

Título: Um Passeio Aleatório por Wall Street
Subtítulo: Um guia clássico e abrangente para investir com sucesso
Autor: Burton Malkiel

É um livro feito para o investidor individual para mostrar que ele pode alcançar melhores resultados do que os investidores profissionais e os fundos de investimento. O autor diz que fará ênfase no investimento em ações.

Credenciais do autor:

Primeiro vem minha experiência profissional nas áreas da análise de investimentos e da gestão de portfólios. Iniciei minha carreira como profissional do mercado em uma das maiores empresas de investimentos de Wall Street. Mais tarde chefiar o comitê de investimentos de uma seguradora multinacional e, por muitos anos, atuei como diretor de uma das maiores empresas de investimentos do mundo. Em segundo lugar está meu trabalho como economista e chefe de diversos comitês de investimentos. Especializando-me em mercados de títulos mobiliários e comportamento de investimento, adquiri conhecimentos detalhados das pesquisas acadêmicas e das novas descobertas sobre oportunidades de investimento. Por fim, e certamente não menos importante, sou um investidor bem-sucedido que tem atuado praticamente a vida inteira.

Os acadêmicos se esquivam das escolas técnicas e fundamentalistas dividindo a teoria do passeio aleatório em três versões (a "fraca", a "semiforte" e a "forte") e criando uma teoria própria, chamada de nova tecnologia de investimento. Esta última abrange um conceito chamado beta, incluindo "beta inteligente", e pretendo me deter nisso um pouco.

Vejo o investimento como um método de adquirir ativos para obter lucro na forma de renda razoavelmente previsível (dividendos, juros ou aluguéis) e/ou valorização a longo prazo. Um investidor compra ações provavelmente para produzir um fluxo futuro confiável de retornos de caixa e ganhos de capital ao longo de anos ou décadas.

Quero deixar bem claro que este livro não é para especuladores: não vou lhe prometer enriquecimento da noite para o dia nem milagres no mercado de ações. Na verdade, o subtítulo dele poderia perfeitamente ser "o livro do enriquecimento lento mas seguro". Lembre que, só para manter o equilíbrio, seus investimentos precisam gerar uma taxa de retorno igual à inflação.

O autor fala do comportamento das massas e cita bolhas históricas de mercado. Em especial, da página 30 a 32, ele conta com detalhes como foi a Bolha das Tulipas no século XVII. Fala também do crash de 1929, citando que a maioria das blue chips da época atingiram o fundo do poço em 1932 com uma queda média de 95% em relação ao topo em 1929. Além de muitos outros episódios mais de bolhas especulativas nos EUA e no mundo no decorrer dos séculos.

Nos anos 1960, a formação de conglomerados estava alta, sustentada por um período em que a bola da vez era o tema growth. Assim, houve uma onda de fusões e aquisições entre empresas listadas sustentada sob argumento de que a combinação entre os negócios iria gerar sinergias positivas, aumento de lucratividade e crescimento. Na prática, era pura narrativa para inflar os múltiplos das empresas, fazer os executivos ganharem muito dinheiro e iludir Wall Street.

Uma interessante nota de rodapé a esse episódio é que, durante as duas primeiras décadas do século XXI, a "desconglomerção" entrou na moda. O desdobramento de subsidiárias para formar empresas separadas via de regra foi recompensado com o aumento do preço das ações. As duas empresas distintas tinham geralmente um valor de mercado combinado maior do que o conglomerado original.

Mesmo deixando as fraudes de lado, deveríamos ter aberto mais o olho. Deveríamos ter sabido que investimentos em tecnologias transformadoras muitas vezes se mostraram frustrantes para investidores. Na década de 1850, era grande a expectativa de que as ferrovias aumentariam muito a eficiência das comunicações e do comércio. Foi o que aconteceu, mas isso não justificou os preços das ações de ferrovias, que subiram a enormes alturas especulativas antes de desabarem em agosto de 1857. Um século depois, fabricantes de aviões e televisões transformaram os Estados Unidos, mas a maioria dos investidores iniciais teve prejuízo. A chave para investir não é quanto um setor afetará a sociedade ou mesmo quanto crescerá, e sim sua capacidade de obter e sustentar lucros. E a história nos ensina que todos os mercados exuberantes demais acabam sucumbindo à lei da gravidade. Os perdedores sistemáticos no mercado, por minha experiência pessoal, são aqueles incapazes de resistir a serem arrebatados por algum tipo de febre dos bulbos de tulipa. Na verdade, não é difícil ganhar dinheiro no mercado. Como veremos adiante, um investidor que simplesmente compra e mantém uma carteira de ações de base ampla pode obter retornos razoavelmente generosos a longo prazo. O que é difícil de evitar é a tentação sedutora de jogar seu dinheiro fora em farras especulativas que prometem a riqueza a curto prazo.

A análise das bolhas da internet e imobiliária neste capítulo parece incompatível com a visão de que nossos mercados de ações e imóveis são racionais e eficientes. A lição, porém, não é que os mercados ocasionalmente possam ser irracionais e que deveríamos portanto abandonar a teoria da base firme dos preços de ativos financeiros. Pelo contrário, a conclusão clara é que, em todos os casos, o mercado se corrigiu. O mercado acaba corrigindo qualquer irracionalidade se bem que de sua forma lenta e inexorável. Anomalias podem surgir, os mercados podem se tornar irracionalmente otimistas e com frequência atraem investidores incautos. Mas no final o valor real é reconhecido pelo mercado e esta é a lição principal que os investidores devem aprender.

Desse modo, os preços do mercado devem sempre estar errados. Os indícios que apresentarei a seguir mostram que investidores profissionais não são capazes de ajustar seus portfólios de modo a manter apenas as ações "subvalorizadas" e evitar as "supervalorizadas". As melhores e mais brilhantes mentes em Wall Street não conseguem distinguir sistematicamente as avaliações corretas das incorretas. Não há indícios de que alguém consiga gerar retornos excedentes fazendo apostas certas de maneira sistemática contra a sabedoria coletiva do mercado. Os mercados nem sempre nem em geral estão corretos. Mas **NENHUMA PESSOA OU INSTITUIÇÃO SABE SISTEMATICAMENTE MAIS DO QUE O MERCADO.**

A Parte Dois deste livro concentra-se nos métodos usados pelos gestores de portfólio profissionais. Mostra como acadêmicos analisaram os resultados de seus investimentos e concluíram que não valem o dinheiro pago por eles. Apresenta então a hipótese do mercado eficiente (HME) e sua implicação prática: o melhor que os investidores em ações podem fazer é simplesmente comprar e manter um fundo indexado que possua uma carteira composta por todas as ações no mercado.

A análise técnica é o método de prever o momento apropriado para comprar ou vender uma ação usado pelos que acreditam na visão do castelo no ar dos preços das ações. A análise fundamentalista é a técnica de aplicar os princípios da teoria da base firme à seleção das ações individuais.

Uma regra útil, chamada "a regra dos 72", fornece um atalho para descobrir quanto tempo o dinheiro leva para dobrar. Pegue a taxa de juros que você ganha, divida 72 por ela e você obtém o número de anos necessário para dobrar seu dinheiro. Por exemplo, se a taxa de juros é de 15%, são necessários pouco menos de cinco anos para seu dinheiro dobrar ($72 \div 15 = 4,8$ anos).

Regra 1: Um investidor racional deveria estar disposto a pagar tanto mais por uma ação quanto maior a taxa de crescimento dos dividendos e lucros.

Corolário da Regra 1: Um investidor racional deveria estar disposto a pagar tanto mais por uma ação quanto maior a expectativa de duração de uma taxa de crescimento extraordinária.

Regra 2: Um investidor racional deveria pagar tanto mais por uma ação, permanecendo inalterados os demais fatores, quanto maior a proporção do lucro da empresa paga em dividendos em dinheiro ou usada para recomprar ações.

Regra 3: Um investidor racional (e avesso ao risco) deveria pagar tanto mais pela ação de uma empresa - permanecendo inalterados os demais fatores - quanto menos arriscada for essa ação.

Regra 4: Um investidor racional deveria pagar tanto mais por uma ação - permanecendo inalterados os demais fatores - quanto menores forem as taxas de juros.

