucros corporativos, e o ciclo econômico é um dos principais determinantes desses lucros. Os ganhos que podem ser obtidos com a capacidade de prever os pontos de virada do ciclo econômico são grandes, mas economistas de todas as convicções falharam em fazê-lo com precisão.

A pior rota que um investidor pode tomar é seguir o ponto de vista prevalente sobre a atividade econômica. Isso leva os investidores a comprar por preços altos quando os tempos são bons e todos estão otimistas e a vender quando os preços estão em baixa.

As lições para os investidores são claras. Superar o mercado acionário por meio da análise da atividade econômica real exige um grau de presciência que os previsores ainda não têm.

O passado pressagia o futuro? O índice industrial Dow Jones de 1922 a 1932 e de 1980 a 1990 é mostrado na Figura 19.1A e B. Existe 1922 similaridade excepcional entre esses dois mercados altistas. Em outubro de 1987, os editores do Wall Street Journal, ao observarem o gráfico de ações até aquele momento, perceberam que a similaridade era tão grande, que imprimiram um gráfico semelhante na edição do jornal que foi às ruas na manhã de segunda-feira, em 19 de outubro de 1987. Mal eles sabiam que aquele dia testemunharia a maior queda em um único dia na história do mercado acionário americano, superando em muito a grande quebra de 29 de outubro de 1929. Fatidicamente, no restante do ano o mercado continuou operando de uma maneira muito parecida com 1929. Vários previsores, citando as semelhanças entre dos dois períodos, estavam certos de que o infortúnio se assomava e aconselhavam seus clientes a vender.

Entretanto, a similaridade entre 1929 e os episódios de 1987 chegou ao fim no final desse mesmo ano. O mercado de ações recuperou-se da quebra de outubro de 1987 e, por volta de agosto de 1989, atingiu uma nova alta. Em contraposição, dois anos após a quebra de outubro de 1929, Dow Jones, lutando com dificuldade em meio ao maior mercado baixista da história dos Estados Unidos, havia perdido mais de dois terços de seu valor e estava para perder outros dois terços.

Qual foi a diferença? Por que as semelhanças sinistras entre esses dois acontecimentos divergiram tão drasticamente? A resposta, em poucas palavras, é que em 1987 o banco central tinha o poder de controlar a fonte suprema de liquidez na economia - a oferta de moeda. E, diferentemente de 1929, não hesitou em fazê-lo. Prestando atenção às árduas lições aprendidas com seus equívocos no início da década de 1930, o Fed injetou dinheiro na economia provisoriamente e prometeu ficar atento a todos os depósitos bancários para garantir que todos os aspectos do sistema financeiro funcionassem de forma apropriada.

O povo estava seguro. Não houve corrida bancária, retração na oferta de moeda e deflação nos valores das commodities e dos ativos. Aliás, a economia em si se expandiu não obstante o colapso do mercado. A quebra do mercado acionário de outubro de 1987 ensinou uma lição importante aos investidores - o mundo de fato não era mais como 1929, e uma acentuada liquidação pode ser uma oportunidade de lucro, e não motivo para pânico.

A curto prazo, existe uma forte correlação negativa entre o VIX e o nível do mercado. Quando o mercado está em queda, os investidores são propensos a pagar mais por proteção contra perda e, para isso, eles compram opções de venda, provocando uma elevação no VIX. Quando o mercado está em ascensão, normalmente o VIX cai porque os investidores ficam menos ansiosos para assegurar sua carteira contra perdas.

Nos últimos anos, comprar quando o VIX está alto e vender quando ele está baixo revelou-se uma estratégia lucrativa em horizontes de curto prazo. O mesmo se revelou verdadeiro com relação a comprar durante quedas de mercado e vender durante picos de mercado.

