

Introdução do Peter Bernstein.

"O prêmio de risco obtido pelas ações no longo prazo deve se manter intacto porque o sistema sobreviva. No sistema capitalista, os títulos não conseguem superar e possivelmente não superarão o desempenho das ações no longo prazo. Os títulos são contratos executáveis nos tribunais. As ações não prometem nada aos detentores — elas são investimentos de risco e envolvem um alto grau de convicção no futuro. Portanto, as ações não são inerentemente “melhores” do que os títulos, mas exigimos um retorno mais alto das ações para compensar seu risco maior. Se o retorno de longo prazo dos títulos fosse mais alto do que o retorno de longo prazo esperado das ações, os ativos seriam precificados de forma que o risco não obtivesse nenhuma recompensa. Essa condição é insustentável. As ações provavelmente continuarão a ser “o melhor investimento para todos aqueles que estão em busca de ganhos contínuos e de longo prazo”, porque, do contrário, nosso sistema se extinguirá — e com um estrondo, não com um gemido”, — Peter Bernstein.

Quem foi Peter L. Bernstein?



Peter Lewyn Bernstein (22 de janeiro de 1919 – 5 de junho de 2009) foi um historiador financeiro, economista e educador americano cujo desenvolvimento e refinamento da hipótese dos mercados eficientes o tornaram uma das autoridades mais conhecidas do país na popularização e apresentação da economia de investimentos para o público geral.

Em 1951, após lecionar economia no Williams College e um período de cinco anos em banco comercial, Bernstein assumiu, por insistência familiar, a gestão da firma de gestão de patrimônio de seu falecido pai, Bernstein-Macaulay Inc., onde ele pessoalmente gerenciou bilhões de dólares de carteiras individuais e institucionais. Os ativos sob sua gestão haviam crescido mais de dez vezes até o momento em que a firma foi vendida em 1967 e ele renunciou em 1973 para lançar a Peter L. Bernstein, Inc. e, um ano depois, para se tornar o primeiro editor do The Journal of Portfolio Management, uma publicação financeira acadêmica amplamente lida por gestores de investimentos e acadêmicos. Ele continuou como editor consultivo do jornal e serviu no painel consultivo da firma de gestão de investimentos de Robert D. Arnott, Research Affiliates.

Livros:

1. **1951** - "A Primer on Money, Banking, and Gold" – Um guia básico sobre dinheiro, banco e ouro.
2. **1965** - "The Price of Prosperity" – Um estudo sobre a economia e política da prosperidade.
3. **1971** - "Regulating Business by Independent Commission" – Sobre a regulação de negócios por comissões independentes.
4. **1992** - "Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street" – A origem das ideias que moldaram a Wall Street moderna.
5. **1996** - "Against the Gods: The Remarkable Story of Risk" – Uma análise profunda da história e do conceito de risco.
6. **2000** - "The Power of Gold: The History of an Obsession" – História da obsessão humana pelo ouro.
7. **2003** - "Wedding of the Waters: The Erie Canal and the Making of a Great Nation" – Sobre a construção do Canal de Erie e seu impacto.
8. **2007** - "Capital Ideas Evolving" – Uma continuação de "Capital Ideas", discutindo novas teorias e práticas na gestão de investimentos.

O gráfico mais importante da sua vida.

A Figura 1.1 é o gráfico mais importante deste livro. Ela remonta ano a ano a riqueza real (descontada a inflação) acumulada por um investidor hipotético que aplicou um **dólar** em (1) **ações**, (2) **títulos de longo prazo do governo**, (3) **letras do Tesouro dos Estados Unidos**, (4) **ouro**, e (5) **dólar americano**. Esses retornos são chamados de retornos reais totais e incluem o lucro distribuído do investimento (se houver), mais ganhos e perdas de capital, todos eles avaliados com base na paridade do poder de compra constante.

Esses retornos são representados graficamente em escala de proporção ou logarítmica. Os economistas utilizam essa escala para retratar dados de longo prazo porque a mesma

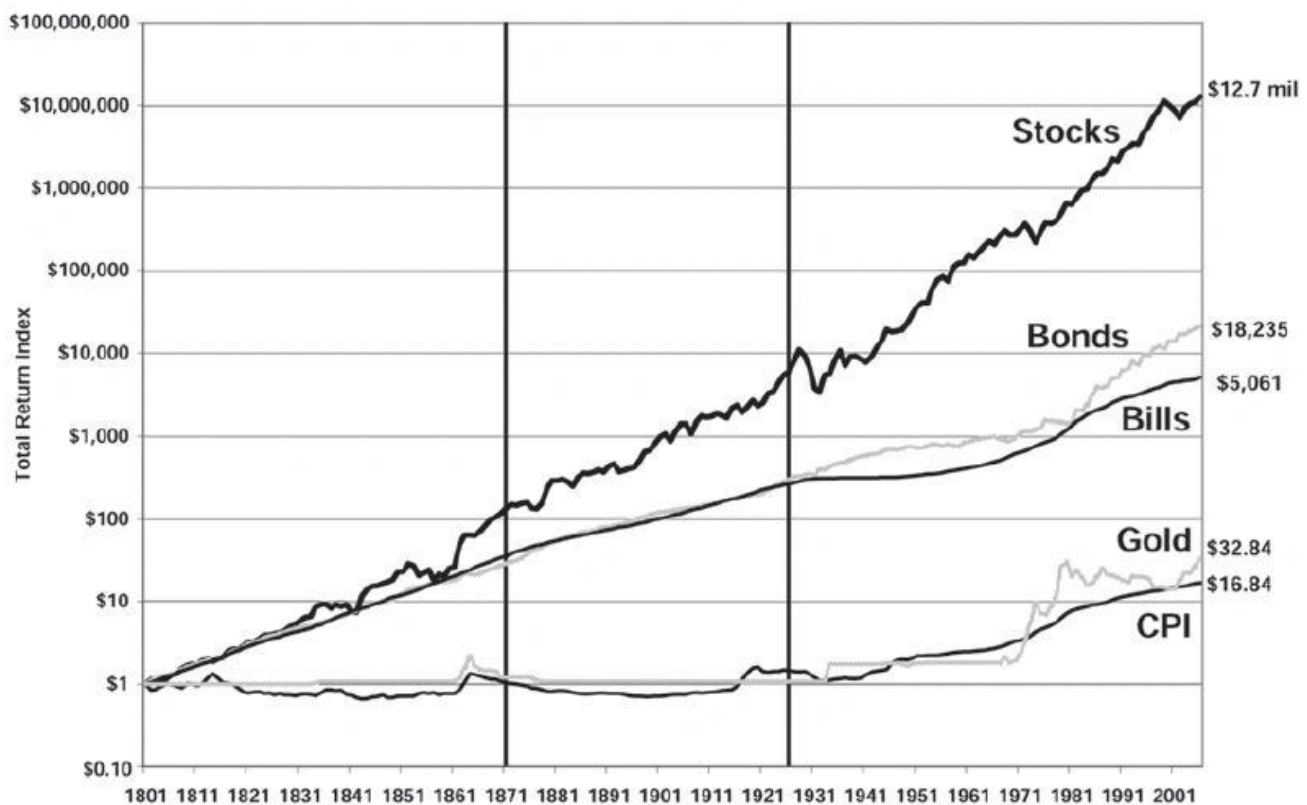
distância vertical em qualquer lugar do gráfico representa a mesma mudança percentual. Na escala logarítmica, a inclinação de uma linha de tendência representa a taxa de retorno constante descontada a inflação.

Os retornos reais anuais compostos dessas classes de ativos também são relacionados nessa figura. **Ao longo dos 210 anos de retornos acionários que examinei, o retorno real sobre uma carteira de ações amplamente diversificada girou em torno de 6,6% ao ano.** Isso significa que, em média, uma carteira de ações diversificada, como um fundo de índice, praticamente dobrou em poder aquisitivo a cada década dos últimos dois séculos. O retorno real sobre investimentos de renda fixa teve uma média bem menor; em títulos governamentais de longo prazo, o retorno real médio foi de 3,6% ao ano, e em títulos de curto prazo (letras), foi apenas 2,7% ao ano.

O retorno real médio sobre o ouro foi somente 0,7% ao ano. No longo prazo, os preços do ouro permaneceram acima da taxa de inflação, mas apenas um pouco. Em média, o dólar perdeu 1,4% ao ano em poder aquisitivo desde 1802, mas se depreciou em um ritmo significativamente mais rápido desde a Segunda Guerra Mundial. No Capítulo 5, examinamos os detalhes dessas séries de retornos e como elas são construídas.

FIGURE 1-1

Total Nominal Return Indexes, 1802 through December 2006



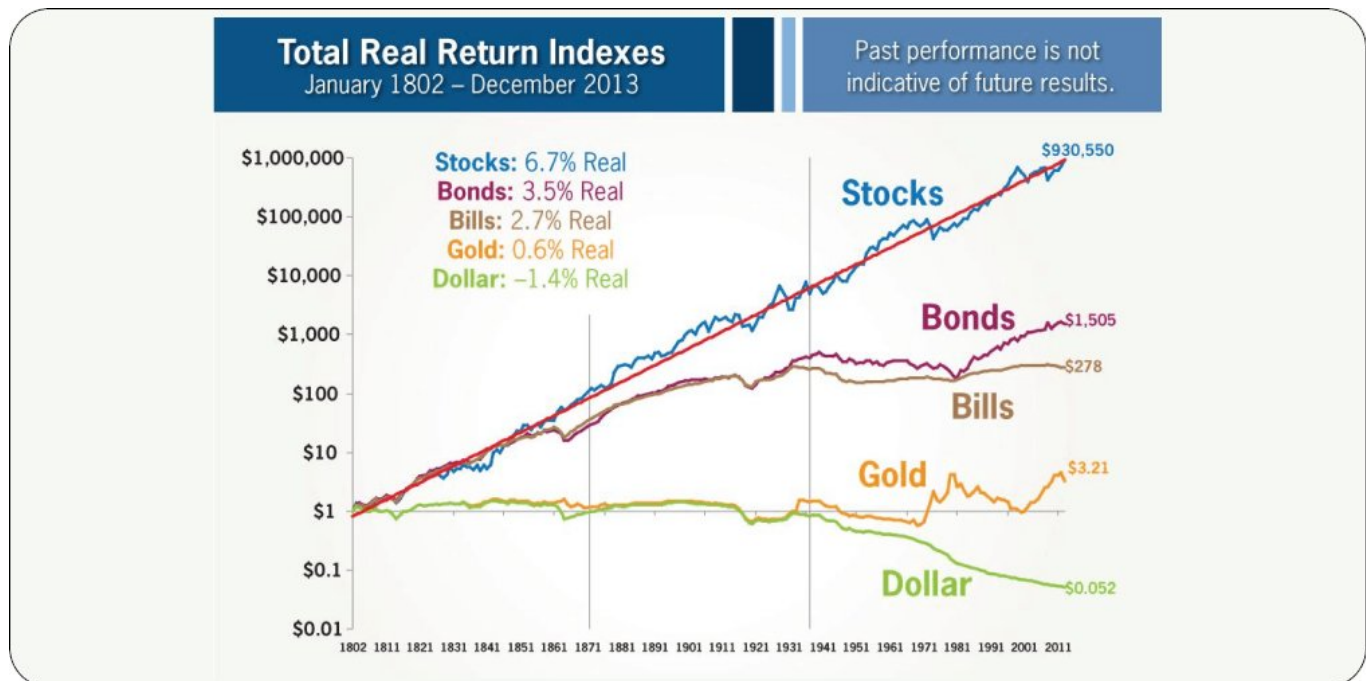
Na Figura 1.1, ajustei as melhores linhas de tendência estatística aos retornos acionários reais. **A estabilidade dos retornos reais é surpreendente; os retornos acionários reais no século XIX**

não se diferem muito dos retornos reais no século XX. Observe que as ações flutuam abaixo e acima da linha de tendência e, com o tempo, retornam à tendência. Os economistas chamam esse comportamento de reversão à média, uma propriedade que indica que os períodos com retornos acima da média tendem a ser acompanhados de períodos com retornos abaixo da média, e vice-versa. **Nenhuma outra classe de ativos – títulos, commodities, ou o dólar – exibe a estabilidade de retornos reais de longo prazo demonstrada pelas ações.**

Entretanto, no horizonte de curto prazo, os retornos das ações são muito voláteis, volatilidade essa provocada por mudanças nos lucros, nas taxas de juros, no risco, e na incerteza, bem como por fatores psicológicos como otimismo e pessimismo, e medo e ganância. Entretanto, essas oscilações de curto prazo no mercado, que tanto preocupam os investidores e a imprensa especializada, são insignificantes em comparação com o amplo movimento ascendente nos retornos acionários.

No restante deste capítulo, examino como os economistas e investidores avaliaram a importância do investimento em ações ao longo da história, e como os grandes mercados altistas e baixistas afetam tanto a imprensa quanto as opiniões dos profissionais de investimento.

E para os que afirmavam "que o gráfico do Siegel era velho, que não era atualizado há vinte e cinco anos..."



Porque ninguém (NINGUÉM!) pode prever ciclos econômicos e momentos de mercado!

Se alguém pudesse prever com antecedência quando as recessões vão ocorrer, os ganhos seriam consideráveis. Talvez seja esse o motivo de bilhões de dólares em recursos serem gastos na tentativa de prever o ciclo econômico. Mas o registro da previsão dos pontos de virada do ciclo econômico é extremamente inadequado. Stephen McNees, vice-presidente do Federal Reserve Bank de Boston, realizou uma extensa pesquisa sobre a precisão das previsões dos prognosticadores econômicos. Ele afirma que um dos principais fatores da exatidão das previsões é o período em que a previsão foi feita, e é precisamente nos pontos de virada do ciclo econômico que os erros foram “enormes”. Contudo, como já foi dito, são precisamente esses pontos de virada do ciclo econômico que possibilitam que um previsor torne-se um timer de mercado bem-sucedido.

A recessão de 1974–1975 foi particularmente difícil para os economistas. Praticamente todos, dentre os quase 24 melhores economistas da nação convidados para a conferência anti-inflação do presidente Ford em Washington em setembro de 1974, não tinham consciência de que a economia dos Estados Unidos estava no meio de sua recessão pós-guerra mais severa até aquela data. McNees, ao analisar as previsões divulgadas por cinco previsores proeminentes em 1974, constatou que a previsão média superestimou o crescimento do PIB em 6 pontos percentuais e subestimou a inflação em 4 pontos percentuais. O reconhecimento antecipado da recessão de 1974 foi tão deficiente que vários economistas se precipitaram em relação à recessão seguinte, que só ocorreu em 1980 – embora a maioria dos economistas pensasse que ela havia começado logo no início de 1979.

De 1976 a 1995, Robert J. Eggert e, subsequentemente, Randell Moore documentaram e sintetizaram as previsões econômicas de um grupo respeitado de especialistas econômicos e empresariais. Essas previsões foram compiladas e publicadas em um informe mensal intitulado *Blue Chip Economic Indicators*.

Em julho de 1979, o informe *Blue Chip Economic Indicators* afirmou que a grande maioria dos previsores acreditava que uma recessão já havia começado – prevendo um crescimento negativo para o PIB no segundo, terceiro, e quarto trimestres de 1979. Entretanto, o NBER declarou que o pico do ciclo econômico só ocorreu em janeiro de 1980 e que a economia expandiu-se até 1979.

A capacidade dos previsores para antecipar a severa recessão de 1981–1982, quando o desemprego atingiu uma alta pós-guerra de 10,8%, não foi nem um pouco melhor. A manchete de julho de 1981 do *Blue Chip Economic Indicators* foi: “Exuberância Econômica Prevista para 1982”. Na verdade, 1982 foi um desastre.

Em novembro de 1981, os previsores constataram que a economia havia titubeado, e o otimismo transformou-se em pessimismo. A maioria imaginou que a economia havia entrado em recessão (o que havia ocorrido quatro meses antes), aproximadamente 70% pensou que a recessão terminaria no primeiro trimestre de 1982 (o que não ocorreu e, na verdade, empatou

com o recorde da maior recessão pós-guerra, terminando em novembro), e 90% imaginou que ela seria moderada, semelhante à recessão de 1971, e não severa — novamente errados!

Em abril de 1985, com a expansão já em andamento, os previsores foram indagados sobre quanto tempo a economia permaneceria em expansão. A resposta média foi por mais 20 meses, o que posicionaria o pico em dezembro de 1986, mais de 35 anos antes de o ciclo de fato terminar. Mesmo os previsores mais otimistas citaram a primavera de 1988 como a data limite para o início da recessão seguinte. Essa pergunta foi feita várias vezes ao longo de 1985 e 1986, e nenhum previsor imaginou que a expansão da década de 1980 duraria tanto tempo quanto durou.

Após a quebra do mercado acionário de outubro de 1987, os previsores diminuíram suas estimativas sobre o crescimento do PIB de 1988 em relação a 1987 de 2,8% para 1,9%, a maior redução na história de 11 anos desse levantamento. **Na verdade, o crescimento econômico em 1988 foi em torno de 4%, visto que a economia cresceu solidamente, não obstante o colapso do mercado acionário.**

Como a expansão continuou, a crença em uma recessão iminente transformou-se na crença de que a prosperidade havia chegado para ficar. A prolongada expansão alimentou a convicção crescente de que talvez o ciclo econômico havia sido conquistado – pela política governamental ou pela natureza “à prova de recessão” de nossa economia de serviços. **Ed Yardeni, economista sênior da Prudential-Bache Securities, escreveu “New Wave Manifesto” no final de 1988, concluindo que provavelmente haveria economias autorrestauradoras e crescentes no restante da década.** À véspera de uma das piores recessões mundiais na era pós-guerra, Leonard Silk, editor sênior de economia do *New York Times*, afirmou o seguinte em um artigo intitulado “Is There Really a Business Cycle?”, de maio de 1990.

"A maioria dos economistas não antevê uma recessão em 1990 nem em 1991 e 1992 será outro ano presidencial quando as probabilidades tendem em grande medida para o lado oposto da recessão. Japão, Alemanha Ocidental e a maior parte dos demais países capitalistas da Europa e da Ásia também se encontram em um longo e crescente período de sucesso sem nenhuma previsão para terminar".

Entretanto, em novembro de 1990, o Blue Chip Economic Indicators divulgou que a maior parte do grupo acreditava que a economia dos Estados Unidos já havia entrado ou estava para entrar em recessão. Contudo, em novembro, não apenas a economia já estava em recessão havia quatro meses, mas o mercado acionário já havia atingido o fundo e apresentava uma tendência ascendente. Se os investidores tivessem cedido ao pessimismo prevalecente na época em que a recessão parecia confirmada, eles teriam vendido depois que a baixa já havia sido atingida e no momento em que as ações tendiam para uma sólida recuperação de três anos. **A expansão recorde de dez anos da economia dos Estados Unidos**

de março de 1991 a março de 2001 novamente gerou discussões sobre a “economia da nova era” e uma economia sem recessão.

Mesmo no início de 2001, a vasta maioria dos previsores não via uma recessão. Na verdade, em setembro de 2001, um pouco antes dos ataques terroristas, apenas 13% dos economistas entrevistados pelo Blue Chip Economic Indicators acreditavam que os Estados Unidos estavam em recessão, ainda que o NBER tenha indicado posteriormente que a recessão dos Estados Unidos havia começado em março, seis meses antes. E em fevereiro de 2002, menos de 20% deles acreditavam que a recessão havia terminado em 2001, embora o NBER por fim tenha datado novembro de 2001 como o fim da recessão. Uma vez mais, os economistas só foram capazes de declarar o ponto de virada do ciclo econômico muito tempo depois que a data havia passado.

Os previsores de forma alguma se saíram melhor com relação à previsão da Grande Recessão de 2007–2009. O Escritório Nacional de Pesquisa Econômica na verdade só anunciou o início da recessão em dezembro de 2008, um ano depois que ela começou e quando índice S&P 500 já havia caído mais de 40%. O Federal Reserve de fato começou a afrouxar as taxas de juros em setembro de 2007, três meses antes do início da recessão, mas o Fed não tinha ideia de que uma recessão estava próxima. No encontro do Comitê Federal de Mercado Aberto em 11 de dezembro de 2007, o mês em que a recessão começou, Dave Stockton, economista do Fed, deu a seguinte síntese da previsão do Federal Reserve:

"Obviamente não estamos prevendo um pico no ciclo econômico. Portanto, em nossa previsão, ainda não estamos dizendo que estamos na parte adversa do ciclo econômico. Temos uma "recessão de crescimento" (uma desaceleração no crescimento econômico) nessa previsão e nada mais que isso".

Por que NADA DISSO importa no curto prazo, e é por isso que só é possível pensar em investimento em horizontes longos de tempo.

Embora o Banco Central tenha poder para moderar, mas não eliminar, o ciclo econômico, a maior influência de sua política é sobre a inflação. Como já foi ressaltado, a inflação da década de 70 deveu-se à super expansão da oferta de moeda, da oferta de moeda, que foi uma medida em vão do banco central para essa política monetária expansionista aumentou a inflação, apesar de controlar o impacto futur das trocas de oferta de bens e serviços. Essa política monetária expansionista aumentou a inflação para 13% ao ano nos Estados Unidos e o nível de inflação no Reino Unido.