Apesar de sua plausibilidade e da aparência científica, existem três falhas potenciais na análise fundamentalista de ações. Primeira, as informações e análises podem estar incorretas. Segunda, a estimativa de "valor" do analista pode estar equivocada. Terceira, o preço da ação pode não convergir para seu valor estimado.

Muitos analistas usam uma combinação de técnicas para julgar se ações individuais são atraentes para compra. Um dos procedimentos mais sensatos pode ser facilmente sintetizado pelas três regras seguintes. O leitor persistente e paciente reconhecerá que as regras se baseiam nos princípios dos preços das ações que expus anteriormente.

Regra 1: Compre apenas empresas com crescimento dos lucros esperado acima da média nos próximos cinco ou mais anos.

Regra 2: Nunca pague por uma ação mais do que sua base firme de valor.

Regra 3: Procure ações cujas histórias de crescimento previsto são do tipo que permite aos investidores construir castelos no ar.

Um investidor que com frequência mantém uma grande posição em dinheiro para evitar períodos de declínio do mercado provavelmente estará fora do mercado durante alguns períodos em que ele vai bem. O professor H. Negat Seybun, da Universidade de Michigan, descobriu que 95% dos ganhos significativos no mercado num período

de trinta anos advieram em 90 dentre os aproximadamente 7.500 dias de negócios. Se você por acaso perdesse aqueles 90 dias, apenas 1% dos dias totais, os retornos generosos de longo prazo do mercado de ações no período teriam sido eliminados. Estudando um período mais longo, Laszlo Birinyi, em seu livro *Master Trader*, calculou que um investidor que adota a estratégia de comprar e manter teria visto 1 dólar investido no Índice Dow Jones em 1900 subir para 290 dólares no início de 2013. Mas, se esse investidor tivesse perdido os melhores cinco dias de cada ano, aquele dólar investido valeria menos de 1 cent em 2013. O fato é que aqueles que tentam prever a tendência do mercado correm o risco de perder os grandes avanços ocasionais que dão as maiores contribuições ao desempenho.

As implicações são simples. Se os preços do passado contém pouca ou nenhuma informação útil para a previsão dos preços do futuro, não faz sentido seguir as regras de negociação técnicas. Uma simples política de comprar e manter será ao menos tão boa quanto qualquer procedimento técnico. Além disso, comprar e vender, na medida em que é rentável, tende a gerar ganhos de capital tributáveis. Ao seguir qualquer estratégia técnica, você tende a realizar lucros de capital de curto prazo e pagar impostos maiores (bem como pagá-los mais cedo) do que com uma estratégia de comprar e manter. Simplesmente comprar e manter um portfólio diversificado permitirá que você poupe em despesas de investimento, taxas de corretagem e impostos.

Os investidores não se saíram melhor com o fundo mútuo comum do que se tivessem comprado e conservado um amplo índice de ações não administradas. Em janelas mais curtas, os portfólios de alguns fundos mútuos até superaram o índice, mas não conseguem se manter acima por tanto tempo. Ou seja, em longos períodos, não superaram o desempenho do mercado.

É simplesmente impossível contar com qualquer fundo, ou administrador de investimentos, para superar sistematicamente o mercado - mesmo quando o desempenho passado indica alguma habilidade de investimento incomum.

Os indícios a favor de investir no índice se fortalecem com o tempo. A Standard & Poor's publica relatórios todos os anos comparando todos os fundos ativamente geridos com diversos de seus índices de ações. O relatório de 2018 é mostrado na tabela da página seguinte. Quando se examina período de cinco anos, mais de três quartos dos gestores ativos são superados por seus índices comparativos. E o relatório de cada ano é mais ou menos semelhante. A cada vez que faço uma revisão deste livro, os resultados são parecidos.

Não estou afirmando que seja impossível superar o mercado. Mas é bem improvável. Uma forma interessante de demonstrar esse resultado é examinar os históricos de todos os fundos mútuos de ações existentes em 1970 (quando comecei a trabalhar neste livro) e seguir seu desempenho até 2017.

Em 1970 existiam 358 fundos mútuos de ações. Hoje são milhares. Pode mos medir os históricos de longo prazo de apenas 78 daqueles fundos originais porque 280 deles deixaram de existir. Desse modo, os dados da figura sofrem da "distorção da sobrevivência". Os fundos sobreviventes são aqueles com melhores históricos. Existe um segredo desagradável no setor de fundos mútuos: se você tem um fundo com mau desempenho, isso não repercute bem no complexo de fundos mútuos. Assim, os fundos com mau desempenho tendem a ser fundidos com fundos melhores, eliminando seus históricos constrangedores. Os fundos sobreviventes são os de melhor desempenho. Mas, mesmo com essa distorção da sobrevivência, observe

quão poucos são os fundos originais com desempenhos superiores. Dá para contar nos dedos de uma mão o número de fundos, dentre os 358 originais, que realmente superaram o índice do mercado em dois pontos percentuais ou mais. Somente 11 deles (3%) superaram em 1% ou mais.

O fato é que é altamente improvável que você consiga superar o mercado. É tão raro que é como procurar uma agulha num palheiro. Uma estratégia com bem mais chances de ser ótima é comprar o próprio palheiro: ou seja, comprar um fundo indexado um fundo que simplesmente compre e conserve todas as ações de um índice do mercado de ações amplo. Felizmente, cada vez mais investidores estão fazendo exatamente isso. Durante 2018, mais de 45% do dinheiro investido por indivíduos e instituições foi para os fundos indexados. E a porcentagem continua crescendo a cada ano.

Embora a discussão precedente tenha se concentrado nos fundos mútuos, não se deve supor que os fundos sejam os piores dentre todo o grupo de gestores de investimentos. Na verdade, os fundos mútuos têm tido um desempenho um pouco melhor do que muitos outros investidores profissionais. Foram estudados os desempenhos de empresas de seguros de vida, empresas de seguros de propriedades e contra acidentes, fundos de pensão, fundações, fundos fiduciários estaduais e locais, fundos pessoais administrados por bancos e contas discricionárias individuais geridas por consultores de investimentos. Não existem diferenças de porte no desempenho do investimento de portfólios de ações ordinárias entre esses investidores profissionais ou entre esses grupos e o mercado como um todo. As exceções são raríssimas. O desempenho do investimento de portfólios profissionalmente geridos como um grupo tem sido pior que o de um índice de base ampla.

Foi nesse ponto que o que começou como a forma forte da hipótese do mercado eficiente se dividiu em duas. A forma "semiforte" diz que nenhuma informação pública ajudará o analista a selecionar títulos mobiliários subestimados. O argumento aqui é que a estrutura dos preços do mercado já leva em conta qualquer informação pública que possa estar contida em balanços, demonstrações de resultado, dividendos e assim por diante. Análises profissionais desses dados serão inúteis. A forma "forte" sustenta que absolutamente nada que seja conhecido ou mesmo cognoscível sobre uma empresa beneficiará o analista fundamentalista. De acordo com a forma forte da teoria, nem sequer informações "privilegiadas" podem ajudar os investidores.

A forma forte da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) é obviamente um exagero. Ela não admite a possibilidade de obter informações privilegiadas.

A hipótese do mercado eficiente não implica, como alguns críticos proclamaram, que os preços das ações estão sempre corretos. Na verdade, os preços das ações estão sempre errados. O que a HME infere é que ninguém sabe ao certo se os preços das ações estão altos ou baixos demais. Nem a HME afirma que os preços das ações mudam sem objetivo e erráticamente e são insensíveis às mudanças nas informações fundamentais. Pelo contrário, o motivo pelo qual os preços mudam de maneira tão aleatória é exatamente o oposto. O mercado é tão eficiente - os preços mudam tão depressa quando surgem informações que ninguém consegue comprar ou vender com a rapidez suficiente para se beneficiar. E notícias reais se desenvolvem aleatoriamente, ou seja, sem previsibilidade. Não podem ser previstas pelo estudo de informações técnicas ou fundamentalistas do passado.