Não obstante o drama do colapso do mercado de outubro de 1987, seu efeito foi surpreendentemente passageiro sobre a economia mundial ou mesmo sobre os mercados financeiros. Como o episódio de 1987 não pressagiou uma queda mais íngreme nos preços das ações ou um declínio na atividade econômica, nunca alcançará a notoriedade da quebra de 1929. Contudo, sua lição talvez seja mais importante. As salvaguardas econômicas, como medidas imediatas do Federal Reserve para fornecer liquidez à economia e assegurar o funcionamento adequado dos mercados financeiros, podem impedir um desastre econômico do tipo que acossou nossa economia durante a Grande Depressão.

O primeiro analista técnico a ganhar grande notoriedade foi Charles Dow criador do índice industrial Dow Jones. Mas Charles Dow não analisou apenas gráficos. Paralelamente a seus interesses pelos movimentos do mercado, Dow fundou o Wall Street Journal e publicou sua estratégia nos editoriais no início da década de 1900. O sucessor de Dow, William Hamilton, ampliou a abordagem técnica de Dow e publicou Stock Market Barometer em 1922. Dez anos depois, Charles Rhea formalizou os conceitos de Dow em um livro intitulado Dow Theory.

Charles Dow associou o fluxo e refluxo dos preços das ações às ondas do oceano. Ele afirmou que havia uma onda primária, que, como a maré, determinava a tendência geral. Nessa tendência havia ondas secundárias superpostas e ondulações menores. Além disso, ele afirmou que seria possível identificar qual tendência estava em voga analisando um gráfico do índice industrial Dow Jones, o volume no mercado e o Dow Jones ferroviário (hoje chamado índice Dow Jones de transporte).

Uma negociação técnica bem-sucedida exige não apenas a identificação da tendência, mas, mais importante, a identificação do momento em que a tendência está para se inverter. Uma ferramenta conhecida por determinar quando a tendência pode mudar examina a relação entre o preço atual e uma média móvel dos movimentos de preço passados, uma técnica que data no mínimo da década de 1930.

A média móvel é simplesmente a média aritmética de determinado número de preços de fechamento passados de uma ação ou de um índice.

Para cada novo dia de negociação, o preço mais antigo é excluído e o preço mais recente é acrescentado para calcular a média.

As médias móveis são bem menos voláteis do que os preços diários. Quando os preços estão subindo, a média móvel fica abaixo do preço de mercado e, segundo os analistas técnicos, formam um nível de suporte para os preços das ações. Quando os preços estão em queda, a média móvel fica acima dos preços atuais e forma um nível de resistência. Os analistas alegam que a média móvel possibilita que os investidores identifiquem a tendência básica do mercado sem serem distraídos pela volatilidade do dia-a-dia do mercado. Quando os preços penetram a média móvel, isso indica que forças subjacentes vigorosas estão sinalizando uma reversão na tendência básica.

A média móvel mais popular utiliza os preços dos últimos 200 dias de negociação e, portanto, é chamada de média móvel de 200 dias.

A estratégia de média móvel de 200 dias evita grandes perdas, mas sofre vários pequenos declínios. A Figura 20.3 mostra a distribuição de ganhos e perdas anuais (após os custos de transação) da estratégia de timing e de comprar e manter relativos ao Dow Jones para todos os anos do período de 1886 a 2012. O estrategista de timing participa da maior parte dos mercados altistas e evita os mercados baixistas, mas as perdas sofridas quando o mercado flutua com uma fraca tendência são significativas.

A análise técnica pode ser utilizada também para comprar ações individuais. Os economistas acadêmicos chamam esse procedimento de investimento momentum, o qual tem recebido cada vez mais atenção. As estratégias de momentum, ao contrário das estratégias fundamentalistas, baseiam-se puramente nos retornos passados, sejam quais forem os ganhos, dividendos ou outros critérios de avaliação. Os investidores de momentum compram ações que subiram de preço recentemente e vendem ações que diminuíram de preço recentemente, na esperança de que o preço continuará a se mover na mesma direção durante algum tempo.