Diferentemente dos retornos sobre ativos de renda fixa, existem evidências históricas convincentes de que os retornos das ações no decorrerem longos períodos acompanharam a

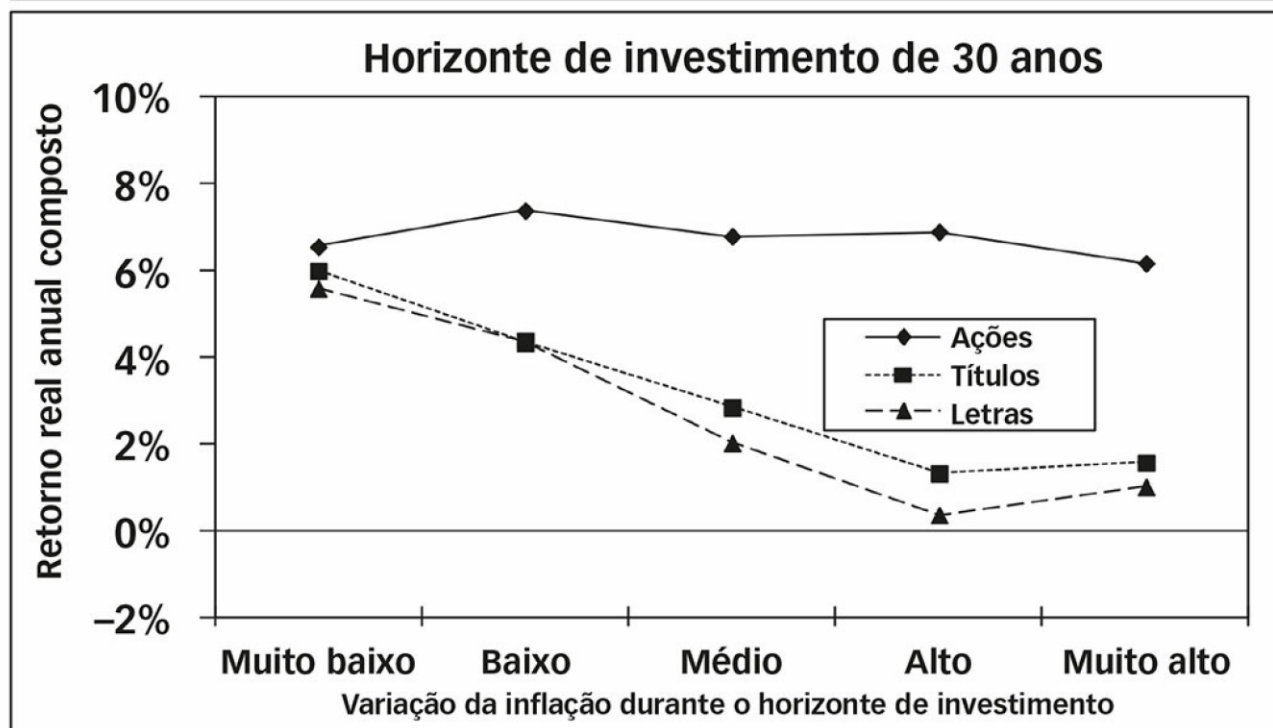
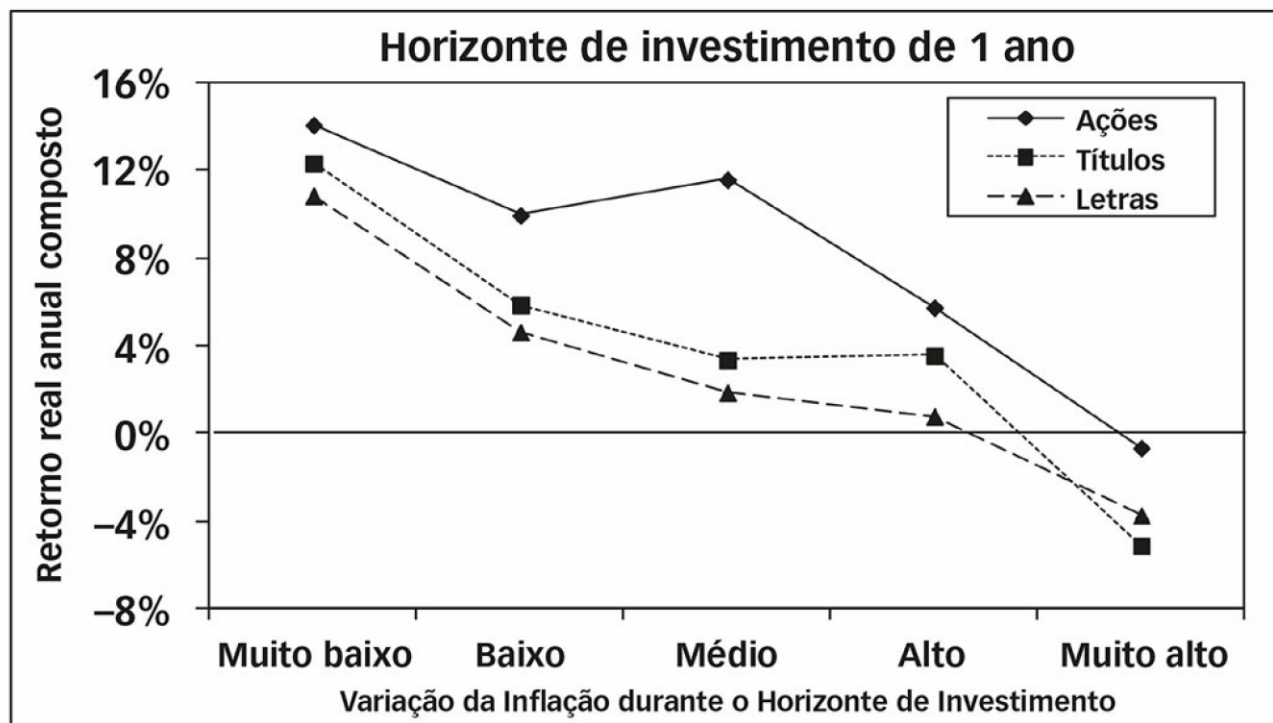
inflação. Como as ações dão um direito sobre o lucro de ativos reais - ativos cujo valor está intrinsecamente relacionado com o preço dos bens e serviços que eles produzem -, deve-se supor que os retornos de longo prazo não serão prejudicados pela inflação. **Por exemplo, o período da Segunda Guerra Mundial foi o período mais inflacionário da nossa história -- e mesmo assim o retornos reais das ações corresponderam aos 150 anos anteriores.** A capacidade de um ativo, como as ações, de manter seu poder aquisitivo durante períodos de inflação as torna uma proteção contra a inflação.

Aliás, as ações foram amplamente louvadas na década de 1950 como proteção contra a elevação dos preços ao consumidor induzida pelo tratado da guerra, e muitos investidores mantêm a mesma opinião hoje, ainda que tenham visto o rendimento de dividendos e o crescimento abaixo da taxa de juros dos títulos de longo prazo. Qual a eficácia dessa proteção, as ações forn devastações pela inflação?

O que as evidências dizem a respeito da eficácia das ações como proteção contra inflação?

Os retornos reais de curto prazo desses ativos financeiros são mais altos quando as taxas de inflação são baixas e seus retornos diminuem quanto a inflação aumenta. **Mas os retornos reais das ações praticamente não são afetados pela taxa de inflação em horizontes mais longos.** Os retornos dos títulos, por sua vez, ficam atrás dos retornos das ações em qualquer horizonte de investimento.

Essa foi a principal conclusão de Edgar L. Smith em seu livro *Common Stocks as Long Term Investments*, de 1924.



Smith demonstrou que as ações superaram o desempenho dos títulos em tempos de queda e evasão dos preços, escolhendo o período após a Guerra Civil até um pouco antes da virada daquele século como caso de teste. Os resultados de Smith são sólidos e se sustentaram nos dados dos 90 anos seguintes.

Por que as ações não devem ser consideradas no CURTO prazo?

Embora o banco central tenha poder para moderar (mas não eliminar) o ciclo econômico, a maior influência de sua política é sobre a inflação. Como já foi ressaltado, a inflação da década de 1970 deveu-se à superexpansão da oferta de moeda, que foi uma medida em vão do banco central para contrabalançar o impacto das restrições de oferta de petróleo da Opep. Essa política monetária expansionista aumentou a inflação para dois dígitos na maioria das economias industrializadas, e o nível de inflação atingiu um pico de 13% ao ano nos Estados Unidos e ficou acima de 24% no Reino Unido.

Diferentemente dos retornos sobre ativos de renda fixa, existem evidências históricas convincentes de que os retornos das ações, no decorrer de longos períodos, acompanharam a inflação. Como as ações são um direito sobre o lucro de ativos reais – ativos cujo valor está intrinsecamente relacionado com o preço dos bens e serviços que eles produzem – deve-se supor que os retornos de longo prazo não serão prejudicados pela inflação. Por exemplo, o período desde a Segunda Guerra Mundial foi o período mais inflacionário de nossa história e mesmo assim os retornos reais das ações corresponderam aos dos 150 anteriores. A capacidade de um ativo como as ações de manter seu poder aquisitivo durante períodos de inflação as torna uma proteção contra a inflação.

Aliás, as ações foram amplamente louvadas na década de 1950 como proteção contra a elevação dos preços ao consumidor. Tal como ressaltado no Capítulo 11, muitos investidores mantiveram suas ações nessa época ainda que tenham visto o rendimento de dividendos das ações cair abaixo da taxa de juros dos títulos de longo prazo. Entretanto, na década de 1970, as ações foram devastadas pela inflação e tornou-se antiquado ver as ações como uma proteção eficaz contra a inflação.

O que as evidências dizem a respeito da eficácia das ações como proteção contra a inflação? Os retornos compostos anuais das ações, dos títulos e das letras do Tesouro contra a inflação ao longo de horizontes de investimento de 1 e 30 anos de 1871 a 2012 são mostrados na Figura 14.3.

Os dados indicam que nem as ações nem os títulos e as letras são bons instrumentos de proteção de curto prazo contra a inflação. Os retornos reais de curto prazo desses ativos financeiros são mais altos quando as taxas de inflação são baixas e seus retornos diminuem quanto a inflação aumenta. Mas os retornos reais das ações praticamente não são afetados pela taxa de inflação em horizontes mais longos. Os retornos dos títulos, por sua vez, ficam atrás dos retornos das ações em qualquer horizonte de investimento.

Essa foi a principal conclusão de Edgar L. Smith em seu livro *Common Stocks as Long Term Investments* de 1924. Smith demonstrou que as ações superaram o desempenho dos títulos em tempos de queda e elevação dos preços, escolhendo o período após a guerra civil até um pouco antes da virada daquele século como caso de teste. Os resultados de Smith são sólidos e se sustentaram nos dados dos 90 anos seguintes.

E por que elas não funcionam como proteção de curto prazo contra a inflação?

Se as ações representam ativos reais por que elas falham como proteção de curto prazo contra a inflação? **Uma explicação bastante difundida é que a inflação aumenta as taxas de juros dos títulos e essa elevação nas taxas de juros dos títulos diminui os preços das ações.** Em outras palavras, **a inflação precisa provocar uma redução suficiente nos preços das ações para aumentar seus dividendos ou ganhos de rendimento de tal forma que eles correspondam às taxas mais altas disponíveis dos títulos (EXPLICAÇÃO ERRADA).** Aliás, esse raciocínio do modelo do Fed foi descrito no Capítulo 11.

Entretanto, essa explicação está incorreta. Certamente, as expectativas de preços crescentes de fato aumentam as taxas de juros. Irving Fisher, famoso economista americano do século XX, ressaltou que os credores procuram se proteger contra a inflação acrescentando a inflação esperada à taxa de juros real que eles exigem dos tomadores. Essa proposição foi chamada de equação de Fisher após sua descoberta.

Contudo, uma inflação mais alta também aumenta os fluxos de caixa futuros esperados dos acionistas. As ações são um direito ao lucro de ativos reais, sejam esses ativos produzidos por máquina, sejam mão de obra, propriedades ou ideias. **A inflação eleva os custos dos insumos e, conseqüentemente, os preços dos produtos (e esses preços na verdade são a medida da inflação).** Portanto, os fluxos de caixa futuros também ficarão mais altos com a elevação nos níveis de preços.

É possível demonstrar que quando a inflação afeta igualmente os preços dos insumos e produtos, o valor presente dos fluxos de caixa futuros das ações não é afetado desfavoravelmente pela inflação, mesmo que a taxa de juros aumente. Os fluxos de caixa futuros mais altos compensarão as taxas de juros mais altas. **Desse modo, com o passar do tempo, o preço das ações – bem como os lucros e dividendos – aumentará segundo a taxa de inflação.** Em teoria, os retornos das ações serão uma proteção ideal contra a inflação.

Isso quer dizer que a inflação é NEUTRA?

Não. Próximo ponto. Brincadeira!

A invariância dos preços das ações com a taxa de inflação se aplica quando a inflação é pura e intrinsecamente monetária, influenciando de igual modo os custos e as receitas. Mas há várias circunstâncias em que os lucros não conseguem acompanhar a inflação. As ações caíram durante a década de 1970 porque as restrições na oferta de petróleo da Opep aumentaram consideravelmente os custos de energia.

As empresas não conseguiam elevar os preços de seus produtos correspondentemente ao custo ascendente de seus insumos de energia. Já ressaltamos neste capítulo que a inflação da década de 1970 foi provocada pela política monetária equivocada de tentar contrabalançar o efeito de contração dos aumentos de preço do petróleo da Opep. Todavia, não é necessário minimizar os danos que os preços ascendentes do petróleo causaram aos lucros corporativos americanos. Os produtores americanos, que durante anos prosperaram com baixos preços de energia, estavam totalmente despreparados para lidar com os custos de energia em rápida ascensão. A recessão subsequente ao primeiro aperto do petróleo pela Opep golpeou o mercado de ações. A produtividade despencou e, por volta do final de 1974, os preços acionários reais com base no índice industrial Dow Jones haviam caído 65% em relação à sua alta em janeiro de 1966 — a maior queda desde a quebra de 1929. O pessimismo era tão profundo que em agosto de 1974 praticamente metade de todos os americanos acreditava que a economia estivesse fadada a uma depressão como a que a nação havia experimentando na década de 1930.

A inflação pode diminuir igualmente os preços das ações quando eleva o temor entre os investidores de que o banco central tome uma medida restritiva, aumentando as taxas de juros reais de curto prazo. Essas políticas restritivas, com frequência, seguem-se a um arrefecimento econômico que também abaixa os preços das ações.

Em várias economias, a inflação, em particular em países menos desenvolvidos, está do mesmo modo intimamente relacionada com grandes déficits orçamentários governamentais e excesso de gastos do governo. Dessa forma, a inflação muitas vezes dá sinais de que o governo está assumindo um papel muito grande na economia, o que normalmente resulta em menor crescimento, menores lucros corporativos e preços acionários mais baixos.

Em resumo, existem vários bons motivos econômicos pelos quais os preços das ações podem cair em consequência de uma maior inflação.

A frase, de Dean Witter, que mudou a minha vida.



*"Muitas reclamações sobre a volatilidade do mercado estão fundamentadas na crença de que o mercado reage exageradamente a mudanças nas notícias. Mas determinar em que sentido as notícias podem afetar o mercado é tão difícil que poucos conseguem quantificar o devido impacto de um acontecimento sobre o preço de uma ação. Por esse motivo, os traders com frequência 'seguem a multidão' e tentam prever como os outros traders reagirão à publicação de uma notícia", **Keynes**.*

Há mais de meio século, Keynes ilustrou o problema dos investidores que tentam avaliar as ações com base nos fundamentos econômicos em vez de seguir o rebanho:

*"Investir com base em uma expectativa de longo prazo genuína é tão difícil hoje que chega a ser praticamente inviável. Aquele que tenta fazê-lo com certeza tem de viver dias bem mais laboriosos e correr um risco maior do que aquele que tenta imaginar melhor do que a multidão de que forma a multidão se comportará; e diante de informações idênticas, ele pode cometer erros mais desastrosos", **Keynes**.*

Em 1981, Robert Shiller, da Universidade Yale, concebeu um método para determinar se os investidores acionários tendiam a reagir exageradamente a mudanças em dividendos e taxas de juros que são os elementos fundamentais dos valores das ações. Por meio do exame de dados históricos, ele calculou qual deve ter sido o valor do índice S&P 500 com base na

realização subsequente de dividendos e taxas de juros. Sabemos qual é esse valor porque, tal como mostrado no Capítulo 10, os preços das ações são o valor presente descontado dos fluxos de caixa futuros. **O que ele constatou foi que os preços das ações eram extremamente variáveis para serem explicados meramente pelo comportamento subsequente dos dividendos e das taxas de juros.** Os preços das ações pareciam reagir exageradamente a mudanças nos dividendos sem levar em conta que as mudanças nos pagamentos de dividendos eram, em sua maioria, apenas temporárias. Por exemplo, os investidores precificavam as ações em uma recessão como se eles esperassem que os dividendos ficariam bem mais baixos, completamente ao contrário da experiência histórica.

A palavra 'ciclo' em ciclo econômico implica que altas na atividade econômica serão acompanhadas de baixas e vice-versa. Como os rendimentos e os lucros tendem a seguir o ciclo econômico, eles também devem se comportar de uma maneira cíclica, retornando a alguma valor médio com o passar do tempo. Nessas circunstâncias, uma queda temporária nos dividendos (ou rendimentos) durante uma recessão deve ter um efeito bastante insignificante sobre o preço de uma ação, a qual desconta os dividendos ao longo de um futuro infinito.

Quando as ações estão em queda, os piores cenários atormentam a mente dos investidores.

Em 6 de maio de 1932, depois que as ações despencaram 85% em relação à sua alta de 1929, Dean Witter enviou o seguinte memorando aos seus clientes:

"Existem apenas duas promessas sustentáveis quanto ao futuro. Ou teremos o caos ou teremos uma recuperação. A primeira teoria é insensata. Se houver caos, nada manterá seu valor; nem os títulos, nem as ações, nem os depósitos bancários, nem o ouro terão valia. Os imóveis serão um ativo sem valor porque os direitos de propriedade serão inseguros. Nenhum plano de ação pode se fundamentar nessa eventualidade impossível. Por esse motivo, esse plano deve ser previsto com base na teoria de recuperação. **O presente não é a primeira depressão; pode ser a pior.** Entretanto, com a mesma certeza que as condições se endireitaram no passado e gradualmente voltaram ao normal, isso ocorrerá novamente. **A única incerteza é quando isso ocorrerá [...].** Gostaria de dizer enfaticamente que em alguns anos os preços atuais parecerão tão absurdamente baixos quanto os valores de 1929 parecem fantasticamente altos", Dean Witte.

Dois meses depois, o mercado de ações atingiu uma baixa inédita e teve uma sólida recuperação. Em retrospecto, essas palavras refletiram grande sabedoria e uma avaliação sensata sobre deslocamentos temporários nos preços das ações. Contudo, na época em que elas foram proferidas, os investidores estavam tão desencantados com as ações e tão pessimistas, que a mensagem entrou por um ouvido e saiu por outro.

A famosíssima carta, na íntegra:

SAN FRANCISCO
LOS ANGELES

DEAN WITTER & Co.

MEMBER NEW YORK STOCK EXCHANGE INC

33 NORTH DEARBORN STREET • CHICAGO, ILLINOIS

NEW YORK
CHICAGO

May 6, 1932

MEMORANDUM

A very interesting book could be written on mass psychology and the effect thereof. That everyone is influenced more or less by the opinion of others is obvious. There was no reason for the unwarranted heights which the market reached in 1929 except universal over-optimism - there is no excuse for the present market value of good bonds and stocks today except undue pessimism. In 1929 no pessimistic comment could survive. Today an expression of confidence in the future of the country is unpopular. Strangely, the peaks of 1929 and the low quotations of today are both due to the same cause, which is lack of intelligent and sound analysis. It is strange that such divergent conditions should come within such a short period and should be due to such identical factors.

We are no longer much interested in the fantastic heights of 1929 except that we marvel at our lack of sane judgment. We are keenly interested in the present, and until some time elapses and we can obtain a better perspective it is difficult to realize that present conditions and markets are just as abnormally low as 1929 conditions and markets were excessively high.

There are only two premises which are tenable as to the future. Either we are going to have chaos or else recovery. The former theory is foolish. If chaos ensues nothing will maintain value, neither bonds nor stocks nor bank deposits nor gold will remain valuable. Real estate will be a worthless asset because titles will be insecure. No policy can be based upon this impossible contingency. Policy must therefore be predicated upon the theory of recovery. The present is not the first depression; it may be the worst, but just as surely as conditions have righted themselves in the past and have gradually been readjusted to normal so this will again occur. The only uncertainty is when it will occur.

Everyone now seems to be indulging in the futile desire to buy at the bottom, just as everyone sought the very top in 1929. Most conservative people thought that values were much too high in 1928. Their judgment has since been fully vindicated in spite of the fact that values went much higher in 1929. Someone once said that they had made their fortune because they had never tried to buy at the bottom or sell at the top. This only means that they had not striven for the impossible but had been satisfied to buy when values were in general low and had been satisfied to sell when values were in general high, and without regard to peaks, which no one can identify and which, except by accident, are impossible to attain.