Mesmo o lendário Benjamin Graham, conhecido como o pai da análise fundamentalista de valores mobiliários, relutantemente chegou à conclusão de que já não se podia contar com a análise de valores mobiliários fundamentalista para produzir retornos de investimentos superiores. Pouco antes de morrer, em 1976, ele foi citado em uma entrevista no Financial Analysts Journal: "Não sou mais um defensor de técnicas elaboradas de análise de valores mobiliários para achar oportunidades de valor superior. Foi uma atividade recompensadora, digamos, quarenta anos atrás, quando a obra de Graham e Dodd foi pela primeira vez publicada. Mas a situação mudou. [...] Hoje duvido que esses amplos esforços gerarão seleções suficientemente superiores para justificar seu custo. [...] Estou do lado da escola de pensamento do 'mercado eficiente.'" E Peter Lynch, logo após se aposentar da gestão do Fundo Magellan, bem como o lendário Warren Buffett, admitiram que maioria dos investidores se sairia melhor em um fundo indexado do que investindo em um fundo mútuo de ações ativamente administrado. Buffett estipulou em seu testamento que o dinheiro de seu patrimônio seja investido somente em fundos indexados.

A hipótese do mercado eficiente explica por que o passeio aleatório é possível.

Em seguida, nasce a teoria moderna do portfólio (TMP), criada dentro das universidades em meio ao contexto de que segundo a HME, se os preços das ações individuais rapidamente refletem todas as notícias que estão disponíveis e que por conta disso, as chances de selecionar ações superiores ou prever o rumo geral do mercado estão equilibradas, porque algumas pessoas conseguem superar o mercado? Segundo os acadêmicos, o método de superar o mercado, não consiste em exercer uma clarividência superior, e sim em assumir um risco maior. O risco, e somente o risco, determina o grau em que os retornos estarão acima ou abaixo da média.

O risco do investimento, então, é a chance de que os retornos esperados do título mobiliário não se concretizem e, em particular, de que os títulos caiam de preço.

Uma vez que os acadêmicos aceitaram a ideia de que o risco para os investidores está relacionado à chance de desapontamento com os retornos esperados dos títulos mobiliários, um indicador natural veio à baila: a dispersão provável dos retornos futuros. Assim, o risco financeiro tem sido geralmente definido como a variância ou desvio-padrão dos retornos. Sendo prolixos, usamos o exemplo seguinte para explicar o que queremos dizer. Um título mobiliário cujos retornos não tendem a se afastar muito, se é que se afastam, de seu retorno médio (ou esperado) acarreta pouco ou nenhum risco. Um título mobiliário cujos retornos de ano para ano tendem a ser bem voláteis (e com o qual perdas acentuadas ocorrem em alguns anos) é arriscado.

A teoria do portfólio começa pela premissa de que todos os investidores são como minha esposa: avessos ao risco. Eles querem retornos altos e resultados garantidos. A teoria informa aos investidores como combinar ações em seus portfólios obtendo o menor risco possível compatível com o retorno desejado. Também dá uma justificativa matemática rigorosa para a tradicional máxima dos investimentos de que a diversificação é uma estratégia sensata para indivíduos que gostam de reduzir seus riscos.

A teoria foi desenvolvida na década de 1950 por Harry Markowitz, que por sua contribuição recebeu o Prêmio Nobel de Economia em 1990. Seu livro Portfolio Selection foi uma consequência de sua dissertação de doutorado na Universidade de Chicago. O que Markowitz descobriu foi que portfólios de ações de maior risco (mais

voláteis) poderiam ser formados de modo que o portfólio como um todo pudesse ser menos arriscado do que suas ações individualmente.

A diversificação reduz o risco do portfólio, mas não é capaz de eliminar o risco sistêmico. Em torno de 50 ações americanas de mesmo tamanho e bem diversificadas, seria o limite da mitigação de risco via diversificação. Com tal portfólio, o risco total se reduz em mais de 60%.

50 também é o número de ouro para investidores com mentalidade global. Mesclando ações americanas, com a de mercado emergentes, por exemplo, a relação risco/retorno melhora ainda mais.

Alguns gestores de portfólio têm argumentado que a diversificação não continuou dando o mesmo grau de benefício como acontecia antes. A globalização levou a um aumento dos coeficientes de correlação entre os mercados americano e estrangeiro, bem como entre ações e commodities. Os três gráficos seguintes indicam como os coeficientes de correlação aumentaram nas primeiras décadas do século XXI. Eles mostram os coeficientes de correlação calculados em cada período de 24 meses entre ações americanas (medidas pelo S&P 500) e o índice EAFE de ações estrangeiras desenvolvidas, entre ações americanas e o índice amplo (MSCI) de ações de mercados emergentes e o índice Goldman Sachs (GSCI) de uma cesta de commodities como petróleo, metais e assemelhados. Particularmente perturbador para os investidores é o fato de as correlações terem sido altas quando os mercados caíram. Durante a crise de crédito global de 2007-2009, todos os mercados caíram em conjunto. Aparentemente não havia onde se esconder. Não é de admirar que alguns investidores passaram a acreditar que a diversificação não mais parecesse uma estratégia eficaz para reduzir o risco.

Mas observe que, embora tenham aumentado as correlações entre os mercados, ainda estão longe de ser perfeitas e a ampla diversificação ainda tenderá a reduzir a volatilidade de um portfólio.

Começamos com um refinamento da teoria moderna do portfólio. Como mencionei no último capítulo, a diversificação não consegue eliminar todo o risco - como fez na minha economia insular fictícia - porque todas as ações tendem a subir e descer juntas. Assim, a diversificação na prática reduz algum risco, mas não todo. Três acadêmicos - William Sharpe, ex-professor de Stanford, e os falecidos especialistas em finanças John Lintner e Fischer Black - concentraram suas energias intelectuais em descobrir qual parte do risco de um título mobiliário pode ser eliminada pela diversificação e qual parte não pode. O resultado é conhecido como modelo de precificação de ativos financeiros. Sharpe recebeu um Prêmio Nobel por sua contribuição a esse trabalho de 1990, mesmo ano em que Markowitz foi laureado.

A lógica básica por trás do modelo de precificação de ativos financeiros é que não existe um prêmio por correr riscos que possam ser eliminados pela diversificação. Assim, para obter uma taxa de retorno de longo prazo média maior, é preciso aumentar o nível de risco do portfólio que não pode ser eliminado pela diversificação. De acordo com essa teoria, investidores espertos podem superar o mercado em geral ajustando seus portfólios com uma medida do risco chamada beta.

O risco sistemático, também chamado de risco do mercado, capta a reação de ações individuais (ou portfólios) às oscilações do mercado em geral. Algumas ações e portfólios tendem a ser muito sensíveis aos movimentos do mercado. Outras são mais

estáveis. Essa volatilidade relativa ou sensibilidade aos movimentos do mercado pode ser estimada com base no histórico, sendo popularmente conhecida pela letra grega beta. Basicamente, beta é a descrição numérica do risco sistemático.

O cálculo começa atribuindo um beta de 1 a um índice de mercado amplo. Se uma ação tem um beta de 2, em média oscila o dobro do mercado. Se o mercado sobe 10%, a ação tende a subir 20%. Se uma ação tem um beta de 0,5, tende a subir ou cair 5% quando o mercado sobe ou cai 10%. Os profissionais chamam ações com beta alto de investimentos agressivos e rotulam as ações como beta baixo de defensivas.

Ora, o importante a perceber é que o risco sistemático não pode ser eliminado pela diversificação. Se você diversificasse perfeitamente comprando uma cota de um índice do mercado de ações total (que por definição tem um beta de 1), ainda assim teria retornos bem variáveis (arriscados) porque o mercado como um todo flutua fortemente.

O risco assistemático (também chamado de risco específico) é a variabilidade nos preços das ações (e, portanto, nos seus retornos) que resulta de fatores peculiares a uma empresa individual. O fechamento de um grande contrato novo, a descoberta de recursos minerais, dificuldades trabalhistas, fraude contábil, a descoberta de que o tesoureiro desfalcou a empresa - tudo isso pode fazer com que o preço da ação oscile de forma descolada do mercado. O risco associado a tal variabilidade é justamente do tipo que a diversificação é capaz de reduzir. A tese central da teoria do portfólio é que, na medida em que as ações nem sempre oscilam em conjunto, as variações dos retornos de qualquer título mobiliário tendem a ser eliminadas pela variação complementar dos retornos dos outros.