Embora isso possa parecer em desacordo com a antiga máxima de "comprar na baixa, vender na alta", grande quantidade de pesquisas respaldam a estratégia "comprar na alta, vender mais alto". Em 1993, Narasimhan Jegadeesh e Sheridan Titman constataram que as ações com 10% dos retornos mais altos nos seis meses passados superaram em 1% ao mês o desempenho das ações com 10% dos retornos mais baixos nos seis meses seguintes. Outras estratégias técnicas, como comprar ações com preços próximos ao de sua alta de 52 semanas, também se mostraram favoráveis.

É necessário enfatizar que essas estratégias de momentum funcionam apenas a curto prazo e não devem fazer parte de uma estratégia de longo prazo. No estudo de Jegadeesh e Titman, mais da metade dos retornos em excesso gerados nos primeiros 12 meses se perdeu nos dois anos seguintes. Ao longo de períodos mais extensos, a vantagem de comprar ações "vencedoras" extingue-se completamente. Na verdade, um estudo anterior de Werner De Bondt e Richard Thaler constatou que as ações que tiveram um péssimo desempenho no período anterior de três a cinco anos tiveram um desempenho significativamente superior nos três a cinco anos seguintes ao das ações que haviam se saído bem, o que indica uma reversão à média dos retornos acionários de mais longo prazo.

O sucesso do investimento momentum não pode ser explicado com base em uma estrutura de mercado eficiente. Parece que os investidores a princípio reagem exageradamente às informações, o que faz com que o preço das ações continue a reagir às notícias ao longo do tempo, em vez de se ajustar instantaneamente a novas informações. Infelizmente, o investimento momentum não é uma garantia de sucesso: evidências recentes indicam que, embora os investidores profissionais obtenham retornos em excesso com uma estratégia de momentum, os investidores individuais tendem a ter um desempenho inferior ao do mercado. Isso talvez ocorra porque os investidores individuais com frequência se concentram nas ações com o melhor desempenho, as quais tendem a ficar rapidamente muito acima do preço e a ter retornos ruins, enquanto as ações com bom desempenho que não conseguem chegar ao topo da lista e são compradas por profissionais tendem a ter os melhores retornos de momentum.

Pesquisas econométricas recentes demonstraram que regras de negociação simples como médias móveis de 200 dias ou momentum de preço de curto prazo podem ser utilizadas para melhorar os retornos.

Não obstante o contínuo debate acadêmico, a análise técnica conta com um imenso número de adeptos em Wall Street e com vários investidores de visão. A análise realizada neste capítulo é uma manifestação de aprovação cautelosa a essas estratégias, desde que os custos de transação não sejam altos.

A área de finanças era dominada por teorias que presumiam que os investidores maximizavam sua utilidade esperada, ou bem-estar, e sempre agiam racionalmente. Tratava-se de uma extensão da teoria de escolha racional do consumidor em situação de certeza aplicada a resultados incertos.

Na década de 1970, dois psicólogos, Daniel Kahneman e Amos Tversky, perceberam que muitos indivíduos não se comportavam tal como essa teoria previa. Kahneman e Tversky desenvolveram um novo modelo chamado de teoria da perspectiva - sobre como os indivíduos de fato se comportavam e tomavam decisões diante da incerteza. Esse modelo os consolidou como pioneiros das finanças comportamentais e as pesquisas que eles realizaram têm feito muitos progressos na comunidade financeira.

Os preços das ações não se baseiam apenas em valores econômicos, mas em fatores psicológicos que influenciam o mercado. O economista Robert Shiller, da Universidade Yale, um dos líderes do movimento das finanças comportamentais, enfatizou que os modismos e as dinâmicas sociais desempenham um papel importante na determinação dos preços dos ativos. Shiller demonstrou que os preços das ações têm apresentado uma volatilidade inaceitavelmente alta para serem explicados por flutuações em fatores econômicos como dividendos ou lucros. Ele levantou a hipótese de que grande parte dessa volatilidade extra pode ser explicada por modas e modismos que têm grande impacto sobre as decisões dos investidores.