Um livro muito interessante poderia ser escrito sobre a psicologia de massa e o efeito dela. É óbvio que todos são influenciados mais ou menos pela opinião dos outros. Não havia motivo para as alturas injustificadas que o mercado alcançou em 1929 exceto pelo otimismo universal - não há desculpa para o valor de mercado atual de bons títulos e ações exceto pelo pessimismo excessivo. Em 1929, nenhum comentário pessimista poderia sobreviver. Hoje, uma expressão de confiança no futuro do país é impopular. Estranhamente, os picos de 1929 e as baixas cotações de hoje são devidos à mesma causa, que é a falta de uma análise sólida e inteligente. É estranho que condições tão divergentes tenham surgido em um período tão curto e sejam devidas a fatores tão idênticos.

Já não nos interessamos tanto pelas alturas fantásticas de 1929, exceto que nos maravilhemos com nossa falta de julgamento sensato. Estamos vivamente interessados no presente, e até que algum tempo passe e possamos obter uma melhor perspectiva, é difícil perceber que as condições e mercados atuais estão tão anormalmente baixos quanto as condições e mercados de 1929 estavam excessivamente altos.

Há apenas duas premissas que são sustentáveis para o futuro. Ou vamos ter caos ou recuperação. A teoria anterior é tola. Se o caos prevalecer, nada manterá seu valor, nem títulos, nem ações, nem depósitos bancários, nem ouro manterão valor. O imóvel será um ativo sem valor porque os títulos serão inseguros. Nenhuma política pode ser baseada nesta contingência impossível. A política deve, portanto, ser baseada na teoria da recuperação. O presente não é a primeira depressão; pode ser a pior, mas assim como as condições se corrigiram no passado e gradualmente foram reajustadas ao normal, isso ocorrerá novamente. A única incerteza é quando isso ocorrerá.

Todos agora parecem estar se entregando ao desejo fútil de comprar no fundo, assim como todos buscavam o topo em 1929. As pessoas mais conservadoras achavam que os valores estavam muito altos em 1928. Seu julgamento foi totalmente validado, apesar de suas fortunas terem subido muito em 1929. Alguém uma vez disse que eles haviam alcançado o topo. Isso apenas significa que eles não buscaram o impossível, mas ficaram satisfeitos em comprar quando os valores estavam geralmente baixos e sem se preocupar com os picos, que ninguém pode identificar e que, exceto por acidente, são impossíveis de alcançar.

I think everyone must know that values are now abnormally low. In a few years and with a better perspective they will realize that they were low in 1931. In other words, they were even then way below normal. People are deterred from buying good stocks and bonds now only because of an unwarranted terror. Almost everyone says that prices are going still lower. All sorts of bugaboos are paraded to destroy the last vestige of confidence. Stories of disaster which are incredible and untrue are told to foolish and credulous listeners, who appear willing to believe and worst.

I wish to say definitely that values were low in the latter half of 1931 and that they are now ridiculous. To prove this one has only to take an average period of 10 to 20 years of earnings, which should provide a proper normal, and compare present values with the value which such normal earning power would adequately support. The stocks of many good companies which are faced with no ascertainable financial hazard are selling at only 2 or 3 times 10 year earnings, and at from 5% to 50% of sound book value, disregarding such valuable intangibles as good will, going concern value and trained intelligent organizations which it has taken years and the expenditure of vast sums of money to develop. I wish to say emphatically that in a few years present prices will appear as ridiculously low as 1929 values already appear fantastically high.

In 1929 one could only profit by selling. Many of us are instinctively reluctant to sell. There was the problem of reinvestment - there were taxes to be paid on profits. Today the situation is reversed. The present offers a splendid opportunity to the buyer. Great fortunes will be made out of securities bought today. There is no tax on buying and there is no sentimental deterrent. Only unwarranted fear or a futile desire to buy at the very bottom deters people from investment now. Most people who are buying at all are buying Treasury Certificates or the highest grade of municipals. Some are even putting money in their safe deposit boxes. None of these things are cheap. By comparison they are most expensive.

The time to have bought Treasury Certificates and the highest grade of short term obligations was in 1928 and 1929 when values were high and in order to preserve the dollar intact. The present is the time to use the dollar in the purchase of good securities, whether they be greatly depreciated bonds or excessively deflated common stocks. All of our customers who have money must some day put that money to work, and into some type of revenue producing investment. Why not invest it now when securities are cheap? Why leave it in cash or invest in Treasury Certificates which are dear? Some people say that they wish to await a clearer view of the future. When the future is again clear the present bargains will no longer be available. Does anyone think that present prices will continue when confidence has been fully restored? Such bargains exist only because of terror and distress. When the future is assured the dollar will long since have ceased to have its present buying power. If one holds either cash or the very highest grade of short term bonds as a temporary medium of investment he will find that he has only permitted great investment opportunities in tremendously underpriced securities to escape him.

Eu acho que todos devem saber agora que os valores estão anormalmente baixos. Em alguns anos, com uma perspectiva melhor, perceberão que estavam baixos em 1931 e estão agora bem abaixo do normal. As pessoas são desencorajadas por medos infundados, que criam uma

barreira ao terror, impedindo a compra de boas ações que ainda podem cair. Quase todos dizem que os preços ainda vão baixar. Todo tipo de alarme falso é parado para ser dito a ouvintes crédulos e dispostos a acreditar no pior.

Eu gostaria de afirmar definitivamente que os valores estavam baixos no segundo semestre de 1931 e que agora são ridículos. Para provar isso, basta olhar para a média de ganhos nos últimos 20 anos, o que deve fornecer uma base adequada para comparar os valores atuais com o poder de ganho normal. As ações apresentam um risco financeiro muito baixo, estando avaliadas apenas de 2 a 3 vezes os ganhos de 10 anos, com tangíveis valiosos e uma boa administração que tem sido cuidadosamente desenvolvida ao longo dos anos. Eu posso dizer com confiança que em alguns anos os preços atuais parecerão ridiculamente baixos à medida que as crises passam.

Em 1929, só se poderia lucrar vendendo. Muitos de nós relutantemente são levados a vender. Havia o problema do reinvestimento – o presente oferece uma esplêndida oportunidade de venda. O comprador tem um incentivo especial hoje que não existia antes. Grandes fortunas não serão construídas por um desencorajamento sentimental. Hoje não há comprador. A grande maioria está tão assustada que nem pensa em comprar, exceto aqueles que comprem títulos do Tesouro ou colocam seu dinheiro em poupanças ou nos graus mais altos de títulos municipais, que são baratos em comparação. São muito mais caros.

As pessoas costumavam comprar Certificados do Tesouro e os títulos de curto prazo mais seguros em 1928 e 1929, quando os valores estavam altos, para preservar as obrigações intactas. Os certificados eram vistos como uma forma de proteger o dinheiro de títulos muito depreciados ou ações excessivamente desvalorizadas. Todos os nossos clientes que têm dinheiro eventualmente terão que colocar esse dinheiro em algum tipo de investimento que gere renda. Por que não investir agora quando os títulos estão baratos? Alguns esperam por uma visão mais clara do futuro. Mas quando o futuro estiver claro e a confiança for restaurada, será tarde demais para encontrar boas ofertas. Quando o futuro for seguro, mesmo os títulos de curto prazo mais seguros terão perdido seu valor. O investidor inteligente verá isso e aproveitará oportunidades em títulos subvalorizados enquanto pode.

It requires courage to be optimistic as to the future of the country when nearly everyone is pessimistic. It is, however, cowardly to assume that the future of the country is in peril.

No successful policy can be established upon this unsound theory. It is easy to run with the crowd. The path of least resistance is to join in the wailings that are now so popular. The constructive policy, however, is to maintain your courage and your optimism, to have faith in the ultimate future of your country and to proclaim your faith and to recommend the purchase of good bonds and good stocks, which are inordinately depreciated. You will gain the respect of those people with whom you come in contact by such an attitude. If you can persuade them to evidence their confidence in the future of the country by the purchase of good securities now you will do them a great favor and they will be grateful to you later.

It is disconcerting to have recommended the purchase of securities in 1931 as they have gone much lower since. This shakes one's confidence in his own judgment. You were just as right, however, in 1931 as you are now in recommending investment in securities which were even then cheap. I can remember distinctly that I could find no justification for values which existed in 1928 and in many cases recommended sale or advised against purchase. I was decidedly wrong, as prices went much higher in 1929. I was only wrong, however, in that I failed to pick the very top of the market. It is true that values in 1928 were already inordinately high as judged by normal and average yardsticks.

On April 18, 1929, I dictated a memorandum which was published to the entire organization, copies of which are still available in the files. The subject matter of the memorandum was unpopular. It stated that people were buying stocks without regard to "value, earning power and dividends, present and prospective." It stated that people were buying stocks not because they were worth the price at which they were selling, but because they hoped they would go higher and could be sold at a profit. The memorandum stated that the average speculator who bought stocks upon that theory in the long run lost money. It compared the psychology which then existed (April, 1929) with the psychology of the Florida land boom, the commodity inflation of 1919 and other characteristic periods of inflation. It pointed out that one could not afford to buy stocks that earned less than 5% and paid less than 3% on market values then prevailing. It stated that "perhaps we are going to have the greatest era of prosperity in our history."---

"Maybe we have already had this era. Perhaps we have nothing but increasing earnings and increasing dividends ahead of us. I hope so. If we have, present values are hardly justified; if we haven't they will decline. Many things can happen, most of them unforeseen - politics, wars, economic changes, European competition, money shortage, withdrawal of foreign balances, adverse foreign trade balances, sudden withdrawal of large sums of bootleg money in the call market, Federal Reserve restrictions, interference by Congress or by the Government. These things probably won't happen but they might. If they don't present levels may be all right - if they do, the last holder will suffer and not the next to the last, but we can't all be next to the last."

É necessário coragem para ser otimista quanto ao futuro do país quando quase todos estão pessimistas. No entanto, é covarde assumir que o futuro do país está em perigo.

Não se pode estabelecer uma política bem-sucedida com essa teoria sem fundamento. É fácil seguir a multidão. A política construtiva, porém, é manter sua coragem e otimismo, ter fé no futuro do seu país e recomendar a compra de bons títulos e ações, que estão extremamente depreciados. Você ganhará o respeito daqueles com quem entrar em contato com essa atitude. Se conseguir convencê-los da evidência de confiança no futuro do país ao comprarem esses títulos, você fará um grande favor a eles, e eles serão gratos a você mais tarde.

É desconcertante ter recomendado a compra de títulos em 1931, pois eles caíram muito desde então, abalando a confiança no próprio julgamento. No entanto, em 1931 eu estava certo ao recomendar investimentos em títulos seguros mesmo quando estavam baratos. Eu lembro claramente de casos que eu poderia ter justificado ter ainda mais cuidado. Em muitos casos, recomendei não comprar, e estava decididamente errado, pois não consegui escolher o topo do mercado em 1929. É verdade que os valores já estavam extraordinariamente altos naquela época.

Em 18 de abril de 1929, eu ditei um memorando que foi publicado para toda a organização, cópias do qual ainda estão disponíveis nos arquivos. Declarou que as pessoas estavam comprando ações não porque valiam o preço pelo qual estavam sendo vendidas, mas porque outros estavam vendendo. O memorando afirmava que o especulador médio que comprou ações naquela época (abril de 1929), junto com a psicologia do boom de terras na Flórida, a subsequente inflação de preços e outras características de inflação, não podia se dar ao luxo de comprar ações que rendessem menos que 5% e que pagassem menos que 3% sobre os valores de mercado prevalecentes na época. Afirmava que "talvez estejamos prestes a ter a maior era de prosperidade em nossa história".

"Talvez já tenhamos vivido essa era. Talvez não tenhamos nada à nossa frente, exceto lucros crescentes e dividendos à frente de nós. Espero que sim. Se os valores atuais estão justificados; se não, então eles se tornarão justificados, a menos que aconteçam muitas coisas imprevistas - mudanças econômicas, escassez de dinheiro, retirada de grandes somas de dinheiro ilegal, perturbações no comércio internacional, interferências do Congresso ou do governo federal. Essas coisas provavelmente não acontecerão, mas podem acontecer. Se não apresentarem novos problemas, os níveis atuais podem ser corretos - se acontecerem, o último detentor sofrerá e não o penúltimo, mas todos nós não podemos ser o penúltimo."

"The danger signals are waving - higher time money than we have ever known - more speculation than ever before - and tremendous brokers' loans, though this may be a proper and normal increase in a very rapidly growing country. Not only are the rich and intelligent speculating but many have "their last dollar in the stock market on margin. \$5,500,000,000 of record and a great deal more, unrecorded, is borrowed to carry stocks. People are paying 8 or 9% for this money and generally getting 3 or 4%. How long can this last? Can it last until the 3 or 4% catches up to the 8%? Probably not."

"I am not a stock market prognosticator nor an analyst. I do not pretend to be a Moody, a Babson, or a Brookmire. I have been rather pessimistic about stock market prices for two years. If I had been an unqualified optimist I could have made a great fortune. I am not a pessimist - I think this country will prosper beyond conception in the next 20 years. I don't, however, believe in over-speculation. I don't believe in 9% money for 3% stocks. The former may be temporary - the latter is more or less permanent unless price levels change. I have been taught that a good stock should earn 10%, not 5%. Probably I am old-fashioned. In any event, this is not the prevailing custom today. I believe that people should speak honestly and not too guardedly. I would not want our brokerage department to be the means or vehicle of severe loss to people. It is hard to be patient with 3% stocks carried on 9% money. Will they stay at a level which produces a 3% return? John Moody and a great many other excellent authorities seem to think so. I don't know but I would not gamble on it." - - -

Dean Witter

"Os sinais de perigo estão piscando - mais tempo e dinheiro do que jamais conhecemos - mais especulação do que nunca antes - e empréstimos tremendos de corretores, embora isso possa ser um aumento normal e saudável em um país que cresce rapidamente. Não apenas os ricos estão investindo especulativamente, mas muitos têm 'emprestado' dólares do mercado de

ações na margem. \$5,500,000,000 estão documentados e muito mais, não registrado, é emprestado para manter ações. As pessoas estão pagando 8 ou 9% por esse dinheiro e geralmente obtendo 3 ou 4%. Quanto tempo isso pode durar? Pode durar até que a taxa de juros alcance 8%? Provavelmente não."

"Não sou um prognosticador do mercado de ações nem um analista. Não pretendo ser um Moody, um Babson ou um Brookmire. Tenho sido bastante pessimista sobre os preços das ações nos últimos dois anos. Se eu fosse um otimista sem qualificações, eu teria feito uma fortuna. Não sou um pessimista - penso que esse ceticismo foi exagerado. Acredito que em 20 anos, os lucros justificarão os preços atuais. Acredito menos em perder 5% do que em 10% ou 15% em ações. Fui ensinado que um bom investimento é aquele que rende 10%, não 5%. Hoje, acredito que é imprudente esperar um retorno de 10% das ações. Não é o costume prevalecente. Provavelmente sou o único que pensa assim. John Moody e muitos outros especialistas parecem acreditar que é seguro manter capital que renda 3%. Não concordo."

Porque você não poderá depender do estado.

"Demografia é o destino", Auguste Comte.

A Grande Depressão provocou os maiores déficits orçamentários governamentais em tempo de paz nos Estados Unidos, na Europa e no Japão e realçou a insustentabilidade dos programas de benefícios sociais generosos e cada vez mais dispendiosos decretados anos antes. Além disso, o colapso no mercado de imóveis residenciais e de ações extinguiu trilhões de dólares de riqueza do balanço patrimonial dos consumidores, deixando alguns com ativos insuficientes para alcançar a aposentadoria confortável que esperavam.

Nesse contexto de prosperidade econômica declinante, as empresas de pesquisa de opinião pública detectaram uma perda de confiança no futuro dos Estados Unidos. Em 2010, menos da metade dos americanos respondeu sim à pergunta: *"Você acha que seus filhos terão melhores condições do que você?"*. A fé em um padrão de vida cada vez mais alto, que serviu de crença para as famílias americanas e um farol para milhões de imigrantes ao longo de toda a história do país, estava desvanecendo.

Este capítulo examina se esse pessimismo é justificado. É verdade que nossos filhos, pela primeira vez na história do país, têm um futuro mais sombrio do que nossos pais ou será que existem forças que podem renovar o sonho americano e restaurar o crescimento econômico?

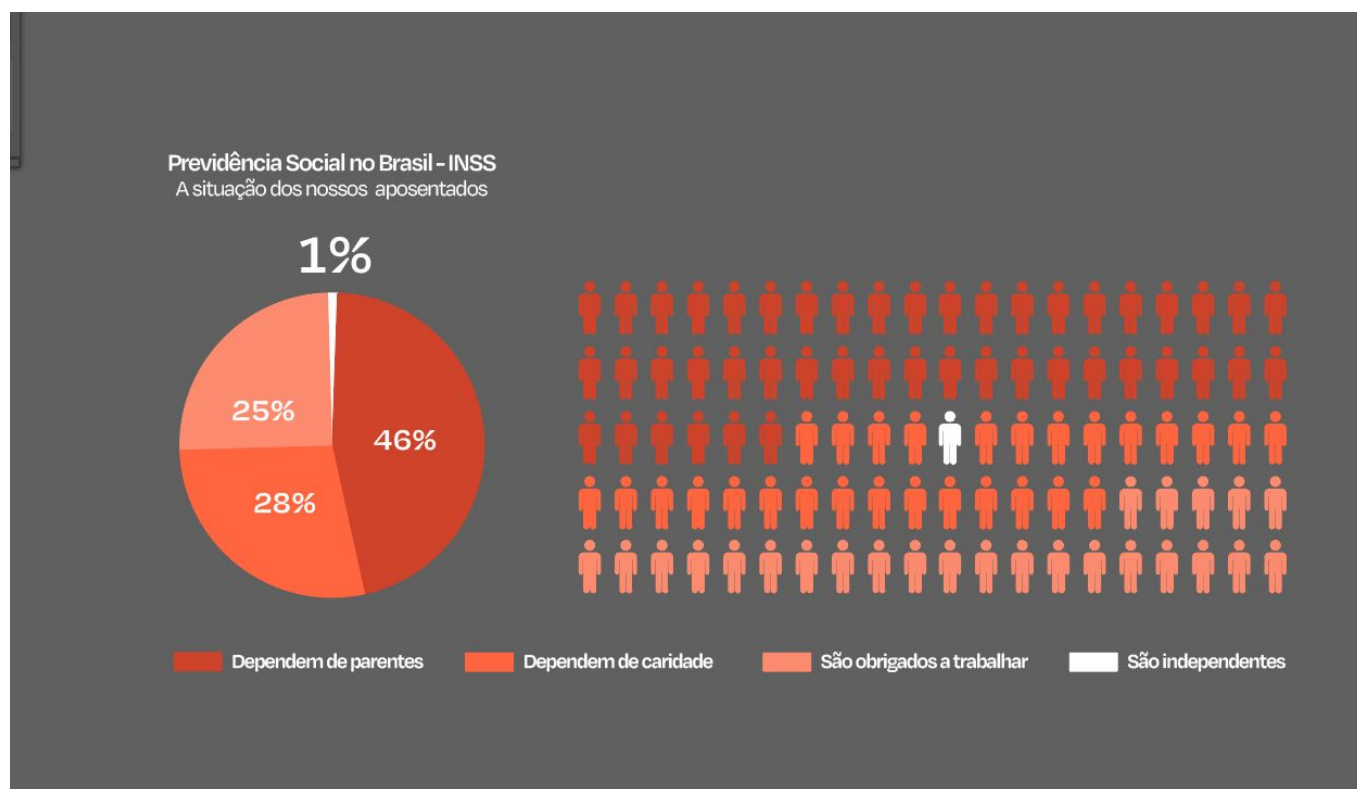
A realidade que enfrentamos:

Duas forças conflitantes afetarão a economia mundial nas próximas décadas. A primeira delas, que dá origem a déficits orçamentários governamentais crescentes e consome programas de pensão privados e públicos, é a ***"onda de envelhecimento"*** ou a inédita elevação no número

de indivíduos no mundo desenvolvido que estão para se aposentar. A onda de envelhecimento traz à tona duas perguntas fundamentais: quem produzirá os produtos e serviços que os aposentados consumirão e quem comprará os ativos que eles pretendem vender para financiar sua aposentadoria? É possível demonstrar que, se o mundo desenvolvido tiver de depender apenas de sua população para produzir esses bens, a idade na qual as pessoas poderão se aposentar deverá aumentar significativamente.

A segunda força contra balançante é o sólido crescimento das economias emergentes, particularmente na Índia, na China e no restante da Ásia, que em breve gerará a maior parte da produção mundial. Será que as economias emergentes serão produtivas o bastante para produzir bens e gerar economias suficientes para comprar os ativos desses novos aposentados? Este capítulo responde essas perguntas e revela o que aguarda a economia americana e mundial.

A onda de envelhecimento global:



A famosa citação de August Comte “*demografia é destino*” nos lembra o quanto a onda de envelhecimento é importante para o futuro mundial. Após a Segunda Guerra Mundial, a população cresceu rapidamente; visto que aqueles que haviam adiado a concepção de filhos durante a Grande Depressão e a guerra visualizaram um futuro brilhante o suficiente para assumir os encargos da paternidade/maternidade. Entre 1946 e 1964, as taxas de natalidade aumentaram bem acima da média das duas décadas anteriores, gerando um grupo apelidado de “*geração baby boom*”.