Posteriormente, surge o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM).

$$\text{Taxa de retorno} = \text{Taxa livre de risco} + \text{Beta} (\text{Retorno do mercado} - \text{Taxa livre de risco})$$

A equação também pode ser escrita como uma expressão do prêmio de risco, ou seja, a taxa de retorno de um portfólio de ações ou qualquer ação individual acima da taxa de juros livre de risco:

$$\text{Taxa de retorno} - \text{Taxa livre de risco} = \text{Beta} (\text{Retorno do mercado} - \text{Taxa livre de risco}).$$

A equação diz que o prêmio de risco obtido de qualquer ação ou portfólio aumenta diretamente no valor beta considerado.

Em um resumo meio grande, a prova do modelo de precificação de ativos financeiros (que chamaremos pela sigla inglesa CAPM, porque nós, economistas, adoramos usar siglas) pode ser enunciada nestes termos: se os investidores obtivessem um retorno extra por correr um risco assistemático, resultaria que portfólios diversificados constituídos de ações com níveis maiores de risco assistemático forneceria retornos maiores do que portfólios igualmente arriscados de ações com menos risco assistemático. Os investidores tentariam agarrar a chance de obter esses retornos maiores, aumentando as apostas nas ações com maior risco assistemático e vendendo ações com betas equivalentes mas risco assistemático menor. Esse processo continuaria até que os retornos esperados das ações com os mesmos betas fossem igualados e nenhum prêmio pudesse ser obtido por correr um risco

assistemático. Qualquer outro resultado seria incompatível com a existência de um mercado eficiente.

Desse modo, uma série de retornos esperados diferentes são possíveis simplesmente ajustando o beta do portfólio. Por exemplo, suponha que o investidor aplique metade de seu dinheiro em um certificado de poupança e metade em uma cota de um fundo indexado representando o mercado de ações amplo. Nesse caso, ele receberia um retorno que seria uma média entre o retorno livre de risco e o retorno do mercado, e seu portfólio teria um beta médio de 0,5.* O CAPM então afirma que, para obter uma taxa de retorno de longo prazo média maior, você deveria simplesmente aumentar o beta de seu portfólio. Um investidor pode obter um portfólio com um beta maior do que 1 comprando ações de betas altos ou comprando um portfólio com volatilidade média com dinheiro emprestado.

Assim como as ações tiveram seus modismos, beta entrou na moda no início da década de 1970. Muitos passaram a adotar a estratégia de comprar ações de beta alto quando achassem que o mercado iria subir, mudando para ações de beta baixo quando temessem que o mercado pudesse cair.

Mas beta é uma medida útil do risco? Será verdade que portfólios com altos betas fornecerão retornos de longo prazo maiores do que aqueles com betas baixos, como sugere o modelo de precificação de ativos financeiros? Será que beta sozinho sintetiza o risco sistemático total de um título mobiliário ou precisamos levar em conta outros fatores também? Em suma, beta realmente merece um alfa? Esses são temas de debates atuais intensos entre profissionais e acadêmicos.

Num estudo publicado em 1992, Eugene Fama e Kenneth French dividiram todas as ações negociadas em decis, de acordo com suas medidas beta durante o período 1963-1990. O decil 1 continha os 10% de todas as ações com os betas mais baixos; o decil 10 continha os 10% com os betas mais altos. O resultado notável, mostrado no gráfico da página anterior, é que não havia essencialmente nenhuma relação entre o resultado desses portfólios dos decis e suas medidas beta. Achei um resultado semelhante para a relação entre retorno e beta de fundos mútuos. Não havia relação entre os retornos de ações ou portfólios e suas medidas do risco beta.

Como seu estudo abrangente cobriu um período de quase trinta anos, Fama e French concluíram que a relação entre beta e retorno é essencialmente uniforme. Beta, a ferramenta analítica chave do modelo de precificação de ativos financeiros, não é um indicador individual útil para se captar a relação entre risco e retorno. E assim, em meados da década de 1990, não apenas os profissionais, mas até muitos acadêmicos, estavam prontos para jogar beta na lata de lixo.

Os Capítulos 8 e 9 foram um exercício acadêmico de teoria moderna dos mercados de capitais. O mercado de ações parece ser um mecanismo eficiente que se ajusta bem rápido a informações novas. Nem a análise técnica, que aborda os movimentos de preço das ações no passado, nem a análise fundamentalista, que aborda informações mais básicas sobre as perspectivas das empresas individuais e da economia, parecem fornecer benefícios consistentes. Pelo visto, a única forma de obter retornos de longo prazo maiores dos investimentos é aceitar maiores riscos.

Infelizmente, uma medida do risco perfeita não existe. Beta, a medida do risco do modelo de precificação de ativos financeiros, parece boa à primeira vista. É uma medida simples, de fácil compreensão, da sensibilidade do mercado. No entanto, beta

tem seus defeitos. A relação real entre beta e taxa de retorno não tem correspondido à relação prevista pela teoria durante longos períodos do século XX. Além disso, betas de ações individuais não são estáveis ao longo do tempo e são muito sensíveis ao indicador do mercado com o qual são medidos.

Para grande alívio dos professores assistentes que precisam publicar artigos para sobreviver, ainda existe muito debate dentro da comunidade acadêmica sobre a medição do risco e muito mais testes empíricos precisam ser feitos. Sem dúvida, muitas melhorias ainda surgirão.

A teoria do mercado eficiente, a teoria moderna do portfólio e várias relações risco/retorno de precificação de ativos baseiam-se na premissa de que os investidores no mercado de ações são racionais.

Os psicólogos não concordarão com essa conversa fiada econômica. Dois em particular - Daniel Kahneman e Amos Tversky - derrubaram os pontos de vista dos economistas sobre como os investidores se comportam e, no processo, atribuíram a eles a criação de toda uma nova disciplina econômica, chamada finanças comportamentais.

Basicamente, existem quatro fatores que criam um comportamento irracional de mercado: excesso de confiança, julgamentos distorcidos, comportamento de manada e aversão à perda.

EXCESSO DE CONFIANÇA

Entre os mais difundidos desses desvios estão a tendência ao excesso de confiança sobre crenças e habilidades e a tendência ao excesso de otimismo sobre avaliações do futuro.

Um tipo de experimento ilustrando essa síndrome consiste em perguntar a um grupo grande de participantes sobre sua competência como motoristas em relação ao motorista médio do grupo ou a todos que dirigem carros.

Daniel Kahneman tem argumentado que essa tendência ao excesso de confiança é particularmente forte entre investidores. Mais do que a maioria dos outros grupos, os investidores costumam exagerar a própria habilidade e negar o papel do acaso. Eles superestimam os próprios conhecimentos, subestimam os riscos envolvidos e exageram sua capacidade de controlar eventos.

Tal suposta precisão implica que as pessoas tendem a apostar mais alto nas previsões do que seria justificado. E os homens costumam exibir mais excesso de confiança do que as mulheres, especialmente sobre sua perícia em questões de dinheiro.

Dois economistas comportamentais, Terrance Odean e Brad Barber, examinaram as contas individuais de uma grande corretora de desconto por um período substancial. Descobriram que quanto mais os investidores individuais negociavam, pior se saíam. E investidores homens negociavam bem mais do que as mulheres, com resultados consequentemente piores.

Essa ilusão de habilidade financeira pode muito bem resultar de outra descoberta psicológica, o chamado viés retrospectivo. Tais erros são sustentados por uma memória seletiva do sucesso. Você lembra seus investimentos bem-sucedidos. E, em retrospecto, fica fácil convencer-se de que você já tinha observado anteriormente.

JULGAMENTOS DISTORCIDOS

Em outro experimento, uma espécie de loteria de escritório foi realizada com dois conjuntos idênticos de cartões de beisebol, que têm a figura de um jogador e seu histórico esportivo. Um conjunto foi posto numa caixa da qual um cartão deveria ser selecionado ao acaso. O outro foi distribuído aos participantes. Metade dos participantes pôde escolher qual cartão pegar, enquanto a outra metade simplesmente recebeu um. Eles ficaram sabendo que o vencedor seria a pessoa com o cartão que coincidissem com um que seria sorteado da caixa. Os participantes foram então informados, depois que todos os cartões foram distribuídos, de que um novo jogador queria comprar um cartão. Então puderam escolher entre vender seus cartões a algum preço negociado ou ficar com eles na esperança de ganhar. Obviamente, cada cartão tinha a mesma probabilidade de vencer. Não obstante, os preços pelos quais os jogadores estavam dispostos a vender seus cartões eram sistematicamente mais altos para aqueles que os escolheram do que para o grupo que havia simplesmente recebido um. Descobertas como essa levaram à decisão de deixar os compradores de loterias estaduais americanas escolherem seus números, embora a sorte sozinha determine os vencedores.

