

22/10/2013 - 00:00

Nobel de bolso

Por **Luciana Seabra e Alessandra Bellotto**

Robert Shiller ensina a evitar excesso de confiança e fugir de preços altos demais em relação ao lucro

Em 19 de outubro de 1987, dia em que o índice Dow Jones caiu mais de 20%, o recém-premiado com o Nobel de Economia Robert Shiller enviou 2 mil questionários para investidores individuais e mil para institucionais pedindo que eles contassem suas experiências. Recebeu 889 respostas. Uma das perguntas era se, em algum momento do dia 19, eles tinham noção de quando uma retomada ocorreria - 29% dos investidores individuais e 28% dos institucionais disseram que sim. Uma proporção muito alta diante de uma situação tão pouco usual, escreveu Shiller em artigo em 1990.

Quando questionados sobre o motivo para saberem a data da retomada no mercado de ações, vários entrevistados responderam com palavras como "intuição". Os modelos, quando citados, eram muito simples, e a referência a teorias estabelecidas era rara. Para Shiller, as respostas dos investidores eram o resultado de um pensamento positivo que lhes cegava para a realidade da situação. Ou seja, os investidores eram excessivamente confiantes.

Se a capacidade de prever os preços dos ativos é o desejo principal dos investidores, dois dos vencedores do Nobel de Economia 2013, Shiller e Eugene Fama, têm muito a ensinar, a partir de teorias opostas. "Se juntarmos os dois, a ideia é: não seja 'trader'. Seja alocador de longo prazo, olhando para os fundamentos", diz Delano Franco, sócio da Ada Investments, que neste ano se uniu à Behavior Capital. Aos investidores pacientes, os premiados têm dicas valiosas.

Fama ficou conhecido como o pai da hipótese dos mercados eficientes, enquanto Shiller reforçou junto ao pensamento econômico tradicional, por meio de testes empíricos, o programa de pesquisa das finanças comportamentais.

Para Fama, a trajetória dos preços das ações é aleatória e reflete toda a informação disponível. Dados passados sobre preços, por exemplo, já estariam refletidos nos valores atuais. Seguir a análise técnica para ganhar dinheiro com as distorções dos preços em relação ao histórico, portanto, não se justificaria segundo essa teoria, diz Dante Aldrighi, professor da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo.

Anúncios novos, como lucro inferior ao esperado, também se refletem instantaneamente no preço da ação, segundo Fama. "Não é deixada oportunidade de arbitragem, ou seja, de ganhar grana com risco zero", diz Aldrighi. Sendo assim, nem investidores especializados, como gestores de recursos, conseguiriam ganhos sistemáticos e persistentes



Eugene Fama considera que é impossível superar a média de mercado, o que aponta para aplicações indexadas

acima da média do mercado. Por isso a teoria de Fama é usada com frequência para justificar estratégias passivas, como o investimento em fundos indexados ao Ibovespa ou ETFs (sigla em inglês para Exchange Traded Funds).

Na visão de Philippe Biolchini, sócio da First Value, gestora de fundos de ações cuja filosofia baseia-se nas teorias de "investimento de valor" e "finanças comportamentais", tanto Fama quanto Shiller contam com dados empíricos bastante sólidos para validar suas conclusões, apesar de partirem de caminhos opostos.

Entre 1975 e 1982, testes empíricos realizados por Fama buscaram provar a eficiência dos mercados, mostrando que as taxas de juros nominais incorporavam as expectativas de inflação, assim como as incertezas acerca das pressões de preço impactavam o prêmio de risco.

Em artigo de 1992, contudo, Fama mostrou que empresas de baixa capitalização e preços baixos (small caps) tinham retornos superiores à média de mercado no longo prazo. A explicação de Fama, pondera Biolchini, está associada ao risco, e não a uma anomalia do mercado. Assim, quanto mais arriscada a companhia maior seu potencial de ganho. Só que para correr esse risco, acrescenta, Fama defende a diversificação.

Fama não tenta fazer previsões para o mercado nem cenários para as empresas, diz Biolchini. E, sim, construir um portfólio com um grupo bem diversificado de ações de baixa capitalização e bastante descontadas. "Trata-se de uma espécie de indexação inteligente", afirma. Na prática, sua teoria é aplicada na Dimensional, uma empresa de investimentos criada em 1981 com cerca de US\$ 290 bilhões em ativos sob gestão, e da qual Fama é diretor e consultor para estratégias de valor em ações e renda fixa.

No Brasil, segundo Biolchini, são poucos os gestores focados em small caps, e os portfólios tendem a ser mais concentrados, até pelo universo menor de empresas.

Do outro lado, está Shiller, para quem os investidores têm racionalidade limitada e tomam decisões mais facilmente explicadas pela psicologia do que por critérios racionais. Shiller faz referências inclusive a Daniel Kahneman, psicólogo que ganhou o prêmio Nobel em 2002.

Por Shiller, em vez de fazer cálculos precisos de custos e benefícios, os investidores muitas vezes seguem o comportamento alheio ou fiam-se em regras de bolso, como a de que se o mercado subiu nos últimos dias, vai continuar a subir nos próximos. "Isso faz com que o preço das ações siga um impulso, o chamado momentum", explica Aldrighi. No curto prazo, as ações podem subir simplesmente porque já estavam subindo.