Mas ao baby boom se seguiu o baby bust, a explosão e implosão demográfica. A taxa de fertilidade, o número de crianças geradas por mulher, caiu drasticamente em meados da década de 1960 e na maior parte do mundo desenvolvido permaneceu abaixo de 2,1, nível que estabiliza a população. A taxa de fertilidade na Europa caiu de mais de 2,5 em 1960 para 1,8 em 2010 e, em alguns países, como Espanha, Portugal, Itália e Grécia, as taxas de fertilidade ficaram bem abaixo de 1,5. Em várias economias asiáticas, a taxa de fertilidade caiu ainda mais e hoje é de 1,3 no Japão e na Coreia do Sul, 1,1 em Taiwan e abaixo de 1 em Xangai. Em 2011, a taxa de fertilidade nos Estados Unidos ficou abaixo de 2,0 e a taxa de natalidade (número de nascimentos por 1.000 mulheres entre 15 e 44 anos de idade) caiu para 63,2, a maior queda de todos os tempos, quase metade do nível prevalecente em 1957.

E a expectativa de vida não para de crescer...

O período desde a Segunda Guerra Mundial também foi marcado por uma expectativa de vida crescente. Quando os Estados Unidos aprovaram a Lei da Previdência Social em 1935, que oferecia benefícios de renda a partir dos 65 anos de idade, a expectativa de vida para os homens, que compunham a maior parte da força de trabalho, era apenas 60. Em 1950, a expectativa de vida dos homens chegou a 66,6 e, em 2010, atingiu 76,2 no caso dos homens e 81,1 no caso das mulheres.

James Vaupel e James Oeppen, Universidade de Cambridge, descobriram que, desde 1840, a expectativa de vida no mundo desenvolvido aumentou a uma taxa notadamente constante de 2,5 meses por ano, uma tendência que evidencia sinais apenas modestos de declínio. Porém, até metade do século XX a expectativa de vida aumentou principalmente porque a mortalidade de bebês e crianças diminuiu. Entre 1901 e 1961, a expectativa de vida masculina no nascimento aumentou em mais de 20 anos, mas a expectativa de vida para homens de 60 anos teve uma elevação de menos de 2 anos.

Contudo, desde a última metade do século passado, a expectativa de vida dos idosos tem se estendido significativamente em virtude de avanços na medicina. Ao longo da maior parte da história, houve mais jovens do que idosos, visto que doenças, guerras e forças naturais exauriam a população. Mas a queda na taxa de mortalidade entre os baby boomers, associada à redução nas taxas de fertilidade, mudou sensivelmente a distribuição etária nos países desenvolvidos ao redor do mundo. **Em meados deste século, o perfil etário do Japão e de vários países do sul da Europa, como Grécia, Espanha e Portugal, será "invertido"; isto é, em lugar do padrão normal de mais jovens do que idosos que prevaleceu na maior parte da história, a faixa etária mais populosa compreenderá pessoas entre as idades de 70 e 80 e o número de pessoas acima de 80 superará o de crianças abaixo de 15.**

Vivendo mais, se aposentando na mesma época...

Não obstante a elevação da expectativa de vida, a idade de aposentadoria continuou a cair no mundo desenvolvido. Em 1935, quando a previdência social foi instituída para oferecer benefícios de renda aos indivíduos com 65 anos ou mais, a idade média de aposentadoria era 67. No período pós-guerra, a diminuição da idade de aposentadoria foi precipitada em 1961, quando o Congresso permitiu que os beneficiários da previdência social começassem a receber benefícios reduzidos aos 62 anos.

Na Europa, o declínio na idade de aposentadoria foi ainda maior do que o dos Estados Unidos. No início da década de 1970, muitos governos europeus reduziram a idade mínima de aposentadoria de 65 para 60 e, em vários casos, para 55.

Diferentemente dos Estados Unidos, onde os pagamentos de previdência social são aumentados se a pessoa continuar trabalhando, poucos incentivos, quando muito, foram criados na Europa para as pessoas que pensam em se aposentar mais tarde. Na França, de 1970 a 1998, a proporção de homens na força de trabalho, na faixa etária de 60 a 64, diminuiu de 70% para menos de 20%, e, na Alemanha Ocidental, diminuiu de mais de 70% para 30%, enquanto nos Estados Unidos essa proporção permaneceu forças abaixo de 50%.

As forças gêmeas de expectativa de vida crescente e idade de aposentadoria decrescente provocaram uma drástica elevação no número de anos em que o trabalhador típico ficava aposentado, um período que chamamos de período de aposentadoria. Nos Estados Unidos, entre 1950 e 2010, a expectativa de vida aumentou de 69 para 78 anos, enquanto a idade média para aposentadoria caiu de 67 para 62. Consequentemente, o período de aposentadoria aumentou mais de oito vezes, de 1,6 para 15,8 anos, e essa elevação foi ainda maior na Europa.

A rápida ampliação do período de aposentadoria é uma mudança extremamente significativa no estilo de vida do trabalhador típico. Antes da Segunda Guerra Mundial, pouquíssimos trabalhadores desfrutavam de uma aposentadoria prolongada e um número ainda menor a desfrutavam com saúde. Hoje, milhões de pessoas nos Estados Unidos, na Europa e no Japão estão desfrutando da aposentadoria com saúde e benefícios de renda generosos oferecidos tanto pelo governo quanto por planos de aposentadoria corporativos.

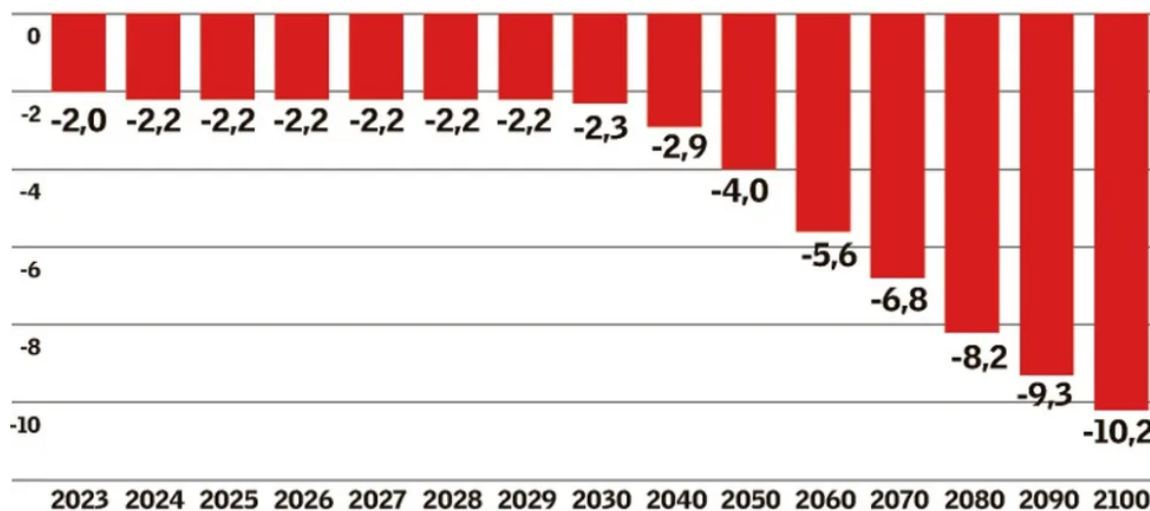
E, adivinhe só: o governo NÃO VAI parar de imprimir dinheiro!

Déficit da previdência pode quintuplicar até 2100

Relatório Contábil do Tesouro projeta rombo de 10,24% do PIB nas contas do INSS

Projeção resultado RGPS

Dados em % em relação ao PIB



Em 1950, o presidente Truman previu em seu discurso que a renda de uma família americana típica chegaria a US\$ 12.000 por volta de 2000, o que foi surpreendente na época, considerando que a renda familiar média era em torno de US\$ 3.300.

US\$ 12.000 parecia uma soma suntuosa e significava que o país faria um progresso econômico sem precedentes na segunda metade do século.

Na verdade, a previsão do presidente Truman revelou-se bastante modesta. A renda familiar média, em 2000, foi de US\$ 41.349.

Entretanto, em 2000 essa soma comparável tinha sido de US\$ 6.000 com base nos preços de 1950, uma prova da inflação da última metade do século. Portanto, em vez de a renda de uma família típica subir mais de 12 vezes, de USD 3.000,00 para USD 41.349,00, a renda real apenas dobrou, em virtude da mordida da inflação.

A inflação e a deflação estão presentes na história desde quando os economistas têm notícia. No entanto, desde 1955 não houve nenhuma era em que o índice de preço ao consumidor dos

Estados Unidos tenha diminuído. O que mudou nos últimos 60 anos que torna a inflação a regra e não a exceção? A resposta é simples: o controle da oferta de moeda mudou do ouro para o governo. Com essa mudança, o governo sempre pode oferecer liquidez suficiente para que os preços não caiam.

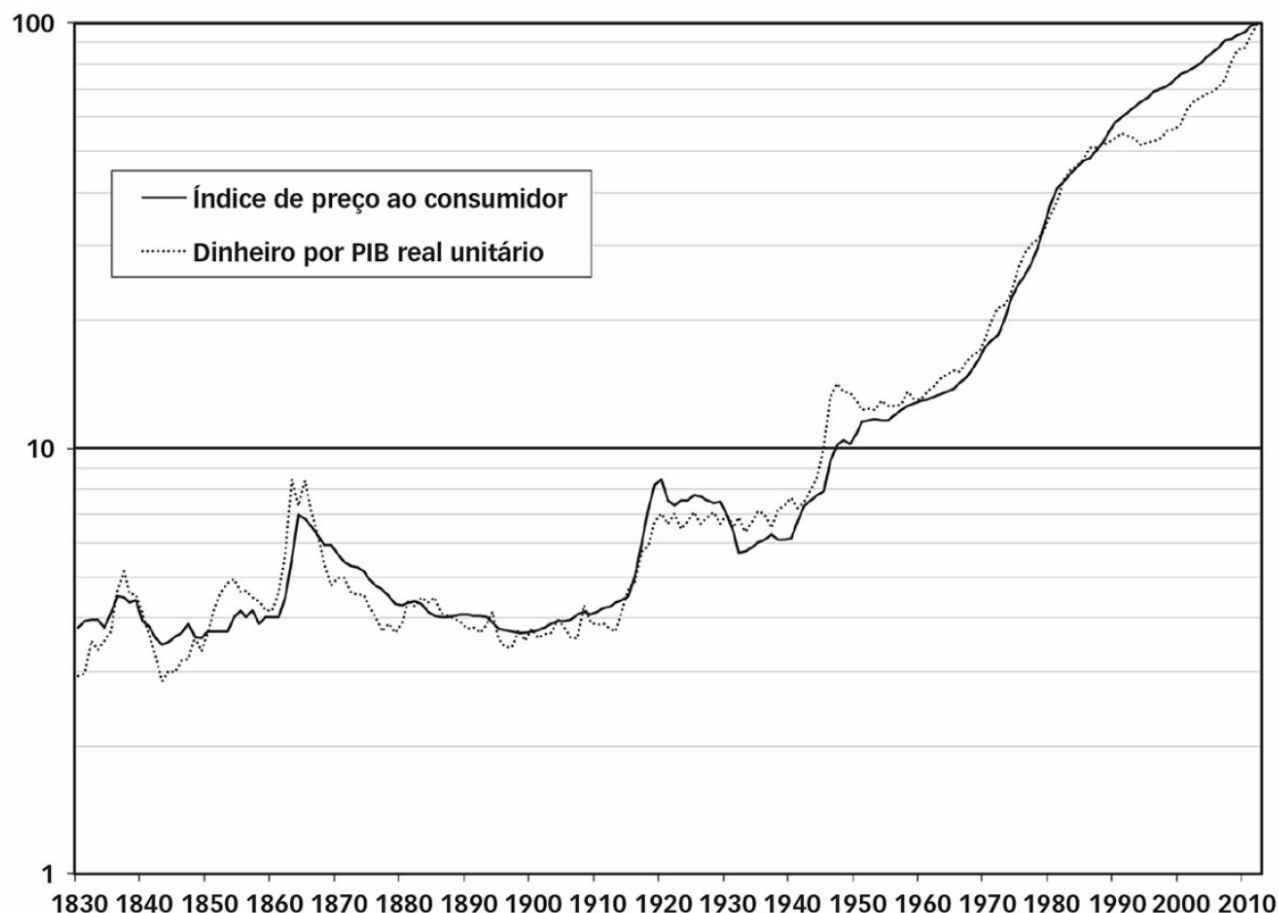
Analizamos o nível geral de preços nos Estados Unidos na Grande Bretanha nos últimos 210 anos no Capítulo 5. Não houve inflação geral até a Segunda Guerra Mundial e inflação prolongada após a guerra. Antes da Grande Depressão, a inflação ocorria apenas em virtude de outros, de insucesso nas colheitas ou outras crises. Porém, o comportamento dos preços no período pós-guerra foi totalmente diferente. **O nível de preços praticamente nunca havia diminuído: a única dúvida é em que proporção os preços subirão.**

Os economistas há muito tempo já sabem que uma variável é soberana para determinar o nível de preços: a quantidade de dinheiro em circulação. A sólida relação entre dinheiro e inflação é firmemente respaldada por evidências. Examine a Figura 14.1, que exibe um gráfico de dinheiro e preços nos Estados Unidos desde 1830. A tendência geral do nível de preços acompanhou de perto a tendência de oferta de moeda normalizada em relação ao nível de produção.

A forte relação entre a oferta de moeda e os preços ao consumidor é um fenômeno mundial. Não há possibilidade de inflação prolongada sem a contínua criação de dinheiro e toda hiperinflação da história está associada com uma explosão na oferta de moeda. Existem evidências convincentes de que os países com alto crescimento monetário experimentam alta inflação, enquanto os países com crescimento monetário refreado têm baixa inflação.

Por que a quantidade de dinheiro está tão intimamente associada com o nível de preços?

Porque o preço do dinheiro, como o de qualquer bem, é determinado pela oferta e demanda. A oferta de depósitos é rigorosamente controlada pelo banco central. A demanda por dólar deriva da demanda de famílias e empresas que negociam bilhões de dólares em bens e serviços em uma economia complexa. Quando a oferta de dólar aumenta e ultrapassa a quantidade de bens produzidos, isso provoca inflação. **A descrição clássica do processo inflacionário – “excesso de dinheiro à caça de pouquíssimos produtos” – continua tão adequada quanto antes.**



Pode-se perguntar por que a imensa expansão monetária do Federal Reserve (e outros bancos centrais) desde a crise monetária não se transformou em inflação. Milton Friedman, em *The Monetary History of the United States*, concluiu que era a quantidade de depósitos mais moeda, que ele definiu como M2, que tinha o elo mais próximo com a inflação, não a base monetária, que é a soma de reservas e moeda. A base monetária nos Estados Unidos triplicou de 2007 a 2013, mas praticamente todo esse aumento resultou em reservas em excesso que não foram emprestadas e, portanto, não criaram depósitos. Com certeza o Fed precisa monitorar rigorosamente essas reservas para impedir que a criação de excesso de crédito se transforme em inflação. Porém, a inflação baixa, não obstante as políticas expansionistas dos bancos centrais mundiais, não contradiz o elo histórico entre dinheiro e preços.

Ações ganham de renda fixa em todos os países pesquisados!

Quando publiquei *Investindo em Ações no Longo Prazo*, em 1994, alguns economistas questionaram se minhas conclusões, extraídas de dados dos Estados Unidos, poderiam subestimar os retornos acionários históricos avaliados em nível mundial. Eles alegaram que os retornos acionários americanos exibiam viés de sobrevivência, um viés provocado pelo fato de os retornos serem coletados de mercados acionários bem-sucedidos, como os Estados

Unidos, e os retornos de países em que as ações fracassaram ou se extinguiram completamente, como Rússia ou Argentina, serem ignorados. 16 Esse viés levava a crer que os retornos acionários nos Estados Unidos, um país que nos últimos 200 anos foi transformado de uma pequena colônia britânica na maior potência econômica do mundo, são exclusivos e os retornos acionários históricos de outros países seriam inferiores.

Incitados por essa questão, os economistas do Reino Unido examinaram os retornos históricos das ações e títulos de 19 países desde 1900. Elroy Dimson e Paul Marsh, professores da Escola de Negócios de Londres, e Mike Staunton, diretor da London Share Price Database, publicaram sua pesquisa em 2002 no livro intitulado **Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns**. Esse livro oferece um relato rigoroso e ao mesmo agradável de ler sobre os retornos do mercado financeiro mundial em 19 países diferentes.

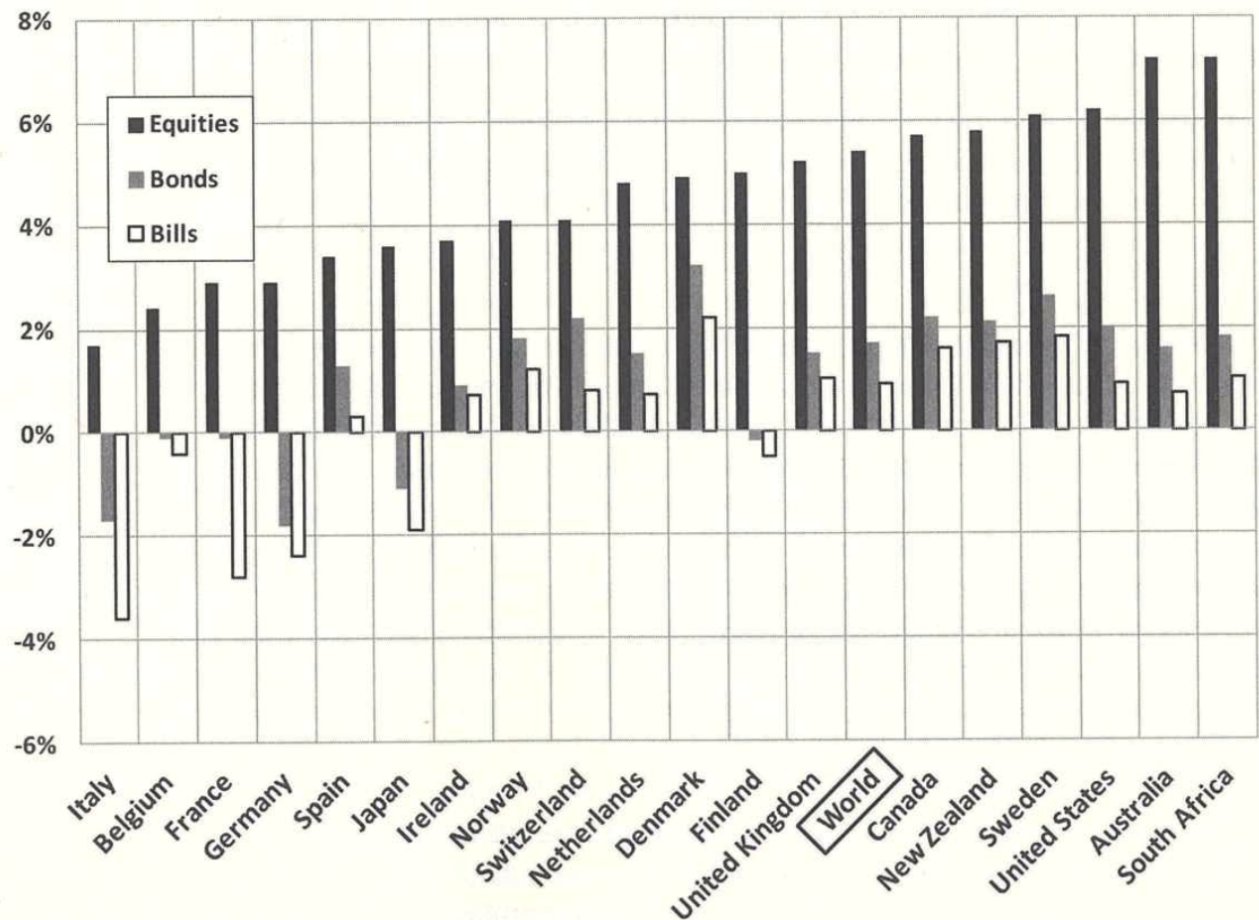
Os retornos atualizados desse estudo são apresentados na Figura 5.7, que mostra os retornos reais médios históricos das ações, dívidas e letras de todos os 19 países analisados de 1900 a 2012. Embora infortúnios importantes tenham ocorrido em vários desses países, como guerra, hiper-inflação e depressão, todos eles exibiram retornos acionários descontada a inflação consideravelmente positivos.

Os retornos acionários reais giraram entre um baixo nível de 1,7% na Itália e um alto nível de 7,2% na Austrália e África do Sul. Nos Estados Unidos, os retornos acionários, ainda que tenham sido muito bons, não foram excepcionais. A média aritmética simples dos retornos dos 19 países é 4,6%. Se uma carteira tivesse investido um único dólar no mercado acionário de cada um desses países em 1900 teria gerado um retorno real composto de 5,4%, muito próximo dos 6,2% que identifiquei nos Estados Unidos.

E os países que tiveram retornos acionários mais baixos tiveram o veredito da história também os retornos de renda fixa foram mais baixos. Desse modo, o prêmio médio dos ativos em relação aos títulos foi 3,7%, e em relação às letras, de 4,5%, ambos em relação aos encontrado nos Estados Unidos.

FIGURE 5-7

International Real Returns on Stocks, Bonds, and Bills 1900–2012



Depois que todos as informações foram analisadas, os autores concluíram:

[...] que o desempenho superior das ações sobre os títulos e letras experimentado pelos Estados Unidos refletiu-se em todos os 16 países analisados. [...] Em todos os países o desempenho das ações foi melhor do que o dos títulos. Ao longo dos 101 anos, apenas dos mercados de renda fixa e somente mercado acionário com pior desempenho.