É essa ilusão de controle que pode levar os investidores a ver tendências que não existem ou acreditar que conseguem detectar um padrão de preço que permitirá prever os preços da ação. Na verdade, apesar dos grandes esforços para obter alguma forma de previsibilidade dos dados de preços das ações, o desenvolvimento desses preços de um período a outro se aproxima muito de um passeio aleatório, no qual as mudanças de preços no futuro essencialmente não guardam relação com as mudanças no passado.

As distorções nos julgamentos são agravadas (prepare-se para algum jargão adicional) pela tendência das pessoas de usar equivocadamente a "semelhança" ou "representatividade" em substituição ao pensamento probabilístico sensato.

Kahneman e Tversky forjaram o termo "heurística representativa" para descrever essa descoberta. Por mais misterioso que tudo isso pareça, a heurística representativa provavelmente explica uma série de erros de investimento, como ir atrás de fundos quentes ou a extrapolação excessiva a partir de indícios recentes.

COMPORTAMENTO DE MANADA

O psicólogo social Solomon Asch foi um dos primeiros a estudar como o comportamento de grupo pode levar a tomadas de decisão incorretas. Durante a década de 1950, Asch realizou um famoso experimento de laboratório em que foi pedido a um grupo de participantes que respondessem a uma questão simples que qualquer criança conseguia acertar. Foram mostradas aos voluntários duas cartas com linhas verticais, como as mostradas a seguir. A da esquerda exibiu uma linha vertical. Os participantes tiveram que responder qual linha na da direita tinha o mesmo comprimento daquela da primeira. Sete voluntários participaram de uma série de tais perguntas.

Mas Asch acrescentou um detalhe diabólico ao experimento. Em alguns dos experimentos, ele recrutou seis dos sete participantes para que deliberadamente dessem a resposta errada antes que o sétimo participante tivesse uma chance de expressar sua opinião. Os resultados foram espantosos. O sétimo participante com frequência dava a resposta errada. Asch conjecturou que a pressão social levou os

participantes a escolher a linha errada mesmo sabendo que sua resposta estava incorreta.

Claramente, a bolha da internet do período de 1999 a início de 2000 fornece um exemplo clássico de julgamentos de investimento incorretos, levando as pessoas a enlouquecer em manadas. Os investidores individuais, empolgados com a perspectiva de ganhos enormes das ações que abastecem a Nova Economia, são infectados por uma mentalidade de rebanho irracional. Comunicações boca a boca de amigos no clube de golfe, colegas no trabalho e parceiros de carteados transmitiram uma mensagem poderosa de que uma enorme riqueza vinha sendo criada pelo crescimento da internet. Os investidores e tão começaram a comprar ações ordinárias pelo simples motivo de os preços estarem subindo e outras pessoas estarem ganhando dinheiro, mesmo que os aumentos de preço não se justificassem por razões fundamentais como o crescimento dos lucros e dividendos.

Tal comportamento de manada não se limita a investidores individuais simplórios. Gestores de fundos mútuos têm a tendência de seguir as mesmas estratégias e comprar, como um rebanho, as mesmas ações.

AVERSÃO À PERDA

A contribuição mais importante de Kahneman e Tversky chama-se teoria da perspectiva, que descreve o comportamento individual em face de situações arriscadas em que existem perspectivas de ganhos e perdas. Em geral, economistas financeiros como Harry Markowitz construíram modelos nos quais indivíduos tomavam decisões baseados nos efeitos prováveis de suas escolhas sobre a riqueza final da pessoa. A teoria da perspectiva desafia esse pressuposto. As escolhas das pessoas são motivadas, em vez disso, pelos valores que atribuem a ganhos e perdas. As perdas são consideradas bem mais indesejáveis do que os ganhos equivalentes são desejáveis. Além disso, a linguagem usada para apresentar os possíveis ganhos e perdas influenciará a decisão final tomada. Em termos psicológicos, trata-se de "como a escolha é enquadrada".

Por exemplo, você é informado de que uma moeda será jogada e que, se der cara, você receberá 100 dólares. Mas, se der coroa, você deve pagar 100. Você aceitaria uma aposta assim? A maioria das pessoas diria que não, embora a aposta seja justa no sentido de que, em tentativas repetidas, você acabaria empatando. Metade das vezes você ganharia 100 e na outra metade perderia 100. Em termos matemáticos, o jogo tem um "valor esperado" zero, calculado assim:

Probabilidade de cara x recompensa se der cara + probabilidade de coroa x recompensa se der coroa = Valor esperado. Valor esperado = $(\$100) + (-\$100) = 0$

Kahneman e Tversky então tentaram esse experimento com muitos voluntários diferentes, variando a quantia da recompensa positiva para testar o que seria preciso para induzir as pessoas a aceitar o jogo. Eles descobriram que a recompensa positiva teria que ser em torno de 250 dólares. Observe que o valor esperado do ganho nesse jogo é 75 dólares, sendo portanto uma aposta bem favorável.

Valor esperado = $1/2(\$250) + 1/2(-\$100) = \$75$

Kahneman e Tversky concluíram que o medo das perdas era 2,5 vezes o desejo de ganhar. Em outras palavras, a perda de 1 dólar é 2,5 vezes tão dolorosa quanto o ganho de 1 dólar é agradável. As pessoas exibem extrema aversão à perda, embora

uma mudança de 100 dólares na riqueza mal seja percebida pela maioria das pessoas afluentes. Veremos adiante como a aversão à perda leva muitos investidores a cometer erros custosos.

O interessante é que, quando os indivíduos enfrentaram uma situação tal qual perdas certas estavam envolvidas, os psicólogos descobriram que eles estavam predominantemente propensos a fazer a aposta. Considere as seguintes alternativas:

1. Uma perda certa de 750 dólares.
2. Uma chance de 75% de perder mil dólares e uma chance de 25% de não perder nada.

Observe que os valores esperados das duas alternativas são iguais: ou seja, uma perda de 750 dólares. Mas quase 90% dos voluntários testados escolheram a alternativa (2), a aposta. Em face de perdas certas, as pessoas parecem exibir o comportamento de busca do risco.

Kahneman e Tversky também descobriram um importante efeito de "enquadramento" associado. A maneira como as escolhas são apresentadas para o tomador de decisão pode levar a desdobramentos bem diferentes. Eles formularam o seguinte problema:

Imagine que os Estados Unidos estejam se preparando para o surto de uma doença incomum, cujas expectativas são de causar 600 mortes. Dois programas alternativos para combatê-la foram propostos. Suponha que as estimativas científicas exatas das consequências dos programas sejam:

Se o Programa A for adotado, 200 pessoas serão salvas.

Se o Programa B for adotado, existe uma probabilidade de um terço de as 600 pessoas serem salvas e uma probabilidade de dois terços de que nenhuma pessoa será salva.

Note que o valor esperado do número de pessoas salvas é das mesmas 200 nos dois programas. Mas, de acordo com a teoria da perspectiva, as pessoas são avessas ao risco ao examinar os ganhos possíveis dos dois programas e, como esperado, cerca de dois terços dos que responderam à pergunta escolheram o Programa A como o mais desejável.

Mas suponha que apresentássemos o problema de forma diferente:

Se o Programa A* for adotado, 400 pessoas morrerão.

Se o Programa B* for adotado, existe uma probabilidade de um terço de que ninguém morrerá e uma probabilidade de dois terços de que 600 pessoas morrerão.

Note que as opções A e A*, bem como B e B*, são idênticas. Mas a apresentação no segundo problema se volta para os riscos de pessoas morrerem. Quando o problema foi descrito assim, mais de 75% dos participantes escolheram o Programa B*. Essa escolha ilustrou o efeito do "enquadramento", bem como as preferências pela busca do risco no âmbito das perdas. Quando os médicos se defrontam com decisões sobre opções de tratamento para pessoas com câncer, diferentes escolhas tendem a ser feitas se o problema é enunciado apresentando probabilidades de sobrevivência em vez de probabilidades de mortalidade.