Um conceito fundamental dessa teoria é que os indivíduos formam um ponto de referência baseados na avaliação de seu próprio desempenho. Kahneman e Tversky constataram que, com base nesse ponto de referência, os indivíduos ficam bem mais preocupados com a possibilidade de perder determinado valor do que com a possibilidade de ganhar o mesmo valor. Os pesquisadores chamaram esse comportamento de aversão à perda e propuseram que a decisão de manter ou vender um investimento será sensivelmente influenciada pelo fato de as ações estarem em alta ou em baixa em outras palavras, pelo fato de você ter tido um ganho ou uma perda.

Efeito manada; excesso de confiança; viés de representatividade; dissonância cognitiva; aversão à perda; contabilidade mental ou enquadramento estreito; ancoragem.

O desempenho geralmente ruim dos fundos em comparação com o mercado não se deve ao fato de os gestores de fundos estarem escolhendo ações perdedoras. O desempenho deles apresenta grande defasagem em relação às referências porque os fundos impõem taxas e custos de negociação que frequentemente chegam a 2% ou mais ao ano. Primeiro, ao procurar retornos mais altos, o gestor compra e vende ações, o que exige pagamento de comissões de corretagem e também pagamento do spread, ou diferença, entre o preço de compra e venda. Segundo, os investidores pagam taxas de administração (e possivelmente comissões de venda ou "comissão inicial") às organizações e aos indivíduos que vendem esses fundos. Por fim, os gestores estão sempre competindo com outros gestores com habilidades iguais ou superiores para escolher ações. Tal como mencionado anteriormente, é matematicamente impossível todos se saírem melhor do que o mercado para cada dólar que supera a média, deve haver um dólar de outro investidor que tem um desempenho inferior à média.

Os custos de negociação e administrativos de 2% ou 3% ao ano podem parecer pequenos se comparados com a volatilidade ano a ano do mercado e podem parecer igualmente pequenos para os investidores que estão lutando por retornos anuais de 20% ou 30%. Mas esses custos são extremamente prejudiciais à acumulação de riqueza a longo prazo. O investimento de US\$ 1.000 por um retorno composto de 11% ao ano, quase o retorno nominal médio das ações desde a Segunda Guerra Mundial, aumentará para US\$ 23.000 ao longo de 30 anos. Uma taxa anual de 1% diminuirá o acúmulo final em quase um terço. Com uma taxa anual de 3%, o acúmulo corresponderá a um pouco mais de US\$ 10.000, menos da metade do retorno do mercado. Todo ponto percentual extra de custos anuais exige que os investidores com 25 anos de idade aposentem-se dois anos depois do que eles se aposentariam na ausência desses custos.

Muitos investidores constataram que o péssimo desempenho dos fundos gerenciados ativamente em relação aos índices de referência indica fortemente que eles se saíam muito bem se simplesmente obtivessem um retorno equivalente ao retorno de mercado de um dos índices mais amplos. Por isso, a década de 1990 testemunhou um enorme crescimento no

investimento passivo, investimento de fundos com o único propósito de ter um desempenho equivalente ao de um índice.

O fundo de índice mais antigo e mais popular é o Vanguard 500 Index Fund. Esse fundo, criado pelo visionário John Bogle, ergueu apenas US\$ 11,4 milhões quando foi iniciado em 1976, e poucos imaginavam que essa ideia sobreviveria. Contudo, lenta e certamente, esse índice ganhou ímpeto e seus ativos atingiram US\$ 17 bilhões no final de 1995. Nos estágios posteriores ao mercado altista da década de 1990, a popularidade da indexação ascendeu. Por volta de março de 2000, quando o índice S&P 500 atingiu uma alta inédita, o fundo reclamou o título de maior fundo de ações do mundo, com mais de US\$ 100 bilhões em ativos. A indexação tornou-se tão popular que nos primeiros seis meses de 1999 quase 70% do dinheiro investido foi para os fundos de índice." Em 2013, todos os fundos do Vanguard 500 Index haviam atraído mais de US\$ 275 bilhões em ativos e o Vanguard Total Stock Market Fund, que incluía ações de menor capitalização, atraiu US\$ 250 bilhões.

