

O Touro e a Balança

Investimento em valor



EMÍLIA O. VIEIRA

Presidente do Conselho de Administração
Casa de Investimentos – Gestão de Patrimônios, SA
www.casadeinvestimentos.com

Há uns anos, John Kay, reputado economista escocês e colunista do Financial Times, relatava num artigo de opinião a parábola do Touro, que transcrevo abaixo:

“Em 1906, o grande estatístico Francis Galton assistiu, numa feira rural, a um concurso onde se tentava adivinhar o peso de um touro. Participaram oito centenas de pessoas. Galton, como estatístico que era, fez testes estatísticos sobre os números. Descobriu que a estimativa média era extremamente próxima do peso real do touro. Esta história foi contada por James Surowiecki, no livro “The Wisdom of Crowds”.

Poucas pessoas sabem o que se passou de seguida. Alguns anos mais tarde, a balança do concurso parecia estar a ficar cada vez menos fiável. A reparação seria muito dispendiosa; no entanto, o organizador da feira teve uma idéia brilhante. Uma vez que os concorrentes eram tão bons na estimativa do peso do touro, era desnecessário reparar a balança. O organizador simplesmente recolheria

processo de adivinhação do peso.

O conteúdo destes anúncios regulatórios era escrutinado por analistas profissionais que aconselhavam os seus clientes sobre as suas implicações. Pagavam almoços e jantares aos agricultores; mas, a partir do momento em que os agricultores foram obrigados a ter cuidado com as informações que divulgavam, essas refeições tornaram-se menos frutíferas.

Alguns analistas mais inteligentes perceberam que a informação sobre a nutrição e a saúde do touro não era assim tão útil. Uma vez que já não se pesava o touro, a chave para o sucesso não era adivinhar corretamente o seu peso, mas sim adivinhar corretamente o que as outras pessoas iriam adivinhar. Ou o que os outros imaginariam que os outros iriam adivinhar. E assim por diante.

Algumas pessoas, como o velho agricultor Buffett, tentaram chamar a atenção para o fato de que os resultados deste processo estarem cada vez mais divorciados da realidade da criação de touros. Foi completamente ignorado. A verdade é que os animais do agricultor

Da mesma forma, a psicologia do investimento em rebanho movimenta-se num padrão regular, tal como um pêndulo. Do optimismo ao pessimismo; da credulidade para o cepticismo; do medo de perder oportunidades ao medo de perder dinheiro; da vontade de comprar à urgência em vender

as estimativas de todos os concorrentes e calcularia a média.

Surgiu, no entanto, um novo problema. Uma vez que estes concursos eram cada vez mais populares, alguns participantes tentavam fazer batota, ao ponto de procurarem conseguir informações privilegiadas do agricultor que tinha criado o touro. Temia-se que, se algumas pessoas tivessem essa vantagem, as outras se recusariam a participar nos concursos de adivinhação do peso. Com apenas alguns participantes, não se poderia confiar na sabedoria da multidão. O processo de descoberta do peso poderia ficar comprometido.

Decidiu-se então introduzir regras rigorosas. O agricultor foi convidado a preparar boletins trimestrais sobre o desenvolvimento do seu touro. Estes boletins eram publicados nos portões do mercado para que todos pudessem ler. Se o agricultor partilhasse com amigos qualquer outra informação relevante sobre o animal, esta deveria ser também publicada nos portões do mercado. Qualquer pessoa que participasse no concurso com conhecimento, sobre o touro, que não estava disponível para todos, seria expulso do mercado. Desta forma, seria mantida a integridade do

Buffett pareciam saudáveis e bem alimentados e a sua situação financeira era cada vez mais próspera; mas Buffett era um simples camponês que não compreendia como os mercados funcionavam.

Foram criados organismos internacionais para definir as regras de avaliação do peso do touro. Havia dois padrões concorrentes – Os Princípios de Pesagem do Touro Geralmente Aceites e os Padrões Internacionais de Pesagem do Touro. Ambos concordam, no entanto, com um princípio fundamental, consequência da necessidade de eliminar o papel da subjetividade individual. O peso do touro foi definido oficialmente como a média de todas as estimativas.

Por vezes, havia poucas ou mesmo nenhuma estimativas do peso do touro. Mas rapidamente se resolveu esse problema. Matemáticos da Universidade de Chicago desenvolveram modelos a partir dos quais era possível calcular a média das estimativas, se essas estimativas tivessem sido levadas a cabo. Deixou de ser necessário qualquer conhecimento de pecuária, apenas era preciso um computador potente.

Por esta altura, havia já uma enorme indústria de adivinhadores de peso

profissionais, organizadores de concursos de adivinhação de peso e consultores que ajudavam, a troco de uma comissão, as pessoas a refinar as suas estimativas. Algumas pessoas sugeriram que seria mais barato reparar a balança. Foram, no entanto, ridicularizadas. Porque motivo se regressaria a um tempo em que se dependia apenas de uma pessoa quando podemos beneficiar da sabedoria agregada de tantas pessoas inteligentes?