O passaporte de Shiller para ser respeitado pela comunidade econômica foi um artigo de 1981, em que ele questiona: os preços das ações se movem demais para que isso se justifique por alterações subsequentes nos dividendos? Se de fato valesse a hipótese dos mercados eficientes, considera Shiller, o preço de uma ação hoje teria que ser o valor, descontado a uma determinada taxa de desconto, da expectativa de geração de dividendos. A conclusão de Shiller, a partir de cálculos econométricos, foi a de que as mudanças no fluxo de dividendos são mínimas, enquanto os preços das ações flutuam muito.

Shiller também ficou conhecido por ter previsto a bolha americana que culminou na crise de 2008. De forma simplificada, ele mostrou que o índice Preço/Lucro (P/L, que dá uma ideia de prazo do retorno do investimento) estava muito acima do histórico, o que apontaria para um descolamento dos preços em relação ao valor justo. Muito

antes do estouro da bolha das empresas ponto com, lembra Aldrighi, o economista também apontava para esse risco. Os investidores que deixaram a bolsa àquela época, entretanto, perderam cerca de três anos de alta, para somente depois assistirem à realização da profecia.

Se de fato Shiller está certo e existem anomalias e ineficiências no mercado, como ganhar dinheiro com essa conclusão? - perguntaria um teórico tradicional.

Segundo Franco, da Ada Investments, uma das lições de Shiller é que é essencial verificar se os múltiplos indicam para ações caras ou baratas. "Isso faz uma diferença tremenda no que você vai receber no longo prazo", diz. Como sinaliza em que momentos é indicado estar muito ou pouco exposto à bolsa, Shiller ensina muito aos alocadores de patrimônio, como serviços de private, considera Franco.

Shiller mostrou ainda, destaca Biolchini, da First Value, que, se o investidor aceitar entrar em empresas baratas e, em geral fora de moda, ele pode ter um retorno melhor que a média de mercado. Ele testou a performance do índice S&P com base no P/L, considerando o lucro histórico médio anual de 10 anos. Shiller concluiu que, quanto menor o P/L, maior tendeu a ser o retorno anual dos próximos 20 anos. Foram feitos testes para períodos de 20 anos desde 1890 até 1985. Para o investidor, a mensagem é de que, para aumentar as chances de ganho, ele tem de ir contra a maré, e ter paciência, afirma o sócio da First Value.

"De certa maneira, os dois Nobel mostram que se o investidor comprar um grupo bem pensado de empresas baratas tende a ter uma performance melhor no longo prazo", diz Biolchini.

No fim das contas, a indicação de Shiller e Fama para o mesmo Nobel não é tão incongruente quanto parece, diz Jurandir Macedo, doutor em Finanças Comportamentais e consultor do Itaú Unibanco. "As duas hipóteses são mutuamente excludentes, mas são interdependentes", afirma. Do ponto de vista dele, Fama não negou que existia algum grau de ineficiência nos mercados. O que ele sempre defendeu é que, no longo prazo, eles são eficientes. "O mercado não é nem tão eficiente que seja perfeito nem tão ineficiente que permita que um não profissional ganhe acima da média", conclui o consultor a partir das teorias dos dois prêmios Nobel.

"É muito melhor para grande parte dos investidores acreditar na eficiência dos mercados, ou seja, no Fama", diz Macedo. Várias pesquisas mostram, segundo ele, que fundos de gestão ativa perdem para carteiras de gestão passiva. Para conseguir retorno superior ao dos indexados, seria assim preciso escolher um dos poucos gestores que geram alfa (retorno acima da média de mercado).

Por outro lado, Shiller traz um bom ensinamento para a pessoa física, diz Cássio Beldi, sócio-fundador da Mint Capital, gestora de recursos que adota os princípios comportamentais. "Ele ensina que temos que saber que somos limitados", afirma. Cientes da limitação humana, os investidores deveriam praticar a humildade, a desconfiança em relação ao discurso de consenso, a disciplina e a paciência, evitando vieses emocionais como ganância e medo.

O que diria a teoria de Shiller para quem comprou uma ação no começo deste ano e sofre com a perda de valor? "Vale a pena voltar e se perguntar por que você entrou naquela ação", diz Beldi. Se a escolha foi feita com base em premissas sustentáveis no longo prazo, a volatilidade atual não é motivo para vender. "Se você investiu em uma ação ou fundo baseado no discurso de consenso, isso pode não ser volatilidade, mas mau investimento", afirma o sócio da Mint. É o caso, por exemplo, de quem aposta em um ativo com base em seu desempenho passado. Nesse caso, é hora de vender. "Aí entra a humildade. Se errou, errou. Não adianta acender velinha", diz.

Para Aquiles Mosca, estrategista de investimentos pessoais e superintendente executivo comercial da Santander Asset Management, o fato de o Nobel deste ano ter sido entregue a dois acadêmicos com teorias antagônicas passa a mensagem de que "não há verdades absolutas" no mundo dos investimentos. Segundo Mosca, há evidências empíricas que suportam as duas teses, e é isso que estimula a busca por abordagens cada vez melhores e aprofundadas de cada um dos lados. "O objetivo é refinar as teorias", diz. Se o investidor assumir que há limitações, acrescenta Mosca, ele tende a se aproximar do que é mais correto.