ORGULHO E ARREPENDIMENTO

Investidores acham bem difícil admitir, até para si mesmos, que tomaram uma decisão ruim no mercado de ações. Os sentimentos de arrependimento podem ser ampliados se uma tal admissão teve de ser feita a amigos ou ao cônjuge. Por outro lado, os investidores costumam se orgulhar em contar ao mundo sobre seus investimentos de sucesso que geraram grandes ganhos.

O orgulho e o arrependimento podem estar por trás da tendência dos investidores de conservar as posições que deram prejuízo e vender as ganhadoras.

Vender uma ação que subiu permite aos investidores embolsar lucros e melhorar sua autoestima. Se vendessem suas ações perdedoras, sofreriam os efeitos dolorosos do arrependimento e da perda. Essa relutância é estúpida em termos do senso comum. Vender ações com ganhos (afora as contas de aposentadoria com incentivos fiscais) envolve pagar impostos sobre ganhos de capital. Vender ações com realização de perdas envolve reduzir impostos sobre outros ganhos realizados ou uma dedução tributária, até certos limites.

Os crentes nos mercados eficientes mecanicamente afirmam que a "arbitragem" tornará o mercado eficiente, ainda que muitos investidores individuais sejam irracionais. Os comportamentalistas acreditam na existência de importantes limites à arbitragem que impedem a correção de preços absurdos. Contudo, isso não é simples. Uma das principais formas de arbitragem é a venda a descoberto de um ativo teoricamente esticado. Contudo, além de não ser uma operação barata, o mercado pode permanecer disfuncional por mais tempo do que se espera, podendo levar a quebrar o player por trás dessa operação. Portanto, a arbitragem aqui age de forma limitada.

Algumas recomendações importantes. Evite ir atrás da dica mais que quente. Cuidado com o excesso de movimentações (overtrading) que geralmente é fruto do excesso de confiança. Caso venha a transacionar, venda as ações perdedoras e não as vencedoras. Cuidado com IPOs.

Ao medir todas as IPOs cinco anos após sua emissão inicial, pesquisadores descobriram que seu desempenho ficou 4 pontos percentuais abaixo do mercado a cada ano. Desconfie de esquemas infalíveis.

Novos Métodos de Construção de Portfólio: "Beta Inteligente" e Paridade de Risco

As duas novas estratégias de investimento são chamadas de "beta inteligente" e paridade de risco.

Esse prêmio pelo risco por aceitar os altos e baixos voláteis dos preços das ações tem sido substancial. Desde 1927, as ações recompensaram os investidores com retornos (incluindo dividendos e aumentos de preços) de cerca de 7 pontos percentuais anuais acima do retorno das letras do Tesouro. O Índice de Sharpe para investidores num índice amplo do mercado de ações desde 1927 tem sido 0,42.

Os administradores de investimentos "beta inteligentes" querem que acreditemos que a pura indexação, em que cada empresa tem um peso no portfólio dado pelo tamanho da sua capitalização total, não é uma estratégia ótima. Uma relação risco/retorno melhor (ou seja, um Índice de Sharpe maior) pode ser obtida. O segredo consiste em

inclinam o portfólio ("dar um sabor") em certa direção, como "valor" versus "crescimento", empresas pequenas versus grandes e ações relativamente fortes versus fracas.

Outras inclinações ou "sabores" que foram sugeridos incluem "qualidade" (englobando atributos como vendas estáveis, crescimento dos lucros e baixa alavancagem), rentabilidade, baixa volatilidade e liquidez. Assim como a boa culinária mescla uma série de bons sabores, alguns portfólios "beta inteligentes" mesclam dois ou mais sabores. Existem portfólios que mesclam "valor" com "tamanho pequeno", assim como aqueles que mesclam diversos dos sabores mencionados.

As estratégias de "beta inteligente" estão relacionadas aos modelos multifatores discutidos no Capítulo 9. De fato, a técnica é muitas vezes chamada de investimento baseado em fatores. Se supomos que o beta do modelo de precificação de ativos financeiros é uma medida do risco incompleta, as inclinações ou os sabores listados anteriormente podem ser considerados fatores de risco adicionais. Ao inclinar o portfólio para empresas menores, por exemplo, o investidor está fazendo uma aposta de que o prêmio de risco de empresas menores pode aumentar os retornos. Aqui, claro, "beta inteligente" é interpretado como uma técnica para aumentar retornos assumindo um risco adicional.

Em 1934, David L. Dodd e Benjamin Graham publicaram um manifesto para investidores que atraiu muitos adeptos, inclusive o lendário Warren Buffett. Eles argumentaram que o "valor" vence com o tempo. Para achar "valor", os investidores deveriam buscar ações com índices preço/lucro baixos e preços baixos em relação ao valor contábil. O "valor" baseia-se em realidades atuais em vez de projeções de crescimento futuro. A teoria resultante é compatível com as visões dos behavioristas de que os investidores tendem a confiar demais na capacidade de projetar grande crescimento dos lucros e, assim, a pagar demais por ações de "crescimento".

Tenho alertado repetidamente os investidores para os perigos de ações em voga com altos índices P/L. Particularmente em razão da dificuldade de prever o crescimento dos lucros, é melhor aplicar em ações com índices P/L baixos. Se o crescimento ocorrer, tanto os lucros quanto o índice P/L provavelmente crescerão, dando ao investidor um duplo benefício. Comprar uma ação com índice P/L alto cujos lucros acabam não crescendo sujeita os investidores a um duplo revés. Tanto os lucros como o índice podem cair.

Outro padrão de retorno previsível é a relação entre o índice preço da ação/valor contábil (o valor dos ativos da empresa conforme registrado em seus livros contábeis) e seu retorno futuro. Ações vendidas por índices preço da ação/valor contábil baixos tendem a produzir retornos futuros maiores. Esse padrão parece valer para mercados de ações americanos e estrangeiros, como mostrado por Fama e French, cujo trabalho foi descrito no Capítulo 9.

Outro padrão que os investigadores acadêmicos acharam nos retornos das ações é a tendência, em longos períodos, de as ações das empresas pequenas gerarem retornos maiores do que as ações das empresas de grande porte. Desde 1926, de acordo com a Ibbotson Associates, ações de empresas pequenas nos Estados Unidos produziram taxas de retorno cerca de 2 pontos percentuais maiores do que os retornos das ações de empresas de grande porte.

Duas explicações possíveis para a existência do impulso foram oferecidas: a primeira baseia-se em considerações comportamentais; a segunda, nas reações morosas a novas informações. Robert Shiller, um dos líderes no campo das finanças comportamentais, enfatizou em 2000 um mecanismo de feedback psicológico transmitindo um grau de impulso aos preços das ações, especialmente durante períodos de entusiasmo extremo. As pessoas, vendo os preços das ações subindo, são atraídas ao mercado em uma espécie de "efeito adesão". A segunda explicação baseia-se no argumento de que os investidores não ajustam suas expectativas imediatamente quando chegam as notícias - especialmente notícias de lucros de empresas que excederam a previsão (ou ficaram aquém). Alguns investigadores constataram que retornos anormalmente altos sucedem lucros acima das expectativas dos analistas, já que os preços do mercado parecem reagir apenas de modo gradual às informações sobre lucros.

É difícil interpretar os indícios de impulso no mercado de ações como reflexos do risco. É fato, porém, que ocorrem frequentes "colapsos do impulso", quando as ações que foram favoritas do mercado sofrem reversões punitivas. Certamente existe um grau de risco nas estratégias de seguir tendências.

O impulso é tipicamente medido olhando-se o retorno dos últimos doze meses, excluindo o mais recente. O mês mais recente é eliminado porque com frequência exibe uma reversão. A medida do fator de impulso é o retorno médio dos 30% das ações com melhor desempenho menos o retorno médio dos 30% das ações com pior desempenho. De 1927 a 2017, uma estratégia de impulso envolvendo uma posição comprada nas ações de melhor desempenho e uma posição vendida naquelas de pior desempenho gerou um prêmio de risco de 9,2 pontos percentuais e um Índice de Sharpe de 0,58, ambos maiores até do que o fator beta do CAPM. Claro que o pressuposto na medição de todos os fatores é que o investidor está comprado nas ações de impulso mais forte, valor mais profundo e tamanho menor, e vendido nas ações na outra extremidade do espectro. Não são levados em conta custos de transação, impostos e outros possíveis gastos de implementação.