Entretanto, o touro morreu. No meio de toda esta atividade, ninguém se lembrou de o alimentar”.

A importância da balança

John Kay ilustra, com a parábola do touro, que há uma complexidade totalmente desnecessária nos mercados financeiros e cujo resultado final para o investidor é praticamente zero ou negativo. Tanta atividade, tanta sofisticação, tantos recursos dispendidos e

e inflaciona bolhas e pânico aos quais muitos investidores não resistem.

Da mesma forma, a psicologia do investimento em rebanho movimenta-se num padrão regular, tal como um pêndulo. Do otimismo ao pessimismo; da credulidade para o ceticismo; do medo de perder oportunidades ao medo de perder dinheiro; da vontade de comprar à urgência em vender. O balanço do pêndulo faz com que grande parte das pessoas compre a preços altos e venda a preços baixos. Assim, fazer parte do rebanho é uma receita para o desastre enquanto que remar contra a maré nos extremos do mercado ajuda a evitar perdas e leva eventualmente ao sucesso.

O conforto de ser investidor em valor

Para a maioria dos gestores profissionais de fundos, prisioneiros da medição trimestral da performance - e de

“No curto prazo, o mercado é uma máquina de votar - refletindo um ‘recenseamento’ que requer apenas dinheiro e não inteligência ou estabilidade emocional mas no longo prazo, o mercado é uma máquina de pesar – uma balança”

no final o touro morre?

A melhor fundação para um investimento de sucesso é o valor. A balança permite saber o peso, o que vale e o que se poderá extrair do bem. Temos que ter uma ideia sólida do que vale aquilo que estamos a pensar comprar.

A nossa perspetiva de valor tem que ter base em alicerces fatuais e analíticos sólidos. Só assim, saberemos quando comprar ou vender. Apenas uma forte ideia do valor pode dar-nos a disciplina necessária para realizar lucros num ativo altamente valorizado que todos acham que vai continuar a subir ou para manter em carteira e comprar mais durante uma crise mesmo que os preços caiam todos os dias. Obviamente, para que estes esforços dêem fruto, a nossa estimativa de valor não precisa de ser exata. Deve, no entanto, ser aproximada.

A relação entre preço e valor guarda a chave para o sucesso no investimento. Comprar abaixo do valor é o caminho mais fiável para o lucro. Pagar acima do valor raramente funciona.

Para além da Balança

A relação entre preço e valor é influenciada pela psicologia e fatores técnicos, forças que podem dominar os fundamentais no curto prazo. As variações extremas nos preços devidas a estes fatores fornecem oportunidades para grandes lucros ou grandes erros. Para conseguir os primeiros e evitar os últimos, devemos manter-nos fiéis ao conceito de valor e lidar com a psicologia e os fatores técnicos.

As economias e os mercados têm ciclos positivos e negativos. Qualquer que seja a direção que tomam em determinado momento, as pessoas acreditam que essa direção será eterna. Esta forma de pensar é muito perigosa uma vez que envenena os mercados, causa avaliações extremadas

todo o sistema evidenciado na parábola do touro - o valor de um ativo é aquilo que alguém está disposto a pagar por ele.

Em contraste, para um investidor em valor e, portanto paciente, um ativo vale o mais alto do seu valor fundamental e do seu valor de mercado: se o preço de mercado é superior ao valor fundamental, o investidor em valor pode vender ao preço de mercado e procurar alternativas. Se o preço de mercado é inferior ao valor fundamental, o investidor em valor pode continuar a manter o ativo em carteira e beneficiar dos retornos dos cash flows estimados.

Como Ben Graham e Warren Buffett dizem há décadas, o volátil Sr. Mercado (que, por vezes, está disposto a comprar coisas por mais do que elas valem ou vendê-las por menos do seu valor) é nosso amigo, não inimigo. O investidor em valor tem uma vantagem no que diz respeito ao valor fundamental porque faz uso da “balança”, dispensa as opiniões da maioria, os consultores desnecessários, os analistas adivinhos e atua baseado no valor do bem.

“No curto prazo, o mercado é uma máquina de votar – refletindo um ‘recenseamento’ que requer apenas dinheiro e não inteligência ou estabilidade emocional mas no longo prazo, o mercado é uma máquina de pesar – uma balança”.

Os preços de mercado representam um concurso de popularidade (por vezes irracional) de curto prazo, semelhante a uma eleição mas, no longo prazo, tendem a ganhar em valor devido aos retornos no capital, crescimento económico e inflação (e para os investidores particulares, nos dividendos recebidos) - semelhante a uma balança. Este ano que agora termina foi um bom exemplo do que aqui escrevo. Faremos o seu balanço no próximo artigo.

Desejo um Bom Ano a todos.