Um dos atrativos dos fundos de índice é o custo extremamente baixo. O custo anual total do Vanguard 500 Index Fund é somente 0,15% do valor de mercado (e tão baixo quanto 2 pontos-base para grandes investidores institucionais). Em virtude das técnicas de negociação por conta própria e dos juros dos títulos de empréstimo, os fundos do Vanguard S&P 500 Index para investidores individuais caíram apenas 9 pontos-base ao longo dos últimos dez anos e o fundo do índice S&P 500 para investidores institucionais na verdade superou o desempenho do índice de referência.

Não obstante o sucesso dos fundos de índice no passado, sua popularidade, especialmente daqueles fundos associados ao índice S&P 500, pode gerar problemas para os investidores de índice no futuro. O motivo é simples. Se a mera entrada de uma empresa no S&P 500 elevar o preço de suas ações, em virtude da compra adiantada por parte dos fundos de índice, os fundos de índice manterão inúmeras ações sobrevalorizadas que reduzirão os retornos futuros.

A Standard & Poor's publicou um estudo em setembro de 2000 que havia determinado o quanto a inserção de uma empresa no índice S&P influenciava o preço de suas ações. Esse estudo ressaltou que, da data de divulgação à data efetiva de admissão no índice S&P 500, as ações subiram em média 8,49%. Durante os dez dias seguintes à admissão, essas ações caíram em média 3,23% ou um terço do ganho anterior à entrada. Contudo, um ano após a divulgação, essas perdas pós-entrada foram dissipadas e o ganho médio dos novos participantes foi 8,98%. Todas essas porcentagens foram corrigidas em relação a movimentos no mercado em geral. Um estudo posterior demonstrou que, embora o ganho anterior à entrada tenha caído nos últimos anos, o preço das ações das empresas admitidas no S&P 500 saltou mais de 4% em resposta à divulgação.

Se a hipótese de mercado ruidoso for uma representação mais adequada de como o mercado funciona, os índices ponderados por capitalização não serão mais as melhores carteiras para os investidores. Um índice melhor é o índice ponderado fundamentalmente, no qual cada ação é ponderada por alguma medida dos dados financeiros fundamentais da empresa, como dividendos, lucros, fluxos de caixa e valor contábil, e não pela capitalização de mercado de suas ações.

Os índices ponderados fundamentalmente funcionam da maneira descrita a seguir. Suponhamos que se escolha o lucro como medida do valor da empresa. Se E representar o total de lucros em dólar das ações escolhidas para o índice e E_j for o lucro de uma determinada empresa j , o peso atribuído à empresa j no índice fundamental será E_j/E , sua proporção em

relação ao lucro total, e não sua proporção em relação ao valor de mercado, tal como ocorre nos índices ponderados por capitalização.

Em um índice ponderado por capitalização, as ações nunca são vendidas, independentemente do preço que elas atinjam. Isso porque, se os mercados são eficientes, o preço representa o valor fundamental da empresa, e nenhuma compra ou venda é permitida.

Entretanto, em um índice ponderado fundamentalmente, quando o preço da ação sobe, mas o fundamento por exemplo, o lucro - não sobe, as ações são vendidas até que seu valor no índice seja reduzido para os níveis originais. O oposto ocorre quando uma ação cai por motivos não relacionados com os fundamentos nesse caso, as ações são compradas pelo preço mais baixo para que seu valor volte aos níveis originais. A realização dessas vendas ou compras é chamada de rebalanceamento da carteira ponderada fundamentalmente e em geral ocorre uma vez por ano.

Uma das vantagens das carteiras ponderadas fundamentalmente é que elas evitam "bolhas", altas meteóricas nos preços das ações que não são acompanhadas por altas nos dividendos, nos lucros ou em outras medidas objetivas de valor da empresa.

As evidências históricas para respaldar a indexação ponderada fundamentalmente são impressionantes. De 1964 a 2012, o retorno anual composto de um índice ponderado por dividendos baseado em praticamente todas as ações americanas foi 10,84% ao ano, 117 pontos-base superior ao de uma carteira semelhante ponderada por capitalização e baseada nas mesmas ações, enquanto a volatilidade e o beta da carteira ponderada em dividendos foram inferiores aos da carteira ponderada por capitalização.

