

# FCL*Capital*

Setembro | 2014

## A Jornada dos investimentos em ações

Bill Gross, o famoso gestor que esteve nas manchetes do mês passado por ter deixado a empresa que co-fundou, a Pimco, depois de quatro décadas de uma carreira fantástica, é um dos poucos gestores de investimento que realmente admiramos. Ele estava perto de ser demitido por seus colegas de trabalho, pois, segundo a maioria dos relatos na mídia, ele é uma pessoa terrível de se trabalhar junto. Dito isto, ele é um gênio.

Seus comentários sobre o mercado têm sido uma das nossas leituras prediletas há vários anos. Além disso, ele é certamente uma das pessoas que melhor entende o mercado financeiro, especificamente os mercados de renda fixa em todo o mundo. Nosso comentário favorito do Bill Gross, escrito cerca de três anos atrás, tinha uma metáfora interessante para a qual os investidores brasileiros, em particular, realmente deveriam prestar atenção: a famosa história sobre o sapo na panela:

*“Ponha um sapo em uma panela com água fervente e ele vai saltar para fora mais rápido e mais longe do que qualquer um desses sapos vencedores no concurso de Calaveras County. Coloque-o em uma panela em temperatura ambiente e, no entanto, aumente lentamente a temperatura de ebulição e você terá pernas de rã para o jantar. Este último sapo foi mais infeliz por ter temporariamente se adaptado ao seu ambiente externo, o que parecia ser uma coisa prática para se fazer, até que, bem, até que ele chegou a 100°C, ponto em que foi cozido.”*

Os comentários de Gross apontam para o fato de que os investidores de renda fixa por vezes são enganados pela ilusão dos retornos que eles pensam que estão recebendo, mas realmente não estão. Ancoragem, a atenção que damos aos números que realmente não significam nada, é uma força poderosa, mesmo entre profissionais de investimento. A confusão entre os rendimentos nominais contra reais contribui para a ilusão. Vamos pensar em dois investidores, um com uma carteira de renda fixa e outro 100% investido em ações.

Qual é a opção mais segura de investimento? Se você respondeu que é o investimento em renda fixa, você pode estar confundindo

risco com volatilidade. É quase paradoxal - Como poderia o investidor de renda fixa não perder dinheiro (em termos nominais) nenhum único ano, mas acabar com menos dinheiro do que o investidor de ações, que eventualmente sofre perdas terríveis? Na prática é o que acontece. O investidor de renda física muitas vezes é "cozinhado" pela ilusão do nominal, em vez de retornos reais. Se um investidor com um horizonte secular quer aproveitar retornos consistentes acima da inflação, ele terá de diferenciar volatilidade e risco.

Volatilidade significa o quão amplo é o espectro de possíveis retornos em um determinado ano. Certamente, o investimento em ações é mais volátil do que o investimento em títulos de renda fixa, já que em qualquer dado ano, o mercado de ações pode subir ou descer. Em outras palavras, muitas coisas diferentes podem acontecer.

No entanto, quando se trata de risco, tal como definido pela chance de se ter uma perda permanente de capital, as ações não são assim tão arriscadas. São partes de ativos reais, partes de empresas, e quando um investidor coloca suas economias em ações, ele tem uma chance muito maior de vencer a inflação no longo prazo, se comparado ao investimento em títulos de renda fixa. Cada vez mais, este será também o caso para o Brasil. Esta é a razão pela qual duvidamos seriamente que um programa de investimentos pode ser coerente e bem pensado, se não tiver uma parcela significativa alocada em empresas listadas ou *private equity*.

Por outro lado, muitas características sobre investimento em ações ainda não são consideradas pela maioria dos investidores, mesmo os institucionais. É bastante improvável que você vá perder dinheiro (perda permanente de capital) se você realmente for um investidor de longo prazo.

E quanto aos infelizes que entraram no mercado logo antes da crise de 1929? Bem, os seus retornos anualizados de 1929 a 1938 foram de 3,3% ao ano. Muito baixos, mas não uma tragédia. Obviamente, eles suportaram terríveis oscilações ao longo do caminho, mas os que estavam lá para o longo prazo saíram ilesos. É por isso que se diferencia a volatilidade de perda permanente de

capital. Os investidores devem ser capazes de compreender e tirar proveito da volatilidade, mas muitas vezes eles a confundem com o risco.