Lembre-se da discussão do Capítulo 9 demonstrando o resultado empírico de que a relação entre beta e retorno era uniforme. Ações de beta alto não produzem os retornos maiores supostos pelo modelo de precificação de ativos financeiros (leitores esquecidos podem voltar ao gráfico da página 195, que apresenta os resultados do estudo de Fama-French). Mas, como ações de beta baixo são menos voláteis, um investidor pode melhorar seu Índice de Sharpe conservando portfólios de beta baixo. Desse modo, a baixa volatilidade pode ser considerada um fator adicional capaz de melhorar a relação risco/retorno do investidor. Tal técnica é a base do chamado investimento de paridade de risco.

Em resumo, são 4 fatores principais: impulso, valor, tamanho e baixo beta.

Em geral, os históricos dos fundos "beta inteligentes" de fator único e ETFs têm sido irregulares. Muitos ETFs de fator único não conseguiram produzir retornos excedentes confiáveis. Além disso, esses fundos são mais fortemente tributados do que os fundos ponderados pela capitalização que não requerem reequilíbrio.

Os fundos "beta inteligentes" multifatores parecem ter produzido resultados melhores ao se beneficiarem das correlações baixas ou negativas entre os fatores. Sobretudo quando podem ser obtidos com taxas de despesas baixas, são capazes de suplementar um portfólio de índice de núcleo de base ampla. Mas quaisquer retornos

excedentes ou Índices de Sharpe mais favoráveis deveriam ser interpretados como uma recompensa por assumir riscos extras. Ao se afastarem do portfólio do mercado, os investidores estão assumindo um conjunto diferente de riscos. Portfólios "beta inteligentes" podem não representar uma ratoeira para os investidores, mas eles devem tomar cuidado para não cair nas próprias armadilhas mais arriscadas.

O núcleo de todo portfólio deveria consistir em fundos indexados de baixo custo, baixa tributação e base ampla. Se você quiser tentar a sorte apostando que alguns fatores de risco gerarão melhores retornos ajustados ao risco no futuro, pode fazer isso com mais prudência se o núcleo de seu portfólio consistir em fundos indexados de base ampla ponderados pela capitalização. E, caso queira acrescentar fatores de risco na busca por retorno extra, recomendo uma oferta multifatores de baixo custo em vez de um fundo concentrado num único fator de risco.

Um dos maiores sucessos da Bridgewater de Ray Dalio foi o desenvolvimento das técnicas de investimento de paridade de risco. O princípio baseado em indícios em que repousa é que ativos relativamente seguros com frequência fornecem retornos maiores do que os que são apropriados para seu nível de risco, enquanto ativos mais arriscados têm preços relativamente altos e dão retornos menores do que deveriam.

Para investidores (em especial aqueles com patrimônio líquido alto) com capacidade e temperamento para aceitar os riscos adicionais da alavancagem, a barganha oferecida por portfólios de paridade de risco pode ser suficientemente atrativa para merecer um lugar no portfólio geral.

Na prática, portfólios de paridade de risco incluem uma série de classes de ativos, e portfólios gerais incluem mais do que apenas ações e títulos de dívida. As classes distintas de ativos reagiriam cada uma à sua maneira a diferentes condições económicas. Por isso a Bridgewater Associates chama sua oferta de paridade de risco de All Weather Fund (Fundo para Todos os Climas).

Portfólios de paridade de risco não serão ideais em todas as circunstâncias económicas. Não obstante, o uso de alavancagem é uma tecnologia de investimento que precisa estar na caixa de ferramentas do investidor. Na minha visão, a paridade de risco não deveria ser considerada simplesmente uma aposta alavancada em conservar títulos de renda fixa. Ao contrário, a técnica deveria ser julgada apropriada em algumas circunstâncias para investidores que conservam um portfólio amplamente diversificado (incluindo títulos mobiliários internacionais) e desejam aumentar o retorno e o risco do portfólio inteiro com o uso de alavancagem.

Investidores com alto patrimônio líquido que querem ter uma parte de seus portfólios em ativos de retorno maior, e que têm a capacidade de aceitar o risco de empregar alavancagem, deverão pensar em adicionar um portfólio de paridade de risco a seus outros investimentos. Já entre concentrar o portfólio em investimentos de retorno maior ou aumentar os retornos via alavancagem, esta última estratégia parece mais eficaz. Para obter um retorno maior sem alavancagem, o investidor teria de conservar um portfólio menos diversificado, concentrado em classes de ativos de maior risco.

Os investidores deveriam certamente estar cientes dos novos métodos de construção de portfólios. E investidores de alto patrimônio líquido poderiam pensar em acrescentar uma oferta de "beta inteligente" multifatores, ou um portfólio de paridade de risco, ao mix geral de seus investimentos. O investimento em fatores pode potencialmente aumentar os retornos à custa de assumir um conjunto de exposições

ao risco um pouco diferente daquelas de um fundo indexado de base ampla padrão. E os investidores capazes de aceitar os riscos adicionais inerentes à alavancagem poderiam lançar mão da vantagem de acrescentar um portfólio de paridade de risco ao seu conjunto de investimentos. Mas tais ofertas só devem ser levadas em conta se forem de baixo custo e se seus efeitos fiscais potencialmente adversos puderem ser compensados em outras partes do portfólio geral. E continuo acreditando que um fundo indexado do mercado de ações total de base ampla deveria ser o núcleo do portfólio de todas as pessoas. Certamente, para investidores que estão começando a construir um portfólio de ações pensando na aposentadoria, fundos indexados ponderados pela capitalização-padrão são os investimentos iniciais apropriados.

NÃO SEJA PEGO DE MÃOS ABANANDO CARREGUE-SE DE RESERVAS MONETÁRIAS E SEGUROS

A maioria das pessoas precisa de seguros. Aqueles com obrigações familiares são absolutamente negligentes se não adquirem seguros. Corremos o risco de morrer a cada vez que entramos no nosso automóvel ou atravessamos uma rua movimentada. Um furacão ou incêndio poderia destruir nossa casa e nossos bens. As pessoas precisam se proteger contra o imprevisível.

Para indivíduos, seguros residenciais e de carro são imprescindíveis. O mesmo vale para os seguros-saúde e de invalidez. Um seguro de vida para proteger a família da morte do membro que era responsável por seu sustento também é uma necessidade. Você não precisa de seguro de vida se for solteiro e não tiver dependentes. Mas, se tiver família com filhos pequenos que contam com sua renda, você precisa.

Para a maioria das pessoas, é preferível a abordagem "Faça você mesmo". Compre um seguro de vida temporário para proteção e invista a diferença você mesmo num plano de aposentadoria de impostos diferidos, como os PGBLs. Tal plano de investimento é bem superior às apólices de seguro de "vida inteira" ou "vida variável".

J. P. Morgan tinha um amigo que, de tão preocupado com suas aplicações em ações, não conseguia dormir direito à noite. O amigo perguntou: "O que devo fazer com minhas ações?" "Venda até chegar ao ponto de sono", respondeu Morgan. Ele não estava brincando. Cada investidor deve decidir a escolha que está disposto a fazer entre comer bem e dormir bem. A decisão cabe a você. Recompensas altas nos investimentos só podem ser obtidas aceitando um risco substancial. Achar seu ponto de sono é um dos passos de investimento mais importantes que você precisa dar.

De 1926 até 2018, por exemplo, as ações ordinárias forneceram uma taxa de retorno anual média de cerca de 10%. O rendimento dos dividendos para o mercado como um todo em 1º de janeiro de 1926 era de cerca de 5%. A taxa de crescimento de lucros e dividendos no longo prazo também era de cerca de 5%. Assim, somar o rendimento inicial dos dividendos à taxa de crescimento dá uma boa aproximação da taxa de retorno real.

Roger Ibbotson estima que as ações forneceram uma taxa de retorno composta de mais de 8% ao ano desde 1790. Nesse período, em cerca de 3 a cada 10 anos, os retornos totais foram negativos. O que reforça a importância de paciência e persistência no investimento em ações.

CINCO PRINCÍPIOS DE ALOCAÇÃO DE ATIVOS

1. A história mostra que risco e retorno estão relacionados. Se deseja maior retorno, terá que buscar mais risco.
2. O risco de investir em ações ordinárias e títulos de dívida depende do período em que se mantêm os investimentos. Quanto maior o período de manutenção do investidor, menor a variação provável no retorno do ativo e maior pode ser a sua parcela do portfolio em ações.