O desempenho superior de longo prazo dos índices ponderados fundamentalmente depende em especial de sua ênfase sobre estratégias baseadas em valor. As ações com rendimentos de dividendos acima da média ou índices de P/E abaixo da média recebem pesos mais altos nos índices ponderados fundamentalmente do que nos índices ponderados por capitalização. Contudo, os índices ponderados fundamentalmente são mais bem diversificados do que as carteiras formadas apenas por ações de valor e, historicamente, eles ofereceram melhor trade-off entre risco e retorno. Em resumo, os índices ponderados fundamentalmente têm características bastante atraentes que desafiam a supremacia dos índices ponderados por capitalização para os investidores de longo prazo.

O desempenho passado dos fundos de ações gerenciados ativamente não é encorajador. As taxas que a maior parte dos fundos cobra não oferece aos investidores retornos superiores e podem ser um empecilho significativo para a acumulação de riqueza. Além disso, é extremamente difícil identificar um bom gestor de recursos financeiros, porque a sorte desempenha um papel em todos os resultados de investimento bem-sucedido.

Quando os custos são levados em conta, grande porcentagem dos fundos de ações gerenciados ativamente fica em grande medida aquém dos índices de referência. Portanto, a maioria dos investidores ficaria em melhor situação com fundos de índice ponderados por capitalização ou ponderados fundamentalmente.

Ser um investidor de longo prazo bem-sucedido é fácil em princípio, mas difícil na prática. É fácil em princípio porque a estratégia de comprar e manter uma carteira de ações diversificada, com a abstenção de qualquer capacidade de previsão, está ao alcance de todos os investidores, independentemente de sua inteligência, julgamento ou posição financeira. Contudo, é difícil na prática porque todos nós somos vulneráveis a forças emocionais que podem nos fazer desviar

do caminho. Histórias sobre pessoas que adquiriram rapidamente grande riqueza no mercado nos incitam a participar de um jogo muito diferente daquele que pretendíamos. A memória seletiva também nos impele para a direção errada. Aqueles que acompanham o mercado de perto com frequência afirmam com veemência: "Eu sabia que as ações (ou o mercado) estavam subindo! Quem me dera se eu tivesse agido de acordo com minha avaliação. Teria ganhado uma fortuna!" Mas a compreensão tardia, a posteriori, engana nossa mente. Esquecemo-nos das dúvidas que tivemos quando tomamos a decisão de não comprar. A compreensão a posteriori pode distorcer nossas experiências passadas e afetar nosso julgamento, estimulando-nos a utilizar palpites e a tentar ser mais espertos que os outros investidores que, por sua vez, estão fazendo o mesmo jogo.

Para a maioria dos investidores, a escolha desse caminho leva a resultados desastrosos. Assumimos riscos em demasia, os custos de transação são altos e acabamos por ceder às emoções do momento ao pessimismo quando o mercado está em baixa e ao otimismo quando o mercado está em alta. Isso gera frustração porque nossos atos equivocados resultam em retornos consideravelmente menores do que aqueles que poderíamos ter obtido se tivéssemos apenas nos mantido no mercado.

A obtenção de bons retornos em ações exige um foco de longo prazo e uma estratégia de investimento disciplinada. Os princípios enumerados a seguir, extraídos da pesquisa descrita neste livro, possibilitam que investidores novos e experientes concretizem melhor suas metas de investimento.

1. Mantenha suas expectativas de acordo com os dados históricos. Historicamente, nos últimos dois séculos, as ações ofereceram retornos entre 6% e 7% após a inflação e foram vendidas segundo um índice de P/E médio de 15.
2. Os retornos das ações são bem mais estáveis a longo prazo do que a curto prazo. Ao longo do tempo, as ações, diferentemente dos títulos, compensam os investidores pela inflação mais alta. Por isso, à medida que seu horizonte de investimento se ampliar, invista uma fração maior de seus ativos em ações.