E sobre a experiência brasileira? Nós não temos dados confiáveis de tanto tempo atrás, mas esperamos que os bons tempos acabem em breve para os investidores do CDI – sua trifeta impossível de retornos, segurança e liquidez em um único investimento é uma anomalia – e os prêmios do CDI aos poucos irão desaparecer, como já está lentamente acontecendo. Dito isto, se um hipotético investidor comprou o índice Ibovespa no dia 1 de Janeiro de 2003, e permaneceu investido até hoje, ele superou o CDI. E, certamente, muitos investidores em ações brasileiros, incluindo a FCL, fizeram muito melhor do que o Ibovespa no período.

Indo ainda mais longe, os períodos relativamente longos de retornos negativos nos mercados de ações, tais como Nasdaq 2000-2009 ou Bovespa 2008-2013, tinham mais a ver com o quão bom os períodos anteriores foram (tudo subiu tanto que estes retornos "roubaram" dos períodos subsequentes) do que com como as coisas eram realmente horríveis durante estes tempos. Simetricamente, os pontos de entrada baratos, se você pode reconhecê-los, provavelmente trarão retornos mais elevados do que a média para os investidores com o estômago para posições contrárias.

Dito isso, o investimento em ações pode testar sua paciência, sua confiança e o quão disciplinado você é. Os investidores sabem que supostamente devem comprar na baixa e vender na alta, mas poucos são capazes de fazê-lo de forma consistente. Muitas características do investimento em ações são simétricas.

Concentração, alavancagem e alta convicção em ideias irão ampliar seus retornos se você está certo, mas tornar as coisas muito mais dolorosas se você estiver errado. Divergir do índice terá os mesmos efeitos. Tudo é uma espada de dois gumes, como apontado por Howard Marks, mais um na nossa lista de investidores admirados.

De forma contra intuitiva, muitas coisas no mercado são contraditórias. Os momentos mais arriscados no mercado são os momentos em que todos estão otimistas e a aversão ao risco

desaparece. Os momentos mais seguros para se entrar “all in” ocorrem quando o pânico é generalizado e investidores inteligentes e corajosos poderiam comprar pechinchas incríveis.

Muitas qualidades são necessárias para se vencer o mercado de forma consistente, razão pela qual poucas pessoas conseguem realmente fazê-lo. Uma delas, certamente, é o que Marks chama de “segundo nível de pensamento”. O “primeiro nível de pensamento” vai mais ou menos assim: “A perspectiva é terrível. Dilma vai ganhar a eleição. O Brasil está em uma recessão. Vamos vender tudo”. Já o pensamento de segundo nível costuma ser assim: “A perspectiva é terrível, mas todo mundo já sabe disso e os preços estão baratos o suficiente, vamos comprar”. Ou, de forma oposta, alguém que na década de 1990, disse: “As expectativas para ações de tecnologia são excelentes, mas os preços são estratosféricos, vamos shorteá-las”. Pensadores de segundo nível vão além. Talvez seja isso que Keynes queria dizer com o seu famoso “curso de beleza”<sup>1</sup>.

A boa notícia é que é possível desfrutar dos retornos do mercado com um fundo de índice barato. As chances são de que, a longo prazo (uma década ou mais), você vai se dar muito melhor do que se investisse no CDI ou até mesmo com a compra de um fundo mútuo de ações. Como vimos acima, a “segurança” de não se ter qualquer volatilidade tem um preço muito alto, que é a possibilidade de se ter uma diminuição do poder de compra no longo prazo.

Para aqueles que tentam vencer o mercado, existe uma questão tão antiga quanto os próprios mercados: Comprar ou vender? O mercado está caro ou barato? Estamos convencidos de que essa questão em si é uma das principais razões por trás de poucos investidores ganharem dinheiro de forma consistente. Primeiro de tudo, não muitas pessoas conseguem achar o “timing do mercado”, que é se afastar durante os anos de baixa, voltando a tempo de aproveitar a recuperação. Muitos, se não todos, fariam muito melhor se simplesmente ficassem totalmente investidos o

---

<sup>1</sup> “Não é um caso de escolher aqueles [rostos] que, com o melhor de seu julgamento, são realmente a mais bonitos, nem mesmo aqueles que a opinião média realmente acha os mais bonitos. Chegamos ao terceiro grau, dedicamos nossas inteligências para antecipar o que opinião média espera que a opinião média vá ser. E há alguns, creio eu, que praticam os quarto, quinto e mais altos graus.” (Keynes, Teoria Geral do Emprego Juros e da Moeda, 1936).

tempo todo, uma vez que ninguém sabe quando o mercado vai virar.

