

50 Anos Extraordinários

Investimento
em valor



EMÍLIA O. VIEIRA

Presidente do Conselho de
Administração
Casa de Investimentos – Gestão de
Patrimónios, SA
www.casadeinvestimentos.pt

Os mercados financeiros nunca serão eficientes porque são, e sempre serão, guiados pelas emoções humanas: o medo e a ganância. Os mercados e os preços das ações, periódica e imprevisivelmente, atingirão altitudes e fossos exagerados

O argumento que defende que os mercados financeiros são eficientes é o perfeito exemplo da diferença entre a teoria e a prática. Como Yogi Berra, o famoso treinador de baseball, disse: “Em teoria, não há diferença entre teoria e prática. Na prática, há”. Em teoria uma empresa vale aquilo que o mercado diz que ela vale; na prática isto simplesmente não é verdade.

Apesar do consenso académico relativamente à eficiência dos mercados, os mercados financeiros nunca serão eficientes porque são, e sempre serão, guiados pelas emoções humanas: o medo e a ganância. Os mercados e os preços das ações, periódica e imprevisivelmente, atingirão altitudes e fossos exagerados. Os conhecimentos e os horizontes temporais dos participantes dos mercados também variam. Os académicos ignoram deliberadamente a performance de mais de cinquenta anos de Warren Buffett assim como as de outros grandes investidores em valor. Se os mercados são eficientes, como explicar o espantoso sucesso de Warren Buffett?

A Carta Anual que Warren Buffett escreve aos acionistas da Berkshire Hathaway foi publicada muito recentemente.

Este é um ano muito especial por se comemorarem 50 anos desde que Buffett e Munger assumiram o controlo da empresa. Como sempre acontece, a primeira página apresenta as rentabilidades ano a ano desde 1965:

	Valor Contabilístico por Ação	Valor de Mercado por Ação	S&P500 (dividendos Incluídos)
Valorização anual composta de 1965 a 2014	19,4%	21,6%	9,9%
Valorização Acumulada desde 1964-2014	751.113%	1.826.163%	11.196%

Da leitura da carta traduzi alguns parágrafos que nos podem tornar a todos melhores investidores:

(...)“Os nossos resultados nos investimentos beneficiaram de um vento de cauda muito favorável. No período compreendido entre 1964 e 2014, o S&P 500 subiu de 84 para 2059. Isto significa, com dividendos reinvestidos, um retorno acumulado de 11.196%. Simultaneamente, o poder de compra do dólar perdeu uns estarrecedores 87%. Este declínio significa que o que custa agora um dólar custaria 13 cêntimos em 1965.

Esta performance tão distinta entre as ações e o dólar contém uma mensagem importantíssima para os investidores. No relatório anual de 2011, definimos o investimento como “a transferência, para outros, do nosso poder de compra no presente com a expectativa razoável de receber mais poder de compra – após impostos – no futuro”.

A conclusão, pouco convencional porém inescapável, a tirar dos últimos cinquenta anos é que tem sido muito mais seguro investir numa coleção diversificada de negócios americanos do que investir em títulos – obrigações do tesouro, por exemplo – indexados à moeda americana. Isto aconteceu também no meio século precedente, um período que incluiu uma Grande Depressão e duas guerras mundiais. Os investidores devem prestar atenção a esta lição. De uma forma ou outra, esta história repetir-se-á durante o próximo século.

Os preços das ações serão sempre mais voláteis que os ativos indexados ao dinheiro. No longo prazo, contudo, estes ativos são mais arriscados – muito mais arriscados – do que portfólios diversificados de ações compradas ao longo do tempo e mantidas em carteira de forma a minimizar taxas e comissões. Esta lição não é habitualmente ensinada nas escolas de gestão onde a volatilidade é vista, quase universalmente, como equivalente ao risco. Esta assunção pedagógica, embora fácil de ensinar, é completamente errada: a volatilidade está muito longe de ser sinónimo de risco. As populares fórmulas que confundem os dois termos levam estudantes, investidores e presidentes de empresas por maus caminhos.

É obviamente verdade que ter ações um dia, uma semana ou um ano é bastante mais arriscado do que ter dinheiro em obrigações do tesouro. Isto é importante para determinados investidores – bancos de investimento, por exemplo – cuja viabilidade pode ser ameaçada por quedas nos preços dos ativos e que podem ser obrigados a vender títulos em mercados deprimidos. Qualquer entidade que tenha necessidades de financiamento de curto prazo deverá manter quantias apropriadas em obrigações de tesouro e depósitos a prazo.

Para a esmagadora maioria dos investidores, contudo, que podem – e devem – investir com um horizonte de investimento de décadas, os declínios nas cotações não são importantes. A sua atenção deve estar concentrada na obtenção de ganhos significativos de poder de compra ao longo da sua vida de investimentos. Para estes investidores, um portfólio diversificado de ações, compradas ao longo do tempo, é muito menos arriscado que títulos indexados ao dólar (ou qualquer outra moeda).

