

Rentabilidade do Fundo

	% junho 18	2018	12 meses	Desde o início	PL*	PL* médio 12 meses
Canepa Macro FIC FIM	0,88%	5,41%	13,66%	58,47%	189.311	112.756
CDI	0,52%	3,18%	7,37%	26,44%	-	-
%CDI	170%	170%	185%	221%	-	-

Data início: 04/03/2016

*Valores em R\$ mil

O falso dilema do curto e longo prazo em investimentos

Artigo publicado no Jornal Valor Econômico – dia 28/06/2018

Era uma vez investidor japonês que resolveu, ao final da década de 80 (janeiro/1990), aplicar, em ações se seu país, o valor de uma herança que recebeu com o objetivo de garantir a sua aposentadoria. Como não ia precisar dos recursos imediatamente, conversou com o gerente de seu banco, que repetiu a ele um famoso mantra do mercado financeiro: “Bolsa é um investimento de longo prazo. O mercado acionário é muito volátil, vai subir, vai cair, mas não mexa no seu dinheiro.”. Outro conselho que escutou, dessa vez de um consultor de investimento: “Esqueça a escolha de bons gestores; na grande maioria dos casos, fundos passivos batem fundos ativos no longo prazo.” Feliz e confiante, o investidor colocou seus recursos em um fundo passivo indexado no índice Nikkei da Bolsa de Tóquio.

Passaram 28 anos e meio de crises e euforias no mercado financeiro e o investidor foi disciplinado, não tocando no seu investimento. Qual não foi a surpresa desagradável que teve ele quando agora, em junho/2018, foi verificar o seu extrato e viu que, além de todos os custos (taxa de administração), havia perdido 42% (!!!) do seu principal no investimento. “Até para japonês”, com sua cultura milenar, três décadas seriam mais do que suficientes para aquelas “frases feitas” relativas a longo prazo e fundos passivos confirmassem a sua efetividade.

Um investidor brasileiro, que tenha seguido os mesmos “sábios” conselhos em relação a investir em um fundo indexado Ibovespa no período pós-Plano Real, teria alcançado apenas melhor sorte de auferir ao menos um retorno nominal positivo. Mas o juro real (CDI/IPCA: 9% ao ano) no período foi duas vezes superior ao desempenho médio da bolsa (4,5% ao ano), com um risco largamente menor. Enfim, ações foram um péssimo investimento relativo, sob a ótica do longo prazo.

Portanto, toda a vez que o alguém quiser vender o argumento de compra ou manutenção de sua posição de ações porque “a Bolsa é um investimento de longo prazo”, desconfie.

Normalmente, isso ocorre quando você está perdendo um caminhão de dinheiro no curto prazo e essa crença vira uma forma de aliviar a sua tensão. Questione a qualidade daquele ativo.

Que fique claro: Qualquer investimento, em qualquer lugar do mundo, somente será bom no longo prazo se o ativo em questão tiver qualidade, com rentabilidade que compense o risco assumido. Em “financês”, isso ocorre quando o retorno sobre o investimento (combinação de margem e crescimento) for superior ao seu custo de oportunidade (retorno exigido pelo investidor). Ou, pelo menos, quando existe essa possibilidade ao longo de um determinado período (conceito de opções). Simples assim.

O infeliz investidor japonês, por conta de dogmas pré-estabelecidos, ficou investido em um país que, em média, cresceu 0,9% ao ano entre 1990/2018, com perda de dinamismo econômico, envelhecimento da população e luta permanente contra deflação, mesmo com o juro, em grande parte do tempo, virtualmente zero. Já o brasileiro conviveu com um país que cresceu 2% a.a. em média, crises políticas, problemas fiscais e juro real médio próximo a 10% ao ano. Não há argumento de longo prazo que salve os dois casos. Em tempos de Copa do Mundo, a velha frase do futebol relativa a “jogos perdidos”: “Poderiam jogar mais uma semana que não saíam do 0x0”.

A outra dicotomia – “gestão passiva e gestão ativa” também é completamente falsa. Interessante que, quando as pessoas sentem dor de dente, buscam um dentista imediatamente. Quando um indivíduo tem um problema com a Justiça, imediatamente recorre a um advogado. Paradoxalmente, há uma enorme relutância de as pessoas reconhecerem o importante papel do gestor de recursos ativo para cuidar de seus investimentos - leia-se toda a cadeia que lhe orienta, desde a alocação de sua riqueza entre as diversas classes (decisão mais importante) e a escolha dos ativos individuais.