A porcentagem de ações que você deve manter em sua carteira depende de circunstâncias individuais. Contudo, com base em dados históricos, um investidor com um horizonte de longo prazo deve manter uma porção esmagadora de seus ativos financeiros em ações. O Capítulo 6 mostrou que ao longo de horizontes de investimento de 20 anos ou mais, as ações têm retorno mais alto e menor risco descontada a inflação do que os títulos.

3. Aloque a maior porcentagem dos ativos de sua carteira de ações em fundos de índices de ações de baixo custo.

Vários fundos negociados em bolsa (exchange-traded funds - ETFs) e fundos mútuos indexados acompanham de perto os principais índices do mercado de ações. Os investidores de fundos de índice ponderado por capitalização devem insistir em um índice de despesas anual total inferior a 0,15%.

4. Aloque pelo menos um terço dos ativos de sua carteira em ações internacionais, atualmente definidas como ações de empresas não sediadas nos Estados Unidos. As ações de países de alto crescimento com frequência ficam acima do preço e geram retornos ruins para os investidores.

Hoje os Estados Unidos têm apenas metade do capital social e essa fração está diminuindo rapidamente. Ter ações estrangeiras é imprescindível na atual economia global. No futuro, o local geográfico da sede da empresa perderá a importância enquanto fator de investimento. O que, onde e a quem uma empresa vende seus produtos prevalecerão em um novo sistema de classificação.

Em todos os países estudados, o retorno das ações superou facilmente o dos títulos e dos ativos de renda fixa no último século.

5. Historicamente, as ações de valor - aquelas com índice de P/E mais baixos e rendimento de dividendos mais alto - tem retornos superiores e menor risco do que as ações de crescimento. Penda sua carteira para o valor comprando carteiras indexadas passivas de ações de valor ou fundos de índice ponderados fundamentalmente.

5. Historicamente, as ações de valor - aquelas com índice de P/E mais baixos e rendimento de dividendos mais alto - tem retornos superiores e menor risco do que as ações de crescimento. Penda sua carteira para o valor comprando carteiras indexadas passivas de ações de valor ou fundos de índice ponderados fundamentalmente.

O Capítulo 12 demonstrou que as ações com índice de P/E baixo e alto rendimento de dividendos superaram o mercado nos últimos 50 anos e o fizeram com um risco menor. Um dos motivos desse desempenho superior é que os preços das ações frequentemente são influenciados por fatores que não estão relacionados com seu verdadeiro valor, como liquidez e transações motivadas por impostos, especulação baseada em rumores e compra e venda por parte de traders de momentum. Nessas circunstâncias, as ações que recebem um preço baixo em relação a seus fundamentos tenderão a oferecer aos investidores um perfil de risco e retorno mais adequado.

Os investidores podem tirar proveito desse erro de apreçamento comprando carteiras de ações de valor de baixo custo gerenciadas passivamente ou índices ponderados fundamentalmente que atribuem um peso a cada ação de acordo com sua parcela de dividendos ou ganhos, e não de acordo com seu valor de mercado. Historicamente, os índices ponderados fundamentalmente tiveram retornos mais altos e riscos menores do que os índices ponderados por capitalização.

6. Concluindo, estabeleça regras firmes para manter sua carteira nos trilhos, especialmente se você perceber que está cedendo à emoção do momento. Se você estiver particularmente apreensivo em relação ao mercado, sente-se e releia o primeiro capítulo deste livro.

As oscilações emocionais do investidor com frequência fazem os preços das ações ficarem acima e abaixo de seus valores fundamentais. É difícil resistir às tentações de comprar quando todos estão otimistas e de vender quando todos estão pessimistas. Como é difícil se afastar desse sentimento do mercado, a maioria dos investidores que negocia frequentemente obtém retornos ruins. O Capítulo 22 mostra como as finanças corporativas ajudam os investidores a compreender e evitar armadilhas psicológicas comuns que ocasionam um desempenho de mercado ruim. Os Capítulos 1 e 5 mantêm os investidores concentrados no quadro global de risco e retorno.