Se, ao invés, o investidor teme a volatilidade dos preços e a encara, erroneamente, como medida de risco, ele pode, ironicamente, acabar por fazer coisas muito arriscadas. Recordemos os comentadores que há seis anos lamentavam os preços a cair e aconselhavam o investimento em “seguras” obrigações do tesouro ou depósitos a prazo.

As pessoas que ouviram este sermão e seguiram os seus conselhos estão agora a receber uma ninharria dos investimentos que, pensavam elas, iriam financiar uma reforma agradável. (O S&P estava nessa altura abaixo dos 700; agora ronda os 2100.) Se não fosse pelo medo de uma volatilidade de preços sem significado, estes investidores teriam assegurado para si um bom rendimento vitalício se tivessem simplesmente comprado um fundo de índice de baixo custo cujos dividendos cresceriam ao longo do tempo assim como o capital inicialmente investido (com muitos altos e baixos, sem dívida).

Os investidores podem, como é óbvio, com o seu próprio comportamento, tornar as ações altamente arriscadas. E muitos fazem-no. “Trading” ativo, tentativas de adivinhar o mercado, diversificação inadequada, o pagamento de comissões elevadas e desnecessárias a gestores e conselheiros e a alavancagem podem destruir os retornos de que um investidor em ações de muito longo prazo poderia beneficiar. De facto,

a alavancagem não tem lugar no estojo de ferramentas de um investidor: Tudo pode acontecer em qualquer altura nos mercados. E nenhum comentador televisivo, economista ou conselheiro – e muito menos Charlie e eu – consegue dizer-vos quando se instalará o caos. Os profetas do mercado enchem os nossos ouvidos mas nunca encherão as nossas carteiras.

A prática dos pecados do investimento listados acima não está limitada ao “pequeno investidor”. Os investidores institucionais não conseguem, desde há longos anos, igualar a performance de um pouco sofisticado investidor em fundos de índices que, simplesmente, está inativo há décadas. A principal razão são as comissões. Muitas instituições pagam somas substanciais a consultores que, por sua vez, recomendam gestores pagos a peso de ouro. E esse é um jogo de tolos.

Existem, como é óbvio, alguns gestores excelentes – embora, no curto prazo, seja difícil determinar se a performance se deve ao talento ou à sorte. A maioria, contudo, são bastante melhores a gerar comissões do que a gerar retornos. Na verdade, a sua competência essencial é serem bons vendedores. Em vez de ouvirem esse canto das sereias, os investidores – grandes e pequenos – deveriam ler “The Little Book of Common Sense Investing” de Jack Bogle, (fundador da Gestora de Fundos Vanguard e hoje um dos grandes críticos da indústria de fundos).

Há décadas, Ben Graham apontou a culpa do fracasso no investimento, utilizando uma citação de Shakespeare: “A culpa, meu caro Bruto, não é das estrelas, mas de nós mesmos”.(...)

Procuramos, nas conversas que fazemos, alertar os investidores para o facto dos preços de mercado terem no curto prazo as suas limitações. As variações mensais ou anuais das ações são muitas vezes erráticas e não são indicativas de qualquer alteração no valor intrínseco. São cotações de preço e podem ser significativamente diferentes do real valor subjacente a essas empresas. No longo prazo, contudo, os preços das ações e o valor intrínseco invariavelmente convergem.

Buffett e o seu sócio Charlie Munger acreditam que

Para a esmagadora maioria dos investidores, contudo, que podem – e devem – investir com um horizonte de investimento de décadas, os declínios nas cotações não são importantes. A sua atenção deve estar concentrada na obtenção de ganhos significativos de poder de compra ao longo da sua vida de investimentos

isso é verdade no que diz respeito às ações da Berkshire Hathaway: a subida do valor intrínseco por ação da Berkshire ao longo dos últimos 50 anos é sensivelmente igual ao ganho de 1.826.163% no preço de mercado das ações da empresa.

Na prática, se há 50 anos um investidor tivesse investido 1.000 dólares em Obrigações do Tesouro americano a 10 anos, cuja taxa média anual nestas 5 décadas foi de 6,58%, teria hoje 24.200 USD. Se tivesse escolhido aceitar a volatilidade do mercado, tivesse paciência e investisse os mesmos 1000 USD em ações da empresa do Senhor Warren Buffett, teria hoje 18.262.630 USD.

Dito de outra forma, o investimento feito pelos restantes acionistas na empresa de Warren Buffett no momento em que Buffett assumiu o comando, teria sido 754 vezes superior ao investimento “seguro” em Obrigações do Tesouro. Este é o verdadeiro efeito bola de neve e, devido a ele, Warren Buffett é hoje o segundo homem mais rico do mundo.