Ouvimos muitos profissionais dizendo: “Agora não é o momento de se estar investido” ou “Vou esperar até que as coisas melhorem, eu não quero tentar pegar uma faca caindo”. Obviamente, o que esses investidores realmente querem dizer é que eles não têm qualquer ideia do que vai acontecer. As evidências mostram que alguns dias espetaculares são definitivos para desfrutar bons retornos no longo prazo. Se perdê-los, seus retornos serão significativamente menores.

Voltando ao exemplo de segurança que temos no início desta carta, o conforto tem um preço. Se você esperar que as coisas melhorem, provavelmente as melhores oportunidades para realmente se ganhar dinheiro já se foram até lá. Não é assim tão fácil, se as coisas já parecem melhores, os ativos já devem estar corretamente precificados.

Bons tempos vêm e as pessoas ficam intoxicadas pela cobiça. Depois de seus amigos e vizinhos ganharem “dinheiro fácil” no mercado, finalmente, o investidor coloca um pouco de dinheiro na bolsa. Todos acham que a alta vai durar pra sempre. Obviamente, os excessos não podem continuar para sempre e mais cedo ou mais tarde acontece uma correção do mercado.

As coisas estão ruins, o mercado está em baixa. Passam alguns anos. As pessoas se convencem de que o mercado de ações nunca será uma boa oportunidade novamente. “Ações são para pessoas loucas”, ou, pelo menos, devemos esperar até que as coisas melhorem (até então as melhores oportunidades já terão sido tomadas). Então, do nada, uma recuperação ocorre, e o ciclo continua. Este ciclo deve continuar para sempre.<sup>2</sup>

Isso tudo deixa um investidor moderado, sem obrigações de curto prazo e sem acesso a *private equity* com apenas duas opções razoáveis na hora de investir para a aposentadoria: 1) um fundo de

---

<sup>2</sup> Para colocar de uma forma mais técnica, podemos dizer que a proporção “Shiller PE” tende a reverter para a média, embora haja um intenso debate sobre o assunto. <http://equitablegrowth.org/2014/08/17/circumstances-worry-stock-market-high-honest-broker-week-august-16-2014/>

índice barato ou 2) um fundo mútuo de ações, se ele realmente confia o gestor vai bater o mercado (poucos conseguem), uma vez que estas são as únicas formas de se vencer a inflação no longo prazo.

O triste é que muitos pequenos investidores de varejo continuarão tentando pegar o *timing* do mercado, estando investidos quando seus amigos e vizinhos também estão, e longe quando ninguém quer pensar sobre o mercado de ações. Em outras palavras, estamos bastante certos de que, infelizmente, a pessoa média terá retornos muito piores no mercado de ações do que até mesmo o fundo de índice médio.

Nós também queremos discutir o mito de que existe um “mercado” em si mesmo. As pessoas não investem em um “mercado”, além de talvez aqueles que estão comprando um fundo de índice. Elas investem em empresas específicas, especialmente se são como nós e passam mais tempo analisando o micro do que o macro. Fizemos um estudo que mostra o quão bem um investidor se daria em diferentes mercados nos últimos 10 anos, dependendo de quão hábil (e sortudo) ele foi.

Começando com o mercado norte-americano, o maior e mais importante do mundo, olhamos para todas as empresas que continuaram sendo negociadas ao longo dos últimos 10 anos, terminando em 31 de julho de 2014, e tinham um valor de mercado acima de 600 milhões USD.

Encontramos 1679 empresas e as dividimos em quintis. Vamos supor que você era incrivelmente sortudo, ou um gênio completo, e aplicou todo o seu dinheiro nas ações de melhor desempenho ao longo dos últimos 10 anos no mercado dos EUA, a cadeia de restaurantes El Pollo Loco. Você teria o desempenho inacreditável de 91,57% ao ano, ou, em outras palavras, nos últimos 10 anos teria multiplicado seu capital em quase mil vezes. Isso é muito melhor do que Apple (44% ao ano) ou Netflix (39% ao ano).