PROBABILIDADE DE QUE AS AÇÕES SUPEREM OS TÍTULOS DE DÍVIDA (PORCENTAGEM DOS PERÍODOS DESDE 1802, QUANDO OS RETORNOS DAS AÇÕES EXCEDERAM OS RETORNOS DOS TÍTULOS)	
<i>Período de investimento</i>	<i>Porcentagem de períodos quando as ações superaram os títulos de dívida</i>
1 ano	60,2
2 anos	64,7
5 anos	69,5
10 anos	79,7
20 anos	91,3
30 anos	99,4

3. A média dos custos na moeda local pode ser uma técnica útil, embora controversa, de reduzir o risco do investimento em ações e títulos de dívida (preço médio mediante aportes periódicos)
4. O reequilíbrio (rebalanceamento) pode reduzir o risco e, em certas circunstâncias, aumentar os retornos do investimento.

A tabela a seguir mostra os retornos de uma estratégia de reequilíbrio nos vinte anos encerrados em dezembro de 2017. Cada ano (não mais que uma vez por ano) o mix de ativos foi trazido de volta para a alocação inicial 60/40. Os investimentos foram feitos em fundos indexados de baixo custo. A tabela mostra que a volatilidade do valor de mercado do portfólio foi marcadamente reduzida pela estratégia de reequilíbrio. Além disso, o reequilíbrio melhorou o retorno anual médio do portfólio. Sem reequilíbrio, o portfólio retornou 7,71% anuais no período. O reequilíbrio melhorou a taxa de retorno anual para 7,83%, com menos volatilidade.

**A IMPORTÂNCIA DO REEQUILÍBRIO,
JANEIRO DE 1996 A DEZEMBRO DE 2017**

Durante esse período, um portfólio anualmente reequilibrado forneceu menor volatilidade e retorno maior

	<i>Retorno anual médio</i>	<i>Risco* (Volatilidade)</i>
60% Russell 3000 / 40% Barclays Aggregate Bond: Anualmente reequilibrados [†]	7,83	10,40
60% Russell 3000 / 40% Barclays Aggregate Bond: Nunca reequilibrados [†]	7,71	11,63

* Desvio-padrão do retorno.

[†] Ações representadas por um Fundo do Mercado de Ações Total Russell 3000. Títulos de dívida representados por um Fundo do Mercado de Títulos de Dívida Total Agregado Barclays (impostos não considerados).

5. Você precisa distinguir entre sua atitude em relação ao risco e sua capacidade de correr riscos. Os riscos que você pode se dar ao luxo de correr dependem de sua situação financeira total, incluindo os tipos e as fontes de sua renda, além da receita dos investimentos.

TRÊS DIRETRIZES PARA ADAPTAR UM PLANO DE INVESTIMENTO DE CICLO DE VIDA

1. Necessidades específicas requerem ativos específicos dedicados;
2. Reconheça sua tolerância ao risco;
3. A poupança persistente em quantias regulares, por menores que sejam, compensa.

Para aqueles na faixa dos 20 anos, um portfólio de investimentos bem agressivo é recomendado. Nessa idade, existe tempo de sobra para cavalgar os picos e vales dos

ciclos dos investimentos, e você dispõe de uma vida de receitas do emprego pela frente.

À medida que envelhecem, os investidores deveriam começar a reduzir os investimentos mais arriscados e a aumentar a proporção do portfólio dedicada aos títulos de dívida e seus substitutos, como ações de crescimento com dividendos. A alocação também aumenta nos fundos de investimento imobiliário que pagam dividendos generosos. Aos 55 anos, os investidores deveriam começar a pensar na transição para a aposentadoria e direcionar o portfólio para a produção de renda.

Regra dos 4%:

Sob a "solução dos 4%", você deveria gastar no máximo esse percentual do valor total de seu fundo de reserva (aposentadoria) anualmente. A essa taxa, são altas as chances de que você não ficará sem dinheiro ainda que viva até os 100 anos. É altamente provável, também, que você consiga deixar aos seus herdeiros uma soma de dinheiro com o mesmo poder de compra do total de seu fundo de reserva para a aposentadoria. Por que somente 4%? É altamente provável que um portfólio diversificado de ações e títulos de dívida retorne mais de 4% nos anos à frente. Mas existem duas razões para limitar a taxa de retirada. Primeira, você precisa deixar que seus pagamentos mensais cresçam com o tempo pela taxa de inflação. Segunda, você precisa assegurar que consegue enfrentar vários anos das inevitáveis quedas que o mercado de ações pode sofrer durante certos períodos.

Vejamos primeiro de onde sai a cifra dos 4%. Sugerimos na página 315 que podemos esperar uma taxa de retorno das ações no longo prazo de quase 7% ao ano. Um portfólio de títulos de dívida diversificado, incluindo substitutos dos títulos, tende a produzir um retorno em torno de 4%. Portanto, podemos projetar que um portfólio equilibrado, com metade ações e metade títulos de dívida, deveria produzir um retorno anual de aproximadamente 5,5%. Agora suponha que, no longo prazo, a taxa de inflação seja de 1,5%. Isso significa que a carteira do fundo de investimento terá de subir 1,5% ao ano para preservar seu poder de compra. Assim, num ano típico, o investidor gastará 4% do fundo e o fundo de reserva crescerá 1,5%. Os gastos no ano seguinte podem também subir 1,5%, fazendo com que o aposentado ainda seja capaz de comprar a mesma cesta de produtos. Ao gastar menos que o retorno total do portfólio, o aposentado consegue preservar o poder de compra tanto do fundo de investimento quanto de sua renda anual. A regra geral é: primeiro estime o retorno do fundo de investimento e depois deduza a taxa de inflação para calcular o nível de gastos sustentável. Se a inflação tende a ser de 2% ao ano, então uma taxa de gastos de 3,5% seria mais apropriada.

Os fundos mútuos indexados ou ETFs que listei fornecerão ampla diversificação, baixa tributação e despesas baixas. Mesmo que você queira comprar ações individuais, faça o que os investidores institucionais estão cada vez mais fazendo: indexe o núcleo de seu portfólio nos moldes sugeridos e depois aposte ativamente com recursos extras. Com um núcleo forte de fundos indexados, você pode apostar com bem menos risco do que se o portfólio inteiro fosse ativamente gerido. E, ainda que você cometa alguns erros, estes não se mostrarão fatais.

REGRAS PARA ESCOLHA DE AÇÕES:

Regra 1: Restrinja as compras de ações a empresas que pareçam capazes de sustentar um crescimento dos lucros acima da média por ao menos cinco anos.

Regra 2: Nunca pague mais por uma ação do que possa ser razoavelmente justificado por um firme fundamento de valor.

Regra 3: É bom comprar ações com os tipos de história de crescimento previsto que permitam aos investidores construir castelos no ar.

Regra 4: Transacione o menos possível. Minha filosofia me leva a minimizar as transações tanto quanto possível. Sou implacável com as perdedoras, porém. Com poucas exceções, vendo antes do fim do ano quaisquer ações em que eu esteja perdendo. O motivo desse timing é que prejuízos são dedutíveis (até certas quantias) para fins fiscais ou podem contrabalançar ganhos que você já obteve. Assim, assumir prejuízos pode reduzir sua conta fiscal. Posso conservar uma posição perdedora se o crescimento que espero começa a se materializar e estou convencido de que minha ação vai acabar dando certo. Mas não recomendo paciência demais em situações perdedoras, especialmente quando uma medida rápida pode produzir benefícios fiscais imediatos.

Se quiser escolher ações por si mesmo, recomendo fortemente uma estratégia mista: indexe o núcleo de seu portfólio e tente o jogo da escolha de ações com o dinheiro que você pode se dar ao luxo de arriscar. Se a maioria de seus fundos para a aposentadoria está em grande parte indexada e suas ações são diversificadas com títulos de dívida e imóveis, você pode arriscar com segurança algumas ações individuais, sabendo que seu fundo de reserva básico está razoavelmente seguro.

Sugestão de carteira do autor:

33% Renda fixa (VBMFX)

27% Ações americanas (VTSMX)

14% Mercados estrangeiros desenvolvidos (VDMIX)

14% Mercados emergentes (VEIEX)

12% Fundo de investimento imobiliário (VGSIX)