Além disso:

embora os Estados Unidos e o Reino Unido de fato tenham tido um bom desempenho, [...] não há nenhuma indicação de que eles estejam extremamente desalinhados em relação a outros países. [...] Portanto, as preocupações quanto ao sucesso e ao viés de sobrevivência, embora legítimas, talvez tenham sido um tanto superestimadas [e] os investidores talvez não tenham sido materialmente iludidos por um foco sobre os Estados Unidos.

Essa última frase é significativa. Foram conduzidos mais estudos sobre os mercados americanos do que sobre os mercados de qualquer outro país do mundo. Dimson, Marsh e Staunton estão dizendo que os resultados encontrados nos Estados Unidos têm relevância

para todos os investidores em todos os países. **==O título que eles escolheram para o livro indica suas conclusões:** são os otimistas, e não os pessimistas, que assumem posições no mercado acionário, e decididamente eles triunfaram sobre os investidores mais cautelosos ao longo do século passado.== Em lugar de depreciar o argumento a favor das ações, esses estudos internacionais respaldaram-no.

A conclusão...

Nos últimos 210 anos, o retorno real anual composto de uma carteira diversificada de ações ordinárias girou entre 6% e 7% nos Estados Unidos e exibiu uma consistência notável ao longo do tempo. Seguramente, os retornos das ações dependem da quantidade e qualidade do capital, da produtividade e do retorno em relação ao risco assumido. Contudo, a capacidade de criar valor também depende de uma administração hábil, de um sistema político estável que respeite os direitos de propriedade e da competência para oferecer valor aos consumidores em um ambiente competitivo. Oscilações no entusiasmo dos investidores, decorrentes de crises políticas ou econômicas, podem tirar as ações de seu caminho de longo prazo, mas as forças fundamentais do crescimento econômico

CAPÍTULO 5 Retornos de ações e títulos desde 1802

91

sempre possibilitaram que as ações recuperassem sua tendência de longo prazo. Talvez seja por esse motivo que os retornos acionários exibiram essa estabilidade, não obstante as mudanças políticas, econômicas e sociais extremas que afetaram o mundo nos dois últimos séculos.

Entretanto, é necessário perceber a estrutura política, institucional e legal na qual esses retornos foram gerados. O desempenho superior das ações nos dois últimos séculos pode ser explicado pela predominância crescente das nações comprometidas com as economias de mercado livres. Poucos esperavam o triunfo das economias direcionadas ao mercado durante os dias sombrios da Grande Depressão e da Segunda Guerra Mundial. No entanto, se a história de alguma forma serve de guia, os títulos governamentais em nossas economias de papel-moeda podem ter um desempenho bem aquém aos das ações na eventualidade de qualquer distúrbio político ou econômico. Tal como este capítulo demonstra, mesmo em cenários políticos estáveis, os riscos dos títulos governamentais na verdade superam os das ações para os investidores de longo prazo.

A verdadeira proteção contra a inflação_ utilidade, especialização e ativos reais.

O foco dos investidores de longo prazo deve ser o aumento do poder aquisitivo de seu investimento — isto é, a criação de riqueza ajustada aos efeitos da inflação. A Figura 5.4 reproduz a Figura 1.1, do Capítulo 1, e é elaborada com os retornos em dólar mostrados na

Figura 5.1 e com sua correção (ou "deflação") de acordo com as mudanças no nível de preços. Os retornos reais anualizados das várias classes de ativos encontram-se no canto superior esquerdo gráfico.

O retorno real anual composto das ações gira em torno de 6,6% ao ano após a inflação. Embora tenham sido acrescentados 20 anos de dados sobre o mercado acionário desde a primeira edição de *Investindo em Ações no Longo Prazo*, esse retorno é apenas um terço de um ponto percentual inferior ao retorno de 6,7% que divulguei em 1994.

Há quem afirme que esse retorno não é sustentável porque é quase o dobro da taxa de crescimento de 3,0% a 3,5% do PIB real.¹² Mas isso está errado. Mesmo que a economia não esteja crescendo de forma alguma, o capital receberá um retorno positivo porque é um recurso escasso, do mesmo modo que a mão de obra receberá salários positivos e as propriedades receberão aluguéis positivos. Tal como ressaltado anteriormente, o retorno real total das ações presume que todos os dividendos e ganhos de capital são reinvestidos no mercado e essa importância aumenta bem mais rapidamente do que o total de riqueza em ações ou o PIB.

Os retornos anuais das ações americanas ao longo de vários períodos são sintetizados na Tabela 5.1. Observe a extraordinária estabilidade do retorno real das ações em todos os principais subperíodos: **6,7% ao ano de 1802 a 1870, 6,6% de 1871 a 1925 e 6,4% ao ano de 1926 a 2012.** Mesmo a partir da Segunda Guerra Mundial, período durante o qual se deu toda a inflação experimentada pelos Estados Unidos ao longo dos últimos 200 anos, a taxa de retorno real média das ações foi 6,4% ao ano. Esse valor é praticamente idêntico ao retorno real das ações durante os 125 anos anteriores, que não testemunharam inflação geral. As ações representam ativos reais, que, a longo prazo, se valorizam ao ritmo da taxa de inflação. Portanto, os retornos reais das ações não são afetados desfavoravelmente por mudanças no nível de preços.

A estabilidade de longo prazo dos retornos das ações persistiu, não obstante as drásticas mudanças ocorridas em nossa sociedade nos dois últimos séculos. O país passou da economia agrícola para a economia industrial e, depois, para a atual economia pós-industrial, de tecnologia e de serviços. O mundo mudou do padrão-ouro para o padrão papel-moeda. E as informações, que antes levavam semanas para atravessar o país, agora podem ser transmitidas instantaneamente e difundidas simultaneamente ao redor do mundo. Contudo, a despeito das enormes mudanças nos fatores básicos que geram riqueza para os acionistas, os retornos das ações revelaram uma estabilidade surpreendente.

Mas a estabilidade dos retornos de longo prazo das ações depende de forma alguma garante a estabilidade de curto prazo. **De 1982 a 1999, durante o maior mercado altista na história dos Estados Unidos, as ações receberam um extraordinário retorno de 13,6% ao ano (descontada a inflação), mais do dobro da média histórica.** Esses retornos superiores se seguiram aos

terríveis retornos realizados nos 15 anos precedentes, de 1966 a 1981, quando os retornos acionários caíram para 0,4% ao ano, abaixo da inflação. No entanto, esse grande mercado altista conduziu as ações para um nível alto demais e a avaliação do mercado atingiu níveis recordes, que, por sua vez, ocasionaram os péssimos retornos da década seguinte. O mercado baixista e a crise financeira subsequentes fizeram com que as ações novamente despencassem para um nível bem abaixo da tendência porque os retornos acionários reais caíram para um irrisório 0,3%, ou algo acima disso, nos 12 meses posteriores ao pico do mercado altista de 2000.

Então, o que move o mercado é...

A dinâmica do mundo. O sentimento dos homens. A necessidade de tomar atitudes, baseado na ideia de que "fazer alguma coisa é melhor que fazer coisa alguma".

"Mesmo à parte da instabilidade devida à especulação, há a instabilidade devida à característica da natureza humana de que uma grande proporção de nossas atividades positivas depende do otimismo espontâneo, em vez de uma expectativa matemática, seja moral, hedonista ou econômica. Provavelmente, a maioria de nossas decisões para realizar algo positivo, cujas consequências completas se estenderão por muitos dias, só pode ser tomada como resultado de um espírito animal - de um impulso espontâneo para a ação em vez da inação, e não como o resultado de uma média ponderada de benefícios quantitativos multiplicados por probabilidades quantitativas", **Keynes**.

Estava perfeitamente claro por que os mercados haviam caído após os ataques terroristas. Entretanto, talvez surpreenda os investidores o fato de que na vasta maioria dos casos, os principais movimentos do mercado não são acompanhados de nenhuma notícia de importância suficiente para explicar as mudanças de preço. Desde 1885, quando as médias Dow Jones foram formuladas pela primeira vez, houve 145 dias em que o índice industrial Dow Jones mudou 5% ou mais. Quinze desses movimentos ocorreram de setembro de 2008 a março de 2009, quando a economia mundial encontrava-se nas garras da crise financeira, e outra queda ocorreu em 8 de agosto de 2011, quando a Standard & Poor's rebaixou a dívida governamental dos Estados Unidos.

De todas as 145 grandes mudanças, apenas 35 podem ser identificadas com um acontecimento político ou econômico mundial significativo, como guerras, mudanças políticas ou mudanças em planos de ação governamentais. Durante e imediatamente após a crise financeira de 2008, somente quatro das quinze grandes mudanças estavam associadas com eventos específicos. Desde 1885, dentre quatro dos principais movimentos no mercado, menos de um pode ser claramente associado com um acontecimento mundial específico. Uma classificação das 54 maiores mudanças é mostrada na Tabela 16.11, e as variações de mercado superiores a 5% que estão associadas com eventos específicos são exibidas na Tabela 16.2.2.

Tabela 16.2 Maiores mudanças relacionadas a notícias no Índice Industrial Dow Jones, 1888–2012

Classificação	Data	Variação	Manchete
3	6 de outubro de 1931	14,87%	Hoover propõe um <i>pool</i> de US\$ 500 milhões para ajudar os bancos
8	13 de outubro de 2008	11,08%	Fed fornece “liquidez ilimitada” aos bancos centrais estrangeiros
13	11 de fevereiro de 1932	9,47%	Liberalização da política de desconto do Fed
14	14 de novembro de 1929	9,36%	Fed reduz a taxa de desconto/corte de impostos propostos
17	6 de maio de 1932	9,08%	U.S. Steel negocia 15% de corte de salário
18	19 de abril de 1933	9,03%	Estados Unidos abandonam o padrão-ouro
30	5 de setembro de 1939	7,26%	Segunda Guerra Mundial inicia-se na Europa
31	1º de fevereiro de 1917	-7,24%	Alemanha anuncia operação militar submarina irrestrita
32	27 de outubro de 1997	-7,18%	Ataque ao dólar de Hong Kong
34	17 de setembro de 2001	-7,13%	Ataque terrorista ao World Trade Center
39	29 de setembro de 2008	-6,98%	Câmara dos Representantes vota contra o pacote de resgate financeiro de US\$ 700 bilhões
40	13 de outubro de 1989	-6,91%	Aquisição da United Airlines fracassa
41	30 de julho de 1914	-6,90%	Deflagração da Primeira Guerra Mundial
43	23 de março de 2009	6,84%	Tesouro anuncia um plano público-privado de US\$ 1 trilhão para comprar dívidas bancárias irrecuperáveis
46	14 de maio de 1940	-6,80%	Alemães invadem a Holanda
48	21 de maio de 1940	-6,78%	Aliados recuam na França
51	20 junho de 1931	6,64%	Hoover defende a moratória da dívida externa
53	26 de julho de 1934	-6,62%	Conflitos na Áustria; Itália mobiliza-se
56	26 de setembro de 1955	-6,54%	Eisenhower sofre ataque cardíaco
60	24 de julho de	6,35%	J.P. Morgan nega envolvimento com o escândalo da Enron

	2002		
63	26 de julho de 1893	-6,31%	Falência da estrada de ferro Erie
77	31 de outubro de 1929	5,82%	Fed reduz taxa de desconto
78	16 junho de 1930	-5,81%	Hoover assinará projeto de lei de tarifas
79	20 de abril de 1933	5,80%	Reação contínua à queda do padrão-ouro
87	2 de maio de 1898	5,64%	Dewey derrota Espanha
91	28 de março de 1898	5,56%	Despacho do armistício com a Espanha
93	8 de agosto de 2011	-5,55%	Standard and Poor's rebaixa dívida do Tesouro dos Estados Unidos
100	22 de dezembro de 1916	5,47%	Lansing nega que Estados Unidos estão próximos da guerra
103	18 de dezembro de 1896	-5,42%	Senado vota pela liberdade de Cuba
105	25 de fevereiro de 1933	-5,40%	Feriado bancário em Maryland
109	23 de outubro de 1933	5,37%	Roosevelt desvaloriza o dólar
111	21 de dezembro de 1916	-5,35%	Secretário de Estado Lansing insinua que Estados Unidos estão próximos da guerra
120	9 de abril de 1938	5,25%	Congresso aprova projeto de lei para tributar juros sobre títulos do governo dos Estados Unidos
139	5 de novembro de 2008	-5,05%	Democratas ganham maioria no Congresso, presidência
144	20 de outubro de 1931	5,03%	ICC eleva as tarifas ferroviárias
145	31 de março de 1932	-5,02%	Câmara propõe imposto sobre venda de ações

A política monetária é o maior desencadeador desses surtos massivos de euforia e medo no mercado. Dos cinco maiores movimentos no mercado acionário ao longo do último século, para os quais existe uma causa claramente identificada, quatro estavam diretamente associados com mudanças na política monetária. A maior mudança relacionada a notícias foi o ganho de 14,87% em 6 de outubro de 1931, quando Hoover propôs um pool de US\$ 500 milhões para ajudar os bancos, e a segunda maior foi o ganho de 11,08% ocorrido em

13 de outubro de 2008, quando o Federal Reserve forneceu liquidez ilimitada aos bancos centrais estrangeiros para facilitar o câmbio do dólar.

Se você focalizar apenas dez movimentos diários no mercado desde 1885, somente dois podem ser atribuídos a um acontecimento noticiável. A queda recorde em um único dia de 22,6% no mercado acionário em 19 de outubro de 1987, não está associada com nenhum acontecimento noticiável prontamente identificável.

De 1940 até a crise financeira recente, houve somente quatro dias de grandes movimentos nos quais a causa é identificável:

1. A queda de 7,13% de 17 de setembro de 2001, quando os mercados reabriram após os ataques terroristas.
2. A queda de 7,18% em 27 de outubro de 1997, quando especuladores estrangeiros da bolsa atacaram o dólar de Hong Kong.
3. A queda de 6,91% na sexta-feira de 13 de outubro de 1989, quando a compra alavancada da United Airlines fracassou.
4. A queda de 6,54% em 26 de setembro de 1955, quando o presidente Eisenhower sofreu um ataque cardíaco.

Durante a crise financeira de 2008–2009, as demais mudanças associadas a notícias (além das provisões de liquidez do Fed citadas anteriormente) foram:

1. O salto de 6,8% em 23 de março de 2009, quando a administração Obama anunciou uma parceria público-privada de trilhões de dólares para comprar ativos 'tóxicos' dos bancos comerciais.
2. A queda de 7,0% em 29 de agosto de 2008, quando a Câmara dos Representantes dos Estados Unidos rejeitou o Programa de Recompra de Ativos Problemáticos (Troubled Asset Repurchase Program – Tarp) de US\$ 700 bilhões proposto por Paulson, secretário do Tesouro, e Bernanke, presidente do Federal Reserve, na administração Bush.
3. A perda de 5,5% em 8 de agosto, depois que a Standard & Poor's rebaixou a dívida governamental dos Estados Unidos.
4. A queda de 5,05% em 5 de novembro, após a vitória democrata na Casa Branca e no Congresso nas eleições de 2008.

As guerras normalmente são um grande fator de influência sobre o mercado (apesar delas mesmas serem igualmente imprevisíveis). Entretanto, a queda de mercado de 17 de setembro de 2001, após os ataques terroristas, foi mais de duas vezes superior à queda de 3,5% ocorrida no dia posterior ao ataque a Pearl Harbor e foi também superior a qualquer outro declínio ocorrido em um único dia nos períodos em que os Estados Unidos estavam em guerra.

Nem mesmo as notícias produzem consenso do entendimento...

Mesmo quando um dia é preenchido por acontecimentos noticiáveis, pode haver grande desacordo sobre qual notícia de fato provocou determinada mudança no mercado. Em 15 de novembro de 1991, quando o Dow caiu mais de 120 pontos, ou cerca de 4%, o Investor's Business Daily veiculou um artigo sobre o mercado intitulado 'Dow Plunges 120 in a Scary Stock Sell-Off: Biotechs, Programs Expiration, and Congress Get the Blame'. Em contraposição, o jornal londrino Financial Times publicou um artigo de primeira página escrito por um redator de Nova York intitulado 'Wall Street Drops 120 Points on Concern at Russian Moves'. O que é interessante é que essa notícia especificamente, de que o governo russo havia suspenso as licenças de petróleo e assumido o controle do suprimento de ouro, não foi mencionada sequer uma vez no artigo do Investor's Business Daily!

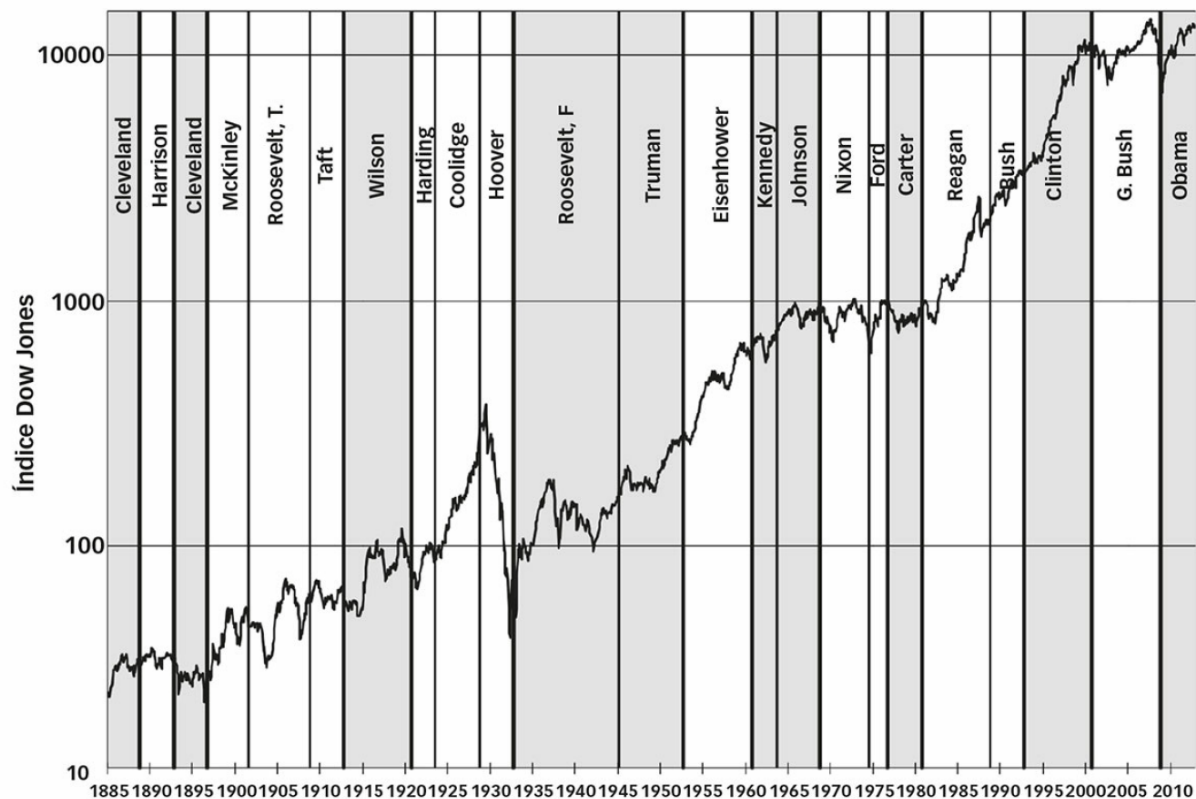
O fato de um importante jornal poder ressaltar 'motivos' que outro veículo ou fonte de notícias não chega nem a mencionar mostra a dificuldade de encontrar explicações fundamentais para os movimentos nos mercados".

Então eu já sei! É a política! O partido político!

É bem sabido que geralmente os investidores preferem republicanos a democratas. Os executivos corporativos e traders de ações são em sua maioria republicanos e várias políticas republicanas são consideradas favoráveis às ações e à formação de capital. Os democratas são considerados menos receptivos a um tratamento tributário favorável dos ganhos de capital e dividendos e mais propensos à regulamentação e redistribuição de renda. Entretanto o mercado de ações na verdade se saiu melhor com democratas do que com republicanos.

O desempenho do índice industrial Dow Jones durante todas as administrações desde que Grover Cleveland foi eleito em 1888 é mostrado na Figura 16.2. O maior mercado baixista da história ocorreu durante a administração republicana de Herbert Hoover ao passo que as ações se saíram muito bem na administração de Franklin Roosevelt, ainda que esse democrata tenha sido vilipendiado com frequência nas salas de diretoria e empresas de corretagem ao redor do país.

Aliás a reação imediata do mercado – do dia anterior à eleição ao dia posterior – conforma-se com o fato de os investidores gostarem mais dos republicanos do que dos democratas. Desde 1888 o mercado caiu em média 0,6% no dia seguinte a uma vitória democrata mas subiu 0,7% no dia seguinte a uma vitória republicana. Todavia a reação do mercado ao sucesso dos republicanos nas eleições presidenciais tem-se atenuado desde a Segunda Guerra Mundial. Houve ocasiões como a vitória eleitoral do segundo mandato de Clinton em que o mercado disparou porque os republicanos mantiveram o controle do Congresso e não pelo fato de um democrata como Clinton ter sido eleito.



Os retornos no primeiro, segundo, terceiro e quarto anos do mandato dos presidentes são exibidos na Tabela 16.3. Os retornos no terceiro ano de um mandato presidencial geralmente são os melhores. Isso é impressionante porque o terceiro ano inclui a desastrosa queda de 4,33% ocorrida em 1931 durante o terceiro ano da administração malfadada de Hoover e o ano de pior desempenho em mais de 120 anos. Mas o terceiro ano nem sempre é atraente. O terceiro ano do primeiro mandato de Obama foi o pior terceiro ano para as ações desde o de Carter em 1979.