Podemos listar centenas de ações que tiveram, individualmente, um desempenho excepcional nas última três décadas, tanto no Japão, como no Brasil. E quem escolheria essas ações? Os fundos passivos? Não, são os gestores de recursos, profissionais que devem ser escolhidos pelos investidores com o mesmo nível de critério e exigência que escolhemos em outras áreas. Cuidado com modismos ou preconceitos, que são perigosos em qualquer área e podem custar muito caro. Consistência é o nome do jogo em gestão de recursos.

Outro fator que divide especialistas é o papel do gestor de recursos no curto prazo. Apesar de acreditar que os maiores ganhos de qualquer portfólio virão de posições baseadas em fundamentos (com o preço de mercado convergindo para o chamado valor justo, o que às vezes demanda tempo), é injustificada a existência de certo preconceito em relação à filosofia de *market timing*. Sinceramente, não acredito que o fato do gestor ter como sua linha-mestra a filosofia de valor, por exemplo, o desobrigue a não entender o mundo corrente e as oportunidades de curto prazo. A globalização dos mercados é um fato, tal como a reação dos mercados a eventos, aumentando a complexidade da análise nos últimos anos, tal como a velocidade das informações. Para isso, somente há uma resposta - Investimento em equipe, equipe e equipe, a fase dos gestor “super-homem” ficou definitivamente para trás.

Mercados exageram para cima e para baixo com frequência (podendo atingir regiões de *overshooting-undershooting*), propiciando recorrentes chances de entrada e saída através de oscilações exageradas de preços, tanto em ações, renda fixa, câmbio ou qualquer ativo no mercado internacional. Se você gerir o seu portfólio conhecendo com profundidade o valor intrínseco dos ativos que o compõe, nada impede o aproveitamento de ocasiões de estresse e euforia de mercado, exatamente para aumentar ou reduzir posições, ao menos em alguma

proporção. Aliás, me arrisco a afirmar que, se essas oportunidades forem detectadas, é obrigação do gestor persegui-las.

Adicionalmente, gestores e analistas, em épocas de turbulência econômica, não deveriam confundir a boa análise fundamentalista na sua essência, tão bem ensinada pelo patrono Ben Graham (que defendia diversificação de portfólio) como por discípulos como Warren Buffet (que, ao contrário, advogava pela concentração de carteira) com excesso de “fundamentalismo ideológico” (no sentido de o gestor “se recusar” a olhar para o que está acontecendo ao seu redor no curto prazo). Empresas, por melhor qualidade individual que apresentem, estão inseridas em contextos da macroeconomia local e internacional. Por exemplo, atualmente alguns preços de ações de ótimas empresas brasileiras caíram bastante e começam a chamar a atenção. Essa é a boa notícia. Por outro lado, se o risco fiscal brasileiro continuar se exacerbando até as eleições com o imobilismo do Governo Temer e os discursos dos candidatos não ajudarem, impactando as taxas longas de juros gradativamente para cima e as expectativas de crescimento brasileiro para baixo (como tem ocorrido), “preços que parecem atrativos hoje podem ficar ainda mais atrativos”. Sinto muito, mas a má notícia é “o que parece barato, pode ficar mais barato ainda”, basta o analista fazer um teste de estresse com as diversas variáveis. Experimente precificar uma ação brasileira usando uma NTN-B longa a 6,5/7% ou um PIB mais reduzido na perpetuidade. Pode fazer uma enorme diferença comprar agora ou mais à frente. Da mesma forma, em ocasiões de euforia, ativos ficam aparentemente sobrevalorizados por anos, como foi no caso da Bolha da Internet no final do século passado.

Por mais difícil que pareça prever os movimentos macroeconômicos no mundo, não é preciso ter escrito um livro sobre Valuation para entender como eles impactam positivamente e negativamente os preços dos ativos. A luta diária do gestor de recursos, como em qualquer guerra, envolve estratégia e tática. Cabe ao gestor de recursos fazer as grandes posições estratégicas com um olhar de longo prazo, buscando a convergência entre preço e valor, mas sem jamais deixar de entender o contexto de curto prazo que pode levar à importantes decisões táticas, que contribuirão sobremaneira para proteger ou maximizar o retorno do investidor. Essa é a obrigação fiduciária do gestor de recursos, seja no curto, médio ou longo prazos.

Alexandre Póvoa

Presidente Canepa Asset Brasil

**Autor do livro: “Valuation, Como Precificar Ações”
e “Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor”.**

alexandre.povoa@canepaasset.com.br

Tel.: (21) 3034 1902