Dito isto, você não precisava ser tão inteligente (ou sortudo) para se dar muito bem no mercado norte-americano nos últimos 10 anos. Entre as 1.679 observações, se você escolheu a observação 335, (entre o primeiro e o segundo quintil) teria aproveitado um

retorno de 16,09% ao ano, o suficiente para multiplicar seu capital em quase cinco vezes em uma década.

Observando a empresa na mediana, que teve retorno pior que a metade superior e melhor que a metade inferior, obtemos um retorno bastante razoável de 9,52% ao ano. O pior retorno entre todas as ações, evidentemente, quase o deixaria sem nada: o terrível retorno de -61,01% ao ano.

É interessante notar que a observação mediana se deu muito melhor do que o S&P500 (5,68% ao ano) ou até mesmo o índice Russel 2000 (7,43%), uma visão que deixa um observador com nenhum outro caminho senão concluir que uma seleção cuidadosa de boas oportunidades de investimento em ações específicas compensa no longo prazo.

<b>EUA – Valor de Mercado Acima de 600 milhões</b>	
<b>Observação</b>	<b>Retorno Anualizado</b>
#1 – El Pollo Loco	+91,57%
#335	+16,09%
#839 – Mediana	+9,52%
Último – YRC Worldwide	-61,04%
Índice S&P 500	5,68%
Índice Russel 2000	7,43%

*Fonte: Bloomberg.*

E o mercado brasileiro? Você não poderia encontrar qualquer empresa que foi negociada ao longo dos últimos 10 anos, 207 empresas, que teve desempenho melhor do que a Lojas Renner: um retorno de 68,65% ao ano, ou seja, o investidor teria multiplicado seu capital de 186 vezes. A observação entre primeiro e segundo quintis trouxe um grande retorno: 28,64% ao ano, muito à frente do Ibovespa, do CDI e de praticamente quase tudo que possa se pensar em colocar dinheiro. Curiosamente, esses retornos são depois de calcular os efeitos da crise internacional, os horríveis últimos anos no mercado brasileiro e assim por diante. Paciência é uma virtude difícil e gratificante.



<b>Brasil – 207 Observações</b>	
<b>Observação</b>	<b>Retorno Anualizado</b>
#1 – Lojas Renner	+68,65%
#41	+28,64%
Mediana	+18,50%
Última	-34,03%
Índice Ibovespa	9,55%
Índice IBX	14,16%

Fonte: Bloomberg.

A jornada dos investimentos em ações é fascinante. Em nossa opinião, o que este conto nos diz é que os investidores devem gastar muito menos tempo pensando sobre como o mercado vai se comportar (e, especificamente, se devem ou não estar investidos agora) e muito mais tempo pensando sobre produtos, indústrias e inovação. Afinal de contas, um retorno de 91% ao ano é muito melhor do que um retorno de -61% e ambos aconteceram no mesmo mercado. Ou 68% ao ano, contra -34% no caso brasileiro.

Seguem abaixo mais exemplos do estudo em outros países:

<b>Alemanha – Valor de Mercado Acima de 200 milhões</b>	
<b>Observação</b>	<b>Retorno Anualizado</b>
#1 – Wirecard	+39,15%
#46 - Mediana	+20,18%
Bottom	-25,15%
Índice DAX	9,31%
<b>Hong Kong – Valor de Mercado Acima de 200M</b>	
<b>461 Observações</b>	<b>Retorno Anualizado</b>
#1 – Yestar International	+90,05%
#230 - Mediana	+13,06%
Último	-45,77%
Índice Hang Seng	6,55%

Fonte: Bloomberg.

Nosso principal trabalho, em primeiro lugar, é tentar descobrir quais empresas vão desfrutar os melhores retornos na(s) próxima(s) década(s). A busca pelos próximos grandes vencedores. É uma tarefa difícil. Sabemos que não vamos acertar sempre e não vamos esquecer, a sorte desempenha um papel importante. Mas, estamos convencidos de que podemos ter mais vencedores do que perdedores e certamente, não importa o quão bem ou mal seja o desempenho do mercado na próxima década, haverá grandes vencedores. Com muito trabalho e um pouco de sorte, podemos até ser capazes de reconhecer alguns deles.