O motivo pelo qual o terceiro ano de mandato presidencial se sobressai não é claro. Poderíamos supor que o quarto ano, quando a administração pode aumentar os gastos ou pressionar mais o Fed a estimular a economia para a eleição subsequente, seria o melhor ano para as ações. Mas o quarto ano, embora bom, evidentemente não é o melhor. Talvez o mercado anteveja políticas econômicas favoráveis no ano de eleição, o que leva os preços das ações a subir no ano anterior.

O desempenho superior sob a administração de democratas nos últimos anos é documentado na Tabela 16.4. Essa tabela registra os retornos totais reais e nominais no mercado de ações bem como a taxa de inflação em administrações democratas e republicanas. **Desde 1888, em termos nominais, o mercado se saiu melhor com democratas do que com republicanos.** Porém, como a inflação foi inferior quando os republicanos estavam no poder, os retornos reais das ações foram praticamente idênticos sob ambos os partidos. **Mas isso não se aplica aos últimos 60 anos, nos quais o mercado se saiu bem melhor com democratas, independentemente de a inflação ser ou não levada em conta.** Talvez seja por isso que a

reação do mercado a uma vitória democrata não tenha sido tão negativa nos últimos anos quanto foi no passado.

E se eu te disser que...no longo prazo o risco de investir em ações é MENOR...



"Na verdade, será que podemos encontrar algum investimento que ofereça estabilidade real ou lucro certo? [...] Como todo leitor deste livro verá claramente, o homem ou a mulher que investe em títulos está especulando no nível geral de preços ou no poder aquisitivo do dinheiro", IRVING FISHER, 1912.

Risco e retorno são os componentes básicos da gestão financeira e de carteiras. Uma vez que o risco, o retorno esperado e as correlações entre as classes de ativos estejam especificados, a teoria financeira moderna pode ajudar os investidores a alocar ativos às suas carteiras. Mas o risco e retorno das ações e títulos não são constantes físicas, como a velocidade da luz ou a força gravitacional, à espera de descoberta no mundo natural.

Do mesmo modo que na ciência física, os investidores não podem realizar experimentos controlados repetidos, mantendo todos os demais fatores constantes, e concentrar sua atenção no “verdadeiro” valor de cada variável. **Como o ganhador do Nobel Paul Samuelson adorava dizer, “temos apenas uma amostra da história”.**

Isso significa que, não obstante a imensa quantidade de dados históricos, não é possível ter certeza de que os fatores subjacentes que geram os preços dos ativos mantiveram-se

inalterados. Aliás, vimos no Capítulo 3 que as correlações entre as classes de ativos mudam consideravelmente ao longo do tempo.

Contudo, para projetar o futuro deve-se primeiro entender o passado. O capítulo anterior mostrou não apenas que os retornos das ações fixa ficaram amplamente desfasados em relação aos retornos das letras, mas que, em virtude da incerteza da inflação, os títulos de renda fixa podem ser bastante arriscados para os investidores de longo prazo. No próximo capítulo, veremos que, por causa dessa incerteza quanto à inflação, a alocação de carteira dependerá fundamentalmente do horizonte de planejamento dos investidores.

O risco está no seu horizonte temporal...

Para muitos investidores, a forma mais significativa de considerar o risco é por meio da representação do pior cenário possível. Os melhores e piores retornos, descontada a inflação, de ações, dívidas de longo prazo e letras desde 1802, em horizontes de investimentos de 1 a 30 anos, são exibidos na Figura 6.1. Aqui, assim como antes, os retornos das ações são calculados com base nos dividendos mais ganhos ou perdas de capital em um índice amplo de ações americanas ponderado por capitalização.

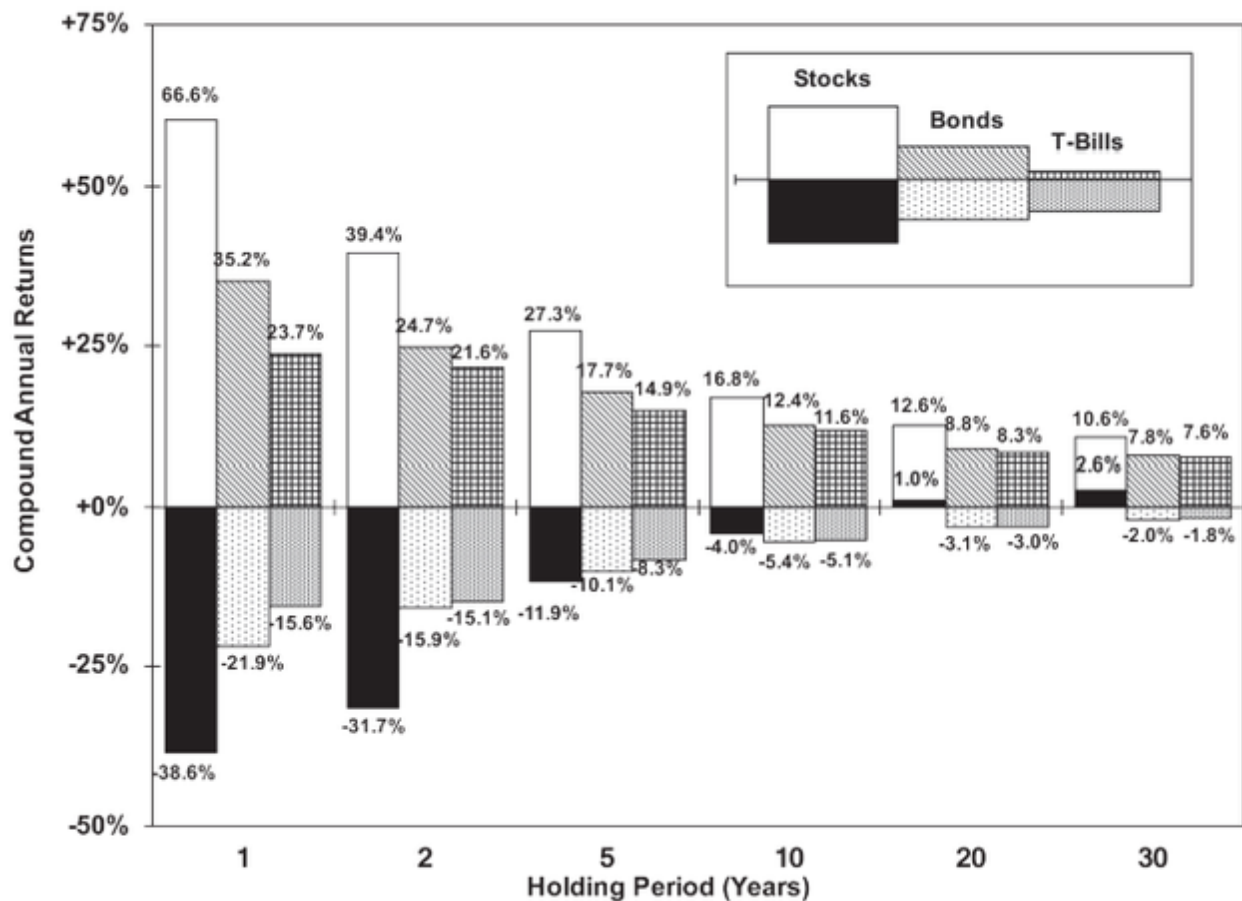
Observe que a altura da barra, que mede a diferença entre os melhores e piores retornos, diminui bem mais que a de títulos ou letras do que para os títulos de renda fixa, à medida que a duração do investimento aumenta.

As ações são inquestionavelmente mais arriscadas do que os títulos ou letras do Tesouro ao longo de períodos de um a cinco anos. Entre todos os períodos de cinco anos desde 1802, o pior desempenho das ações, em -11.9%, foi apenas um pouco pior que o pior desempenho dos títulos de ano, para os letras. E para horizontes de investimento de dez anos, o pior desempenho das ações na verdade foi melhor que o dos títulos de longo prazo ou das letras.

Com relação a horizontes de 20 anos, os retornos das ações na verdade ficaram abaixo da inflação, enquanto os retornos dos títulos de longo prazo e das letras uma vez chegou a cair 3% ao ano, abaixo da taxa de inflação. Durante esse período inflacionário, o valor real da renda fixa de títulos de longo prazo do Tesouro, incluindo todos os de uma carteira típica, caiu aproximadamente 50%. O pior retorno de 30 anos das rendas fixas permaneceu confortavelmente à frente da inflação, em 2,6% ao ano, um retorno que não está muito abaixo do desempenho médio dos ativos de renda fixa.

É bastante significativo que as ações, em comparação aos títulos de longo prazo e às letras, nunca tenham oferecido um retorno real negativo aos investidores em períodos de 17 anos ou superiores.

Maximum and minimum real holding period returns, 1802–2021



Embora possa parecer mais arriscado acumular riqueza em ações e não em títulos em períodos de longo prazo, com o objetivo de preservar o poder aquisitivo, o inverso é precisamente verdadeiro: **o investimento de longo prazo mais seguro tem sido perceptivelmente uma carteira diversificada de ações.** Não há dúvida de que os títulos do Tesouro protegidos contra a inflação salvaguardem os investidores contra inflação inesperada. **Contudo, tal como mencionado no Capítulo 5, os rendimentos reais desses títulos, mesmo para vencimentos tão longos quanto 20 anos, ficaram abaixo de zero em 2012 e continuam bastante baixos.** Em contraposição, as ações nunca geraram um retorno real negativo para os investidores ao longo de um horizonte de 20 anos.

Alguns investidores questionam se os períodos de investimento de 20, 30 ou mais anos são relevantes para seu horizonte de planejamento.

No entanto, um dos maiores equívocos que os investidores cometem é subestimar seu horizonte de investimento. Isso porque vários investidores pensam a respeito do horizonte de investimento de uma ação, de um título ou fundo mútuo específico. Contudo, o horizonte de investimento que é relevante para a alocação de carteiras é o tempo durante o qual os investidores mantêm quaisquer ações ou títulos independentemente da quantidade de mudanças feitas nas emissões individuais de sua carteira.

A porcentagem de vezes em que os retornos das ações superaram os retornos dos títulos ou das letras ao longo de vários horizontes de investimento é mostrada na Tabela 6.1. A medida que o horizonte de investimento aumenta, a probabilidade de as ações superarem o desempenho dos ativos de renda fixa aumenta acentuadamente. Em horizontes de 10 anos, as ações superam os títulos 80% das vezes; em horizontes de 20 anos, 90% das vezes; e em horizontes acima de 30 anos, quase 100% das vezes.

Tabela 6.1 Porcentagem de vezes em que as ações superaram o desempenho dos títulos e das letras ao longo de vários horizontes de investimento

Horizonte de investimento	Período de desempenho superior das ações	Ações superam desempenho dos títulos	Letras do Tesouro
1 ano	1802-2012	58,8	62,1
	1871-2012	61,3	66,9
2 anos	1802-2012	60,5	62,9
	1871-2012	64,1	70,4
3 anos	1802-2012	67,2	70,2
	1871-2012	68,7	73,3
5 anos	1802-2012	67,6	68,6
	1871-2012	69,0	74,6
10 anos	1802-2012	72,3	73,3
	1871-2012	78,2	83,8
20 anos	1802-2012	83,9	87,5
	1871-2012	95,8	99,3
30 anos	1802-2012	91,2	91,2
	1871-2012	99,3	100,0

Nas primeiras quatro edições de *Investindo em Ações no Longo Prazo*, mencionei que o último período de 30 anos em que os títulos de longo prazo superaram as ações terminou em 1861, no princípio da Guerra Civil dos Estados Unidos. Isso não é mais verdade. Em virtude da grandeza dos rendimentos dos títulos governamentais na última década, o retorno anual de 11,03% dos títulos de longo prazo do governo simplesmente ultrapassou o retorno de 10,98% das ações no período de 30 anos de 1 de janeiro de 1982 ao final de 2011. Esse evento surpreendente levou alguns pesquisadores a concluir que não se pode mais esperar que os retornos das ações ultrapassem os retornos dos títulos.²

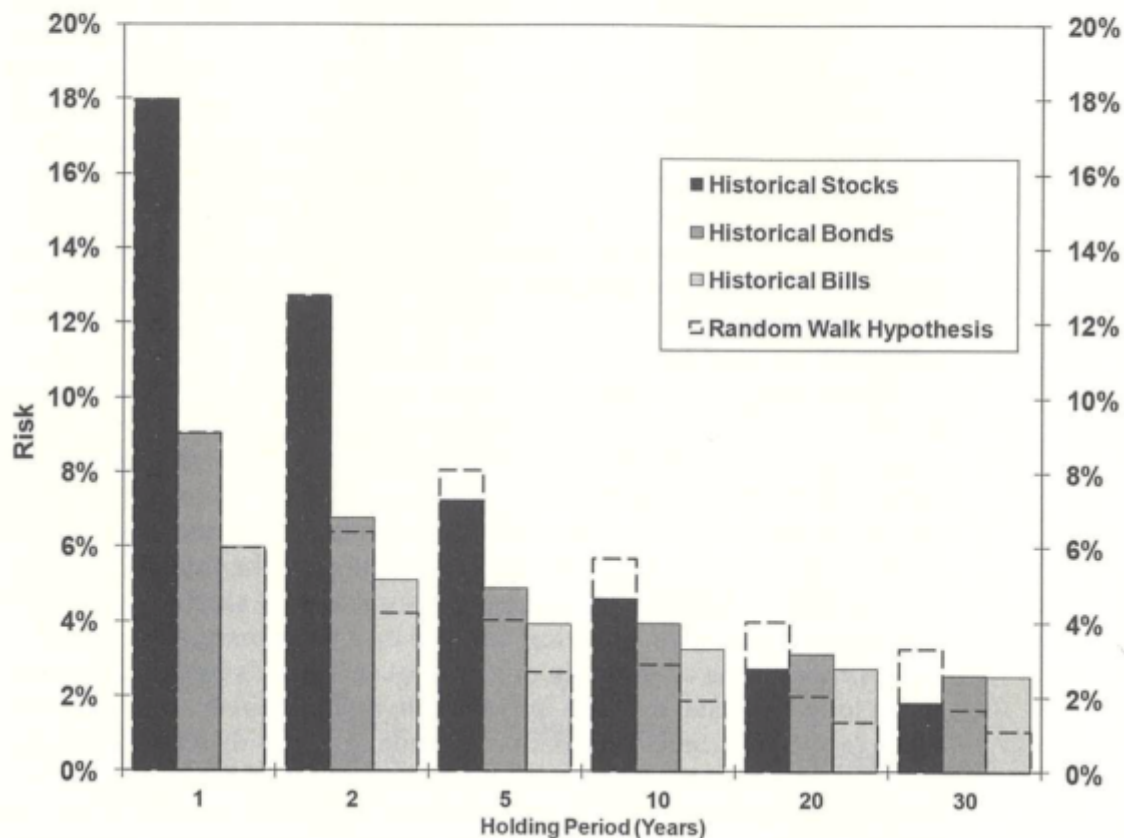
No entanto, um exame mais atento sobre o motivo por que os títulos superaram o desempenho das ações durante esse período mostra que é quase impossível os títulos repetirem esse feito nas próximas décadas. Em 1981, a taxa de juros sobre títulos de 10 anos do Tesouro atingiu 16%. Quando as taxas de juros caíram, os credores beneficiaram-se de altas cupons e ganhos de capital sobre seus títulos. Isso gerou um retorno real sobre os títulos de 7,8% ao ano, de 1981 a 2011, aproximadamente o mesmo retorno real das ações. O retorno real de 7,8% está

apenas um ponto percentual acima da média de 210 anos das ações, mas é mais de duas vezes o retorno real médio histórico dos títulos e mais de três vezes o retorno dos últimos 75 anos.

Como as taxas de juros tiveram quedas históricas, os credores enfrentam uma situação totalmente diferente. No final de 2012, os títulos nominais apresentaram um rendimento de 2%. Os títulos só conseguirão gerar um retorno real de 7,8% se o índice de preço ao consumidor cair em torno de 6% ao ano nos próximos 30 anos. Contudo, uma deflação dessa magnitude nunca foi mantida por nenhum país na história mundial. Em contraposição, as ações podem repetir facilmente o desempenho que elas tiveram nas últimas três décadas e são propensas a fazê-lo em virtude de sua avaliação favorável no final de 2012. Como mencionado no capítulo anterior, os retornos prospectivos das ações em relação aos títulos de renda fixa provavelmente superarão sua média histórica em uma ampla margem.

FIGURE 6-2

Standard Deviation of Average Real Stock, Bond, and Bill Returns Over Various Holding Periods: Historical Data and Random Walk Hypothesis 1802–2012



Embora a predominância das ações sobre os títulos seja perceptível nos dados de longo prazo, é igualmente importante observar que, durante períodos de um ou mesmo de dois anos, as ações superam o desempenho dos títulos ou das letras apenas em três a cada cinco anos.

Isso significa que em torno de dois a cada cinco anos o retorno de um acionista ficará abaixo do retorno que ele deve obter sobre letras do Tesouro ou certificados bancários. A alta probabilidade de os títulos e até mesmo as contas bancárias superarem o desempenho das ações a curto prazo é o principal motivo pelo qual vários investidores têm tanta dificuldade de manter seus investimentos em ações.

Eis a grande pill do mercado financeiro...

Ninguém nega que, no curto prazo, as ações são mais arriscadas do que os ativos de renda fixa. Contudo, no longo prazo, a história demonstra que as ações na verdade são mais seguras do que os títulos para os investidores de longo prazo cujo objetivo é preservar o poder aquisitivo de sua riqueza.

Important

A incerteza quanto à inflação, que é inerente em um padrão de papel-moeda, significa que “renda fixa” e “poder aquisitivo fixo” não são a mesma coisa, tal como Irving Fisher presumiu há um século.

Não obstante a expressiva desaceleração da taxa de inflação ao longo da última década, há muita incerteza quanto ao valor do dólar no futuro, especialmente em vista dos grandes déficits governamentais e da política monetária afável dos bancos centrais mundiais. Os dados históricos evidenciam que podemos ter mais certeza quanto ao poder aquisitivo que uma carteira diversificada de ações ordinárias terá daqui a 30 anos do que quanto ao poder aquisitivo de um título de 30 anos do Tesouro americano.

O mercado concreto, para além do fetiche.

Todos os dias eu recebo as mesmas perguntas: “Quanto eu posso ganhar na bolsa?”, “Quanto o mercado paga no longo prazo?”, “Quanto a bolsa de valores dá?”.

Se ligar qualquer jornal, à noite, você se deparará com as mesmas afirmações abstratas, quando chega a hora de falar sobre economia. “Os mercados andam nervosos”, “O mercado está apreensivo”, “O mercado não reagiu bem ao projeto de lei do governo”.

MAS O QUE DIABOS É O MERCADO?

É preciso retirar o véu que esconde o mundo concreto, para que possamos enxergar a realidade como ela é. “O mercado” é uma expressão para tornar mais fácil a comunicação de

influenciadores, jornalistas, produtores de conteúdo, propagandistas...

Não existe o mercado, como pessoa recheada de vontades. **O que existe é uma reunião de negócios, que podem ser rentáveis ou não, boas e más empresas, e uma infinidade de agentes, com interesses próprios, medos e anseios.**

A bolsa não paga.

O mercado não paga.

Não existe "papel".

Só existem empresas, seus balanços e a reunião de pessoas que a constituem.

O que Marx teria a nos ensinar sobre essa "forma de apresentação, nunca às claras, do modo de produção capitalista":

"À primeira vista, a mercadoria parece uma coisa trivial, evidente. Analisando-a, vê-se que ela é uma coisa muito complicada, cheia de sutileza metafísica e manhas teológicas. Como valor de uso, não há nada misterioso nela, quer eu a observe sob o ponto de vista de que satisfaz necessidades humanas pelas suas propriedades, ou que ela somente recebe essas propriedades como produto do trabalho humano.

É evidente que o homem por meio de sua atividade modifica as formas das matérias naturais de um modo que lhe é útil. A forma da madeira, por exemplo, é modificada quando dela se faz uma mesa. Não obstante, a mesa continua sendo madeira, uma coisa ordinária física. Mas logo que ela aparece como mercadoria, ela se transforma numa coisa fisicamente metafísica. Além de se pôr com os pés no chão, ela se põe sobre a cabeça perante todas as outras mercadorias e desenvolve de sua cabeça de madeira cismas muito mais estranhas do que se ela comesse a dançar por sua própria iniciativa", **Karl Marx, O capital, volume 1.**

Quanto Warren Buffet é quem traz a red pill...

"Os ganhos dos acionistas precisam corresponder aos ganhos da empresa", Warren Buffet.

Essa frase faz parte de um trecho maior, onde o Warren diz: "Quando a ação fica temporariamente além ou aquém do desempenho da empresa, um número limitado de acionistas – sejam vendedores ou compradores – recebe benefícios incomuns à custa daqueles com quem transacionam. (...) Com o tempo, os ganhos agregados dos acionistas da Berkshire precisam necessariamente corresponder aos ganhos da empresa."

Precisa de provas?

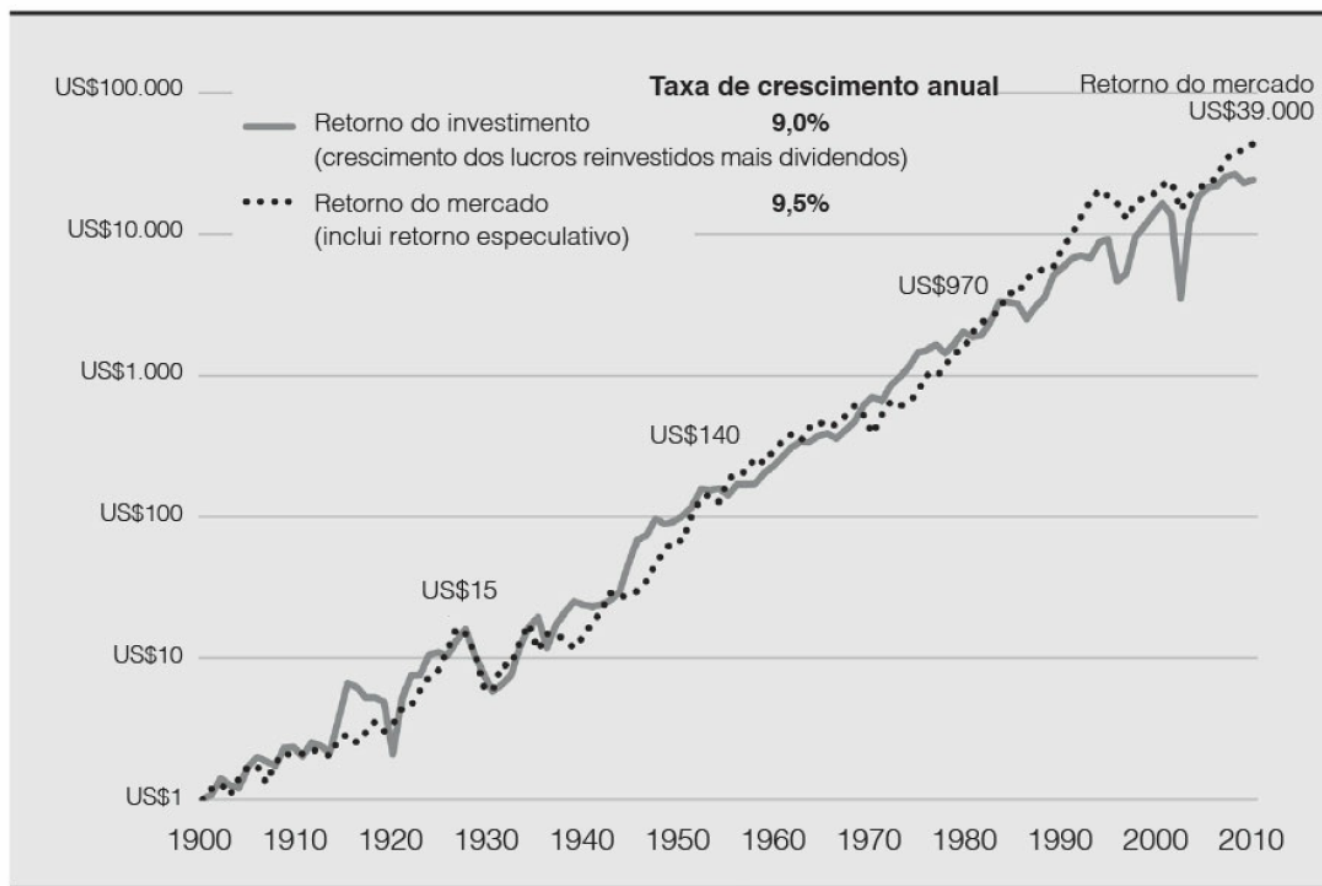
Precisa de prova? Basta olhar o histórico desde o início do século XX (Figura 2.1, logo a seguir). O retorno total anual médio das ações foi de 9,5%. O retorno do investimento sozinho foi de 9,0% – 4,4% de rendimento dos dividendos e 4,6% de crescimento dos lucros reinvestidos.

Essa diferença de 0,5 ponto percentual por ano surgiu do que eu denomino retorno especulativo. O retorno especulativo pode ser positivo ou negativo, dependendo da disposição dos investidores de, no fim de determinado período, pagarem por cada dólar de lucro preços maiores ou menores do que no início.

O índice preço/lucro (P/L) mede o número de dólares que os investidores estão dispostos a pagar por cada dólar de lucro. À medida que a confiança do investidor aumenta e diminui, os índices P/L sobem e caem.

FIGURA 2.1 Retorno do investimento versus retorno do mercado

Crescimento de US\$1, 1900-2016



Quando a **ganância** domina, os P/Ls tendem a ser muito altos.

Quando a **esperança** prevalece, os P/Ls são moderados.

Quando o **medo** está no controle, os P/Ls são tipicamente muito baixos.

Várias vezes, oscilações nas emoções dos investidores refletem-se no retorno especulativo. Elas solapam momentaneamente a tendência ascendente de longo prazo uniforme na economia dos investimentos.

Como refletido na Figura 2.1, o retorno do investimento em ações – dividendos mais lucros reinvestidos – acompanha de perto o retorno do mercado total (incluindo o impacto do retorno especulativo) no longo prazo.

Quaisquer divergências significativas entre os dois são efêmeras. A capitalização desses retornos ao longo de 116 anos gera acúmulos realmente desconcertantes. Cada dólar inicialmente investido em ações em 1900 a um retorno de 9,5% aumentou, até o fim de 2015, para 43.650 dólares.

É bem verdade que poucos de nós vivemos 116 anos (se é que alguém vive), mas nossos descendentes nos sucedem e, à semelhança da família Gotrocks, usufruem o milagre dos retornos capitalizados. Esses retornos têm sido incríveis – o supremo jogo de vencedor.

A parábola mais importante da história dos investimentos...

A família Gotrocks: MESMO ANTES DE PENSAR sobre “fundos de índice” – em sua forma mais

básica, fundos mútuos, que simplesmente comprem ações de todas as empresas no mercado de ações americano e as mantêm para sempre –, você precisa entender como o mercado de ações realmente funciona.

Talvez esta parábola simples – minha versão de uma história contada por Warren Buffett, presidente da Berkshire Hathaway, no Relatório Anual de 2005 da empresa – esclareça quanto o vasto e complexo sistema de mercados financeiros é insensato e contraproducente.

Era uma vez...

Uma família rica de sobrenome Gotrocks – como bem mostra o nome em inglês, eles gostavam de esbanjar dinheiro. A família aumentou no decorrer das gerações até ter milhares de irmãos, irmãs, tias, tios, primas e primos, e possuía 100% de todas as ações nos Estados Unidos. A cada ano, colhia as recompensas dos investimentos: todo o crescimento dos lucros gerados por milhares de empresas e todos os dividendos que elas distribuíam. Cada membro da família enriquecia no mesmo ritmo e tudo era harmonioso. Seu investimento aumentava ao

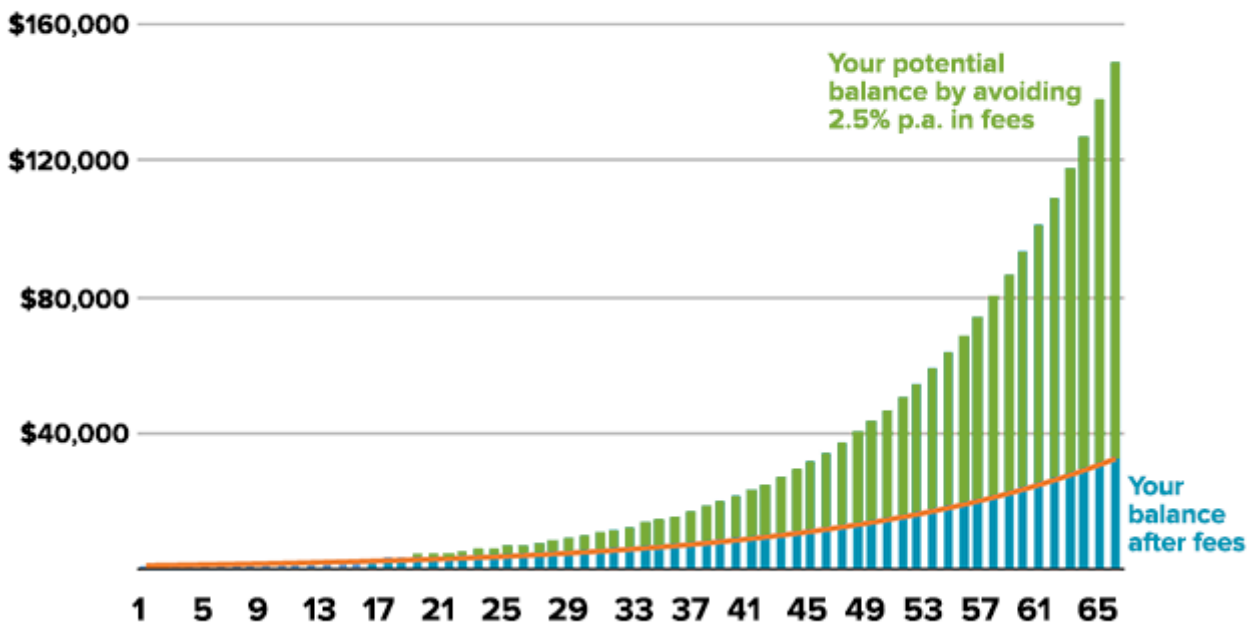
longo das décadas, gerando enorme riqueza. A família Gotrocks estava jogando um jogo de vencedor.

⚠ Warning

Para complicar um pouco mais as coisas, a família Gotrocks também comprava as novas ofertas públicas de títulos mobiliários emitidos a cada ano. (N. do A.)

Mas, após um tempo, uns poucos “Helpers” – que vamos chamar aqui de Auxiliares –, com poder de persuasão entram em cena e persuadem alguns primos Gotrocks “espertos” de que podem ganhar uma parcela maior que a dos parentes. Esses Auxiliares convencem os primos a venderem suas ações de algumas empresas para outros membros da família e, em troca, comprarem deles ações de outras empresas. Eles cuidam das transações e, como corretores, recebem comissões por esses serviços. A propriedade é assim redistribuída entre os membros da família. Para sua surpresa, porém, a riqueza da família começa a crescer num ritmo mais lento. Por quê? Porque parte do retorno do investimento agora é consumida pelos Auxiliares e a parcela da família do generoso bolo que as empresas americanas assam a cada ano – todos os dividendos pagos, todos os lucros reinvestidos nos negócios –, que era de 100% no início, começa a diminuir.

Impact of fees on investment returns



Para piorar ainda mais as coisas, além dos impostos que a família sempre pagou sobre os dividendos, alguns de seus membros agora estão pagando também impostos sobre ganhos de

capital. Suas constantes permutas de ações geram impostos sobre ganhos de capital, reduzindo ainda mais a riqueza total da família.

Os primos espertos logo percebem que seu plano, na verdade, reduziu a taxa de crescimento da riqueza da família. Eles reconhecem que sua incursão na escolha de ações foi um fracasso e concluem que precisam de auxílio profissional a fim de escolherem melhor as ações certas. Assim, contratam especialistas em escolher ações – mais Auxiliares! – para obterem uma vantagem. Esses administradores de dinheiro cobram taxas por esses serviços. Assim, quando a família avalia sua riqueza um ano depois, constata que sua fatia do bolo diminuiu ainda mais.

Para piorar ainda mais as coisas, os novos administradores sentem-se compelidos a ganhar seu quinhão transacionando as ações da família em níveis frenéticos de atividade, não apenas aumentando as comissões de corretagem pagas ao primeiro conjunto de Auxiliares, mas aumentando a conta dos impostos também. **Agora a antiga parcela da família de 100% do bolo dos dividendos e dos lucros reinvestidos diminuiu ainda mais.**

“Bem, nós fracassamos em escolher boas ações e, quando não funcionou, também fracassamos em escolher administradores capazes de fazer isso”, dizem os primos espertos. “O que faremos?” Não se intimidando com os dois fracassos anteriores, eles decidem contratar ainda mais Auxiliares. Eles atraem os melhores consultores de investimentos e planejadores financeiros que conseguem achar para aconselhá-los na seleção dos administradores certos, que com certeza escolherão as ações certas. Claro que os consultores dizem que conseguem dar conta do recado. “É só nos pagar uma taxa por nossos serviços”, garantem os novos Auxiliares aos primos, “e tudo dará certo.” Infelizmente, com todos esses custos adicionais, a fatia do bolo que chega às mãos da família volta a despencar.

"Livre-se de todos os seus Auxiliares. Assim sua família voltará a obter 100% do bolo que as empresas assam para vocês!"

Alarmada, enfim, a família se reúne e analisa os acontecimentos ocorridos desde que alguns deles começaram a tentar passar a perna nos outros. “Como é possível”, perguntam, “que nossa parcela original de 100% do bolo – composta a cada ano de tantos dividendos e lucros reinvestidos – tenha caído para apenas 60%?” Seu membro mais sábio, um tio ancião, responde tranquilamente: *“**Todo aquele dinheiro que vocês pagaram aos Auxiliares e todos aqueles impostos extras desnecessários que estão pagando vêm direto do total de lucros reinvestidos e dividendos de nossa família. Voltem à estaca zero imediatamente. Livrem-se de todos os seus corretores. Livrem-se de todos os seus administradores de dinheiro. Livrem-se de todos os seus consultores. Assim nossa família voltará a colher 100% do bolo, qualquer que seja seu tamanho, que as empresas assam para nós ano após ano.**”*

Eles seguiram o sábio conselho do velho tio, retornando à estratégia original passiva, mas produtiva, mantendo todas as ações das empresas americanas e fincando o pé.

Exatamente o que um fundo de índice faz...e a família Gotrocks viveu feliz para sempre.

Acrescentando uma quarta lei às três leis do movimento de Sir Isaac Newton, o inimitável Warren Buffett expressa a moral dessa história nos seguintes termos: para os investidores como um todo, os retornos diminuem conforme aumenta o movimento.

Por mais exata que seja essa afirmação enigmática, eu acrescentaria que a parábola reflete o conflito de interesses profundo entre aqueles que trabalham no setor de investimentos e aqueles que investem em ações e títulos de dívida.

O caminho até a riqueza para aqueles no negócio é persuadir seus clientes: “Não fique aí parado. Faça algo.” Mas o caminho até a riqueza para seus clientes como um todo é seguir a máxima oposta: “Não faça algo. Fique aí parado.” Pois essa é a única forma de evitar o jogo de perdedor de tentar superar o mercado.

Quando um negócio é realizado de uma forma que desafia diretamente os interesses de seus clientes no conjunto, é uma questão de tempo até que os clientes despertem para a realidade. Aí a mudança vem – e essa mudança está impulsionando a revolução no sistema financeiro americano atualmente.

A moral da história dos Gotrocks: o investimento de sucesso consiste em possuir empresas e colher as enormes recompensas proporcionadas pelos dividendos e pelo crescimento das empresas. Quanto maior o nível de sua atividade de investimentos, maior o custo da intermediação financeira e dos impostos, e menor o retorno líquido que os acionistas – como um grupo, os proprietários das empresas americanas – recebem. Quanto menores os custos contraídos pelos investidores como um grupo, maiores as recompensas colhidas. Assim, para desfrutar os retornos vitoriosos gerados pelas empresas no longo prazo, o investidor inteligente reduzirá ao mínimo possível os custos de intermediação financeira. É o que o bom senso nos informa.

É nisso que consiste a indexação. E é essa a mensagem central deste livro.

Porque não investimos em fundos...

Porque, na maioria das vezes, não vale a pena.

Ponto. Próximo tópico.

Brincadeira.

Por que os investidores como um grupo não conseguem ganhar os retornos gerados pelas empresas americanas por meio de seus dividendos e do crescimento dos lucros, que se refletem em última análise nos preços das ações. **Por quê?** Porque os investidores como um grupo precisam ganhar exatamente o retorno do mercado antes que os custos dos investimentos sejam deduzidos.

A-TEN-ÇÃO!

Quando subtraímos esses custos de intermediação financeira – todas as taxas de administração, toda a rotatividade da carteira, todas as comissões de corretagem, todas as comissões de vendas, todos os custos de publicidade, todos os custos operacionais, todos os impostos incidentes –, os retornos dos investidores como um grupo necessariamente ficam aquém do retorno do mercado por uma quantia exatamente igual à quantia agregada desses custos. Eis a realidade simples e inegável dos investimentos.

Em um mercado que retorna 7% em determinado ano, nós, os investidores, juntos obtemos um retorno bruto de 7%. (Não diga!) Mas, após remunerarmos nossos intermediários financeiros, embolsamos somente o que sobra. (E os remuneramos quer nossos retornos sejam positivos, quer sejam negativos!)

De novo: E os remuneramos quer nossos retornos sejam positivos, quer sejam negativos!

Existem, então, estas duas certezas: **(1) superar o mercado antes dos custos é um jogo de soma zero; (2) superar o mercado após os custos é um jogo de perdedor.** Os retornos obtidos pelos investidores como um todo inevitavelmente ficam bem aquém dos retornos obtidos nos mercados financeiros americanos.

A quanto montam tais custos? Para investidores individuais que possuem ações diretamente, os custos das transações podem ser em média de 1,5% ou mais ao ano. Esse custo é menor (talvez 1%) para aqueles que transacionam com pouca frequência e bem maior para investidores que transacionam com frequência (por exemplo, 3% para investidores que transacionam suas carteiras a uma taxa acima de 200% ao ano).

Em fundos mútuos de ações americanos ativamente geridos, as taxas de administração e as despesas operacionais – combinadas no que denominamos taxa de despesas de um fundo – atingem a média de 1,3% ao ano e cerca de 0,8% quando ponderadas pelos ativos do fundo. Depois acrescente, digamos, outro 0,5% em comissões de vendas, supondo que uma

comissão de venda inicial de 5% fosse distribuída por um período de manutenção de 10 anos. Se as ações fossem mantidas por cinco anos, o custo da comissão de venda seria o dobro dessa cifra de 0,5%: 1% ao ano (muitos fundos cobram comissões de vendas, que agora costumam ser distribuídas ao longo de uma década ou mais. Cerca de 60% dos fundos são “sem comissão”).

Então adicione um custo adicional imenso, ainda mais pernicioso por ser invisível. Refiro-me aos custos ocultos da rotatividade da carteira, que estimo atingirem uma média anual de 1%. Fundos mútuos ativamente geridos supostamente renovam suas carteiras a uma taxa de cerca de 80% ao ano, o que significa, por exemplo, que um fundo de 5 bilhões de dólares compra 2 bilhões em ações a cada ano e vende outros 2 bilhões, totalizando 4 bilhões. Com esse volume, as comissões de corretagem, os spreads de compra e venda e os custos de impacto do mercado acrescentam uma camada grande de custos adicionais pagos pelos investidores no fundo, talvez de 0,5 a 1,0%.

E no Brasil?

No Brasil, a maior parte dos fundos cobra de seus cotistas apenas a taxa de administração. Alguns também cobram uma taxa de performance, que incide sobre o investimento quando o desempenho do fundo supera o estabelecido. O entendimento do mercado no Brasil é que essa taxa de administração deve ser de até 2%, mas diversos fundos cobram taxas mais altas. Por isso, assim como o investidor americano, é preciso sempre levar em consideração as taxas cobradas pelo gestor do fundo no momento de escolher onde colocar o seu dinheiro. **Taxas elevadas podem colocar em xeque a rentabilidade e o futuro do seu investimento.**

"Incrível como é difícil para um homem entender algo se ele receber uma pequena fortuna para não entender."



Uma das frases que mudou a minha vida.

Além disso, não é do interesse de nossos intermediários financeiros encorajar seus investidores/clientes a reconhecer a realidade óbvia. De fato, o egoísmo dos líderes do sistema financeiro quase os compele a ignorar essas regras implacáveis.

Parafraseando Upton Sinclair: Incrível como é difícil para um homem entender algo se ele receber uma pequena fortuna para não entender.

Nosso sistema de intermediação financeira criou fortunas enormes para aqueles que administram o dinheiro de outras pessoas. O egoísmo deles não mudará tão cedo. Mas, como investidor, você deve ir atrás do seu egoísmo. Somente encarando as realidades óbvias do investimento um investidor inteligente pode ter sucesso.

Quanto os custos da intermediação financeira importam? Enormemente! De fato, os altos custos dos fundos de ações têm desempenhado um papel determinante em explicar por que os administradores de fundos têm ficado aquém dos retornos do mercado de ações tão sistematicamente e por tanto tempo. Se você pensar a respeito, como poderia ser diferente?

Em sua maioria, esses administradores são inteligentes, educados, experientes, instruídos e honestos. Mas estão competindo entre si. Quando alguém compra uma ação, outra pessoa a vende. Não existe ganho líquido para os acionistas do fundo como um grupo. Na verdade, eles arcam com uma perda equivalente aos custos de transação que pagam àqueles “Auxiliadores” para os quais Warren Buffett nos alertou no Capítulo 1.

Os investidores prestam muito pouca atenção aos custos de investir. É especialmente fácil subestimar sua importância sob as três condições atuais: **(1)** quando os retornos do mercado de ações têm sido altos (desde 1980, os retornos das ações têm sido em média de 11,5% ao ano, e o fundo comum tem fornecido um retorno não trivial – mas claramente inadequado – de 10,1%); **(2)** quando os investidores focam em retornos de curto prazo, ignorando o impacto realmente confiscatório dos custos no decorrer da vida do investimento; e **(3)** quando tantos custos são escondidos (custos de transação de carteira, o impacto em grande parte não reconhecido das taxas iniciais da venda e impostos incidentes sobre as distribuições de ganhos de capital pelos fundos, muitas vezes realizadas desnecessariamente).

Talvez um exemplo ajude.

Suponhamos que o mercado de ações gere um retorno total médio de 7% ao ano durante meio século. Sim, pode parecer um tempo longo, mas a vida de um investimento agora é ainda mais longa: 65 ou 70 anos para um investidor que começa a trabalhar aos 22 anos, passa a investir imediatamente, trabalha até, digamos, 65 anos e depois continua investindo por uma expectativa de vida atuarial de 20 ou mais anos.

Agora suponhamos que o fundo mútuo médio operou a um custo de ao menos 2% anuais.

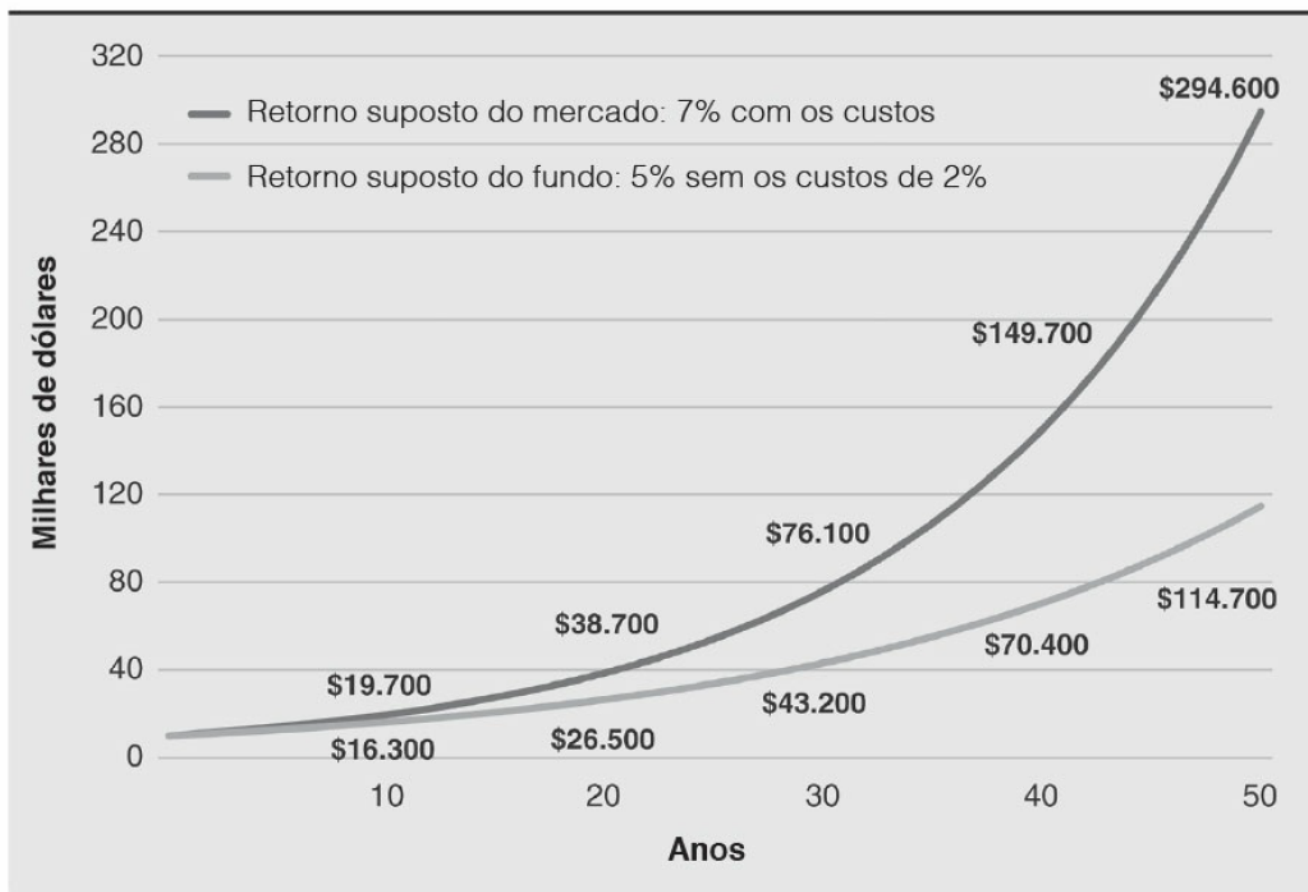
Resultado: um retorno anual líquido de apenas 5% para o fundo médio.

10 mil aumentam para 294.600... ou para 114.700.

Para onde foram esses 179.900?

Com base nesses pressupostos, vejamos os retornos obtidos por 10 mil dólares em 50 anos (Figura 4.1). **Pressupondo um retorno anual nominal de 7%, o investimento simples no mercado de ações aumenta para 294.600.** Por quê? A magia dos retornos capitalizados durante a vida do investimento. Nos primeiros anos, a linha que mostra o crescimento a uma taxa anual de 5% não parece tão diferente do crescimento do próprio mercado de ações.

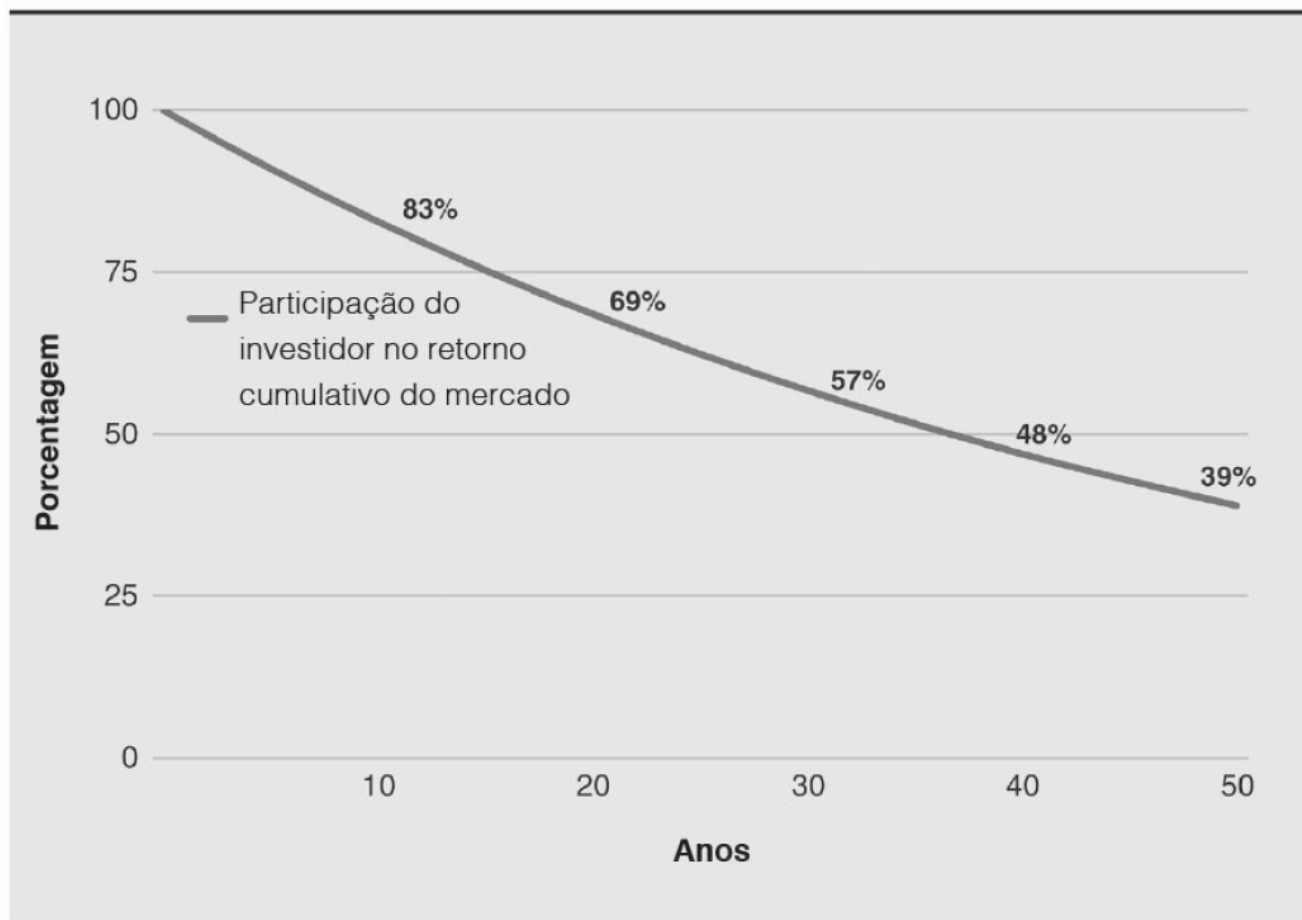
FIGURA 4.1 A magia dos retornos capitalizados, a tirania dos custos capitalizados: crescimento de 10 mil dólares em 50 anos



Mas aos poucos as linhas começam a divergir, resultando, por fim, em uma diferença realmente drástica. Ao fim do período de 50 anos, o valor acumulado no fundo totaliza apenas 114.700 dólares, uma defasagem surpreendente de 179.900 — em relação ao retorno cumulativo obtido pelo próprio mercado. Por quê? A tirania dos custos de taxas de administração ao longo da vida do investimento.

Quer um ponto de vista ainda mais cruel, sobre a crueldade das taxas de administração?

FIGURA 4.2 A tirania da capitalização: impacto de longo prazo de uma defasagem de 2% em relação ao mercado



Você aplica 100% do capital e assume 100% do risco. Mas ganha menos de 40% do retorno potencial.

Nesse exemplo, o investidor que aplicou 100% do capital e assumiu 100% do risco obteve menos de 40% do retorno potencial do mercado. O sistema de intermediação financeira, que aplicou 0% do capital e assumiu 0% do risco, essencialmente confiscou 60% desse retorno. Vou repetir: o que você vê nesse exemplo – e, por favor, nunca se esqueça dele! – é que, no longo prazo, o milagre dos retornos capitalizados foi sobrepujado pela tirania dos custos capitalizados. Acrescente essa certeza matemática às regras implacáveis da humilde matemática já descritas.

Em termos simples, os administradores de fundos, sentados no topo da cadeia alimentar dos investimentos, confiscaram uma parcela excessiva dos retornos oferecidos pelos mercados financeiros americanos. **Os investidores nos fundos, inevitavelmente na base da cadeia alimentar, ficaram com uma parcela chocantemente pequena.** Os investidores não

precisavam arcar com essa perda, pois poderiam facilmente ter investido em um fundo de índice simples, de baixíssimo custo, que acompanhe o S&P 500.

Existem dois últimos motivos, que nos fazem evitar fundos de gestão ativa: dividendos e impostos.

O fato é que a maioria dos fundos mútuos administrados é surpreendentemente ineficiente quanto à tributação. Por quê? Por causa do foco no curto prazo de seus gestores de carteira, que com frequência são frenéticos negociadores de ações nas carteiras que supervisionam.

A rotatividade da carteira do fundo de ações médio com gestão ativa, incluindo tanto compras quanto vendas, agora chega a 78% ao ano (a taxa de rotatividade “tradicional” – com o mínimo de compras e vendas – é de 39%). No setor como um todo, a ação média é mantida pelo fundo ativo médio por uma média de apenas 19 meses (com base nos ativos totais, o período de manutenção médio é de 31 meses).

Embora difícil de imaginar, de 1945 a 1965 a taxa de rotatividade anual dos fundos de ações foi em média de 16%, com um período de manutenção médio de seis anos para uma ação média na carteira de um fundo. Esse enorme aumento da rotatividade e de seus custos de transação concomitantes não beneficiaram os investidores em fundos. Mas o impacto pernicioso dos impostos excessivos que os fundos repassaram aos seus investidores piorou uma situação já ruim.

Esse padrão de ineficiência fiscal para administradores ativos parece destinado a continuar enquanto (1) as ações subirem e (2) os administradores de fundos continuarem seu padrão de transações frenético. Sejam claros: em uma era anterior, a maioria dos administradores de fundos concentrava-se no investimento de longo prazo. Agora, com frequência eles se concentram na especulação de curto prazo. O fundo de índice tradicional segue precisamente a política oposta: comprar e manter “para sempre”. A rotatividade anual de sua carteira tem ficado na faixa dos 3%, resultando em custos de transação que estão entre o infinitesimal e zero.

Então vamos retomar de onde paramos alguns capítulos atrás. Recorde que o retorno anual líquido foi de 7,8% para o fundo de ações médio nos últimos 25 anos e de 9,0% para o fundo de índice S&P 500.

Com a alta rotatividade das carteiras de fundos ativamente geridos, seus investidores tributáveis estiveram sujeitos a um imposto federal anual efetivo estimado em 1,2 ponto percentual por ano ou cerca de 15% de seu retorno total pré-impostos (os impostos estaduais e locais aumentaram ainda mais a cifra). Resultado: seu retorno anual pós-impostos foi reduzido a 6,6%.

Embora obtivessem retornos maiores, os investidores em fundos de índice estiveram realmente sujeitos a impostos maiores, em grande parte derivados de sua receita dos dividendos. Os custos extremamente baixos dos fundos de índice consomem menos receita dos dividendos em comparação com os fundos ativamente geridos, resultando em rendimentos maiores dos dividendos e, portanto, impostos maiores sobre os dividendos.

Em meados de 2017, o rendimento dos dividendos em um fundo de índice S&P 500 de baixo custo totalizou 2%, o dobro do rendimento do fundo de ações médio com gestão ativa. O imposto federal custou aos investidores tributáveis em fundos de índice cerca de 0,45% ao ano, somente cerca de um terço da carga tributária anual de 1,5% com que arcam os investidores em fundos ativamente geridos.

Dado que os fundos ativos com frequência distribuem ganhos de capital de curto prazo substanciais aos seus acionistas – que são tributados pelas taxas maiores sobre as rendas comuns, não pelas taxas menores sobre os ganhos de capital de longo prazo –, os investidores em fundos ativos enfrentam cargas fiscais substanciais que os investidores em fundos de índice não enfrentam.

Resultado: o fundo de ações médio com gestão ativa obteve um retorno anual líquido de impostos de 6,6%, comparado com 8,6% para o investidor em fundo de índice. Capitalizado, um investimento inicial em 1991 de 10 mil dólares gerou um lucro de 39.700 dólares descontados os impostos para os fundos ativos, menos de 60% dos 68.300 dólares do crescimento acumulado no fundo de índice.

O fundo ativo fica para trás: uma perda para seus investidores de cerca de 28.600 dólares.

E, por fim..."Tá, mas olhe quantos fundos bem sucedidos!"

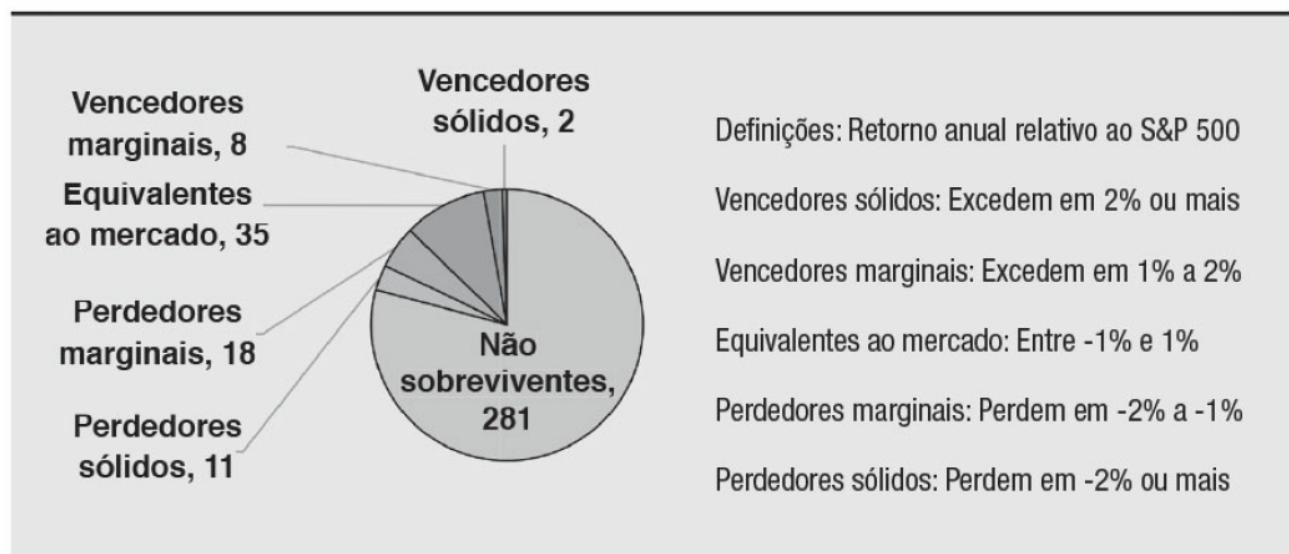
A maioria dos investidores olha para os retornos passados decepcionantes dos fundos mútuos como um todo e pensa: "Realmente, mas selecionarei somente aqueles com bom desempenho!" Soa fácil, mas selecionar fundos vitoriosos de antemão é mais difícil do que parece. Sim, sempre existem alguns vitoriosos que sobrevivem por mais de um quarto de século, mas não muitos. Porém, se examinarmos os históricos do desempenho passado, é fácil encontrá-los.

Os fundos mútuos dos quais ouvimos falar mais são aqueles que iluminaram o céu com o brilho do sucesso passado. Não ouvimos falar muito daqueles que tiveram bom desempenho por um tempo – ainda que por um longo tempo – e depois fracassaram. E, quando fracassam, com frequência encerram as atividades – sendo liquidados ou se fundindo com outros fundos. De qualquer modo, eles desaparecem, consignados à lata de lixo da história dos fundos de investimento.

Mas, por mais fácil que seja identificar os vitoriosos do passado, poucos são os indícios de que tal desempenho persista no futuro. Vejamos primeiro os históricos de fundos que venceram em um prazo muito longo.

A Figura 10.1 retrocede até 1970 e mostra os históricos de 46 anos dos 355 fundos de ações que existiam no início daquele período. A primeira e mais óbvia surpresa espera por você: um total de 281 daqueles fundos – quase 80% – encerrou as atividades. Se seu fundo não perdura no longo prazo, como você pode investir para o longo prazo?

FIGURA 10.1 Vencedores, perdedores e fracassos: retornos de longo prazo dos fundos mútuos, 1970-2016



O resultado final? Em bom português? **Uma taxa de mortalidade de quase 80%.**

Você pode presumir com certeza que não foram os fundos com melhor desempenho que sofreram as merecidas mortes. Foram os perdedores que desapareceram. Às vezes seus administradores foram em frente (a permanência média de gestores de carteiras de fundos de ações ativos é de pouco menos de nove anos). Às vezes conglomerados financeiros gigantescos adquiriram gestoras e os novos proprietários decidiram “fazer uma limpa na linha de produtos” (esses conglomerados, verdade seja dita, estão em atividade basicamente para obter um retorno do capital deles como proprietários da administradora de fundos, não do seu capital como proprietário de fundos). Investidores fogem com frequência de fundos com desempenho sofrível, os ativos dos fundos encolhem e eles se tornam um empecilho para o lucro de seus administradores. Existem muitos motivos para os fundos desaparecerem, poucos deles bons para os investidores.

Mas mesmo fundos com históricos sólidos de longo prazo encerram as atividades. Muitas vezes, suas administradoras são adquiridas por empresas de marketing cujos executivos ambiciosos concluem que, por melhores que sejam os históricos anteriores dos fundos, não são suficientemente empolgantes para atrair uma grande quantidade de capital de novos investidores. Os fundos simplesmente perderam sua utilidade. Em outros casos, alguns anos de desempenho sofrível dão conta do recado.

As chances contra o sucesso são terríveis: ==somente dois dentre 355 fundos ofereceram um desempenho realmente superior.==

De qualquer modo, 281 dos fundos de ações existentes em 1970 desapareceram, na maioria aqueles com mau desempenho. Outros 29 permanecem apesar do desempenho bem abaixo do S&P 500 em mais de um ponto percentual por ano. Juntos, então, 310 fundos – 87% dos fundos dentre aqueles 355 originais –, de uma forma ou de outra, não conseguiram se destacar. Outros 35 fundos ofereceram retornos com uma margem de um ponto percentual a mais ou a menos do retorno do S&P 500 – acompanharam o mercado, por assim dizer.

Restam, assim, apenas 10 fundos mútuos – somente um fundo dentre cada 35 – que superaram o mercado em mais de um ponto percentual ao ano. Vamos encarar a realidade: um desempenho terrível! Ademais, a margem de superioridade de oito desses 10 fundos em relação ao S&P 500 foi de menos de dois pontos percentuais por ano, uma superioridade que pode se dever à sorte tanto quanto à habilidade.

Mas...o mercado sempre terá um super-trunfo para te vender!



"Ahá! Aqui estou eu, Peter Lynch, com o meu fundo bom para um cacete!"

Ainda nos restam dois vencedores sólidos no longo prazo que superaram o S&P 500 em mais de 2 pontos percentuais anuais desde 1970. Permita que eu os cumprimente: Fidelity Magellan (+2,6% ao ano em relação ao S&P 500) e Fidelity Contrafund (+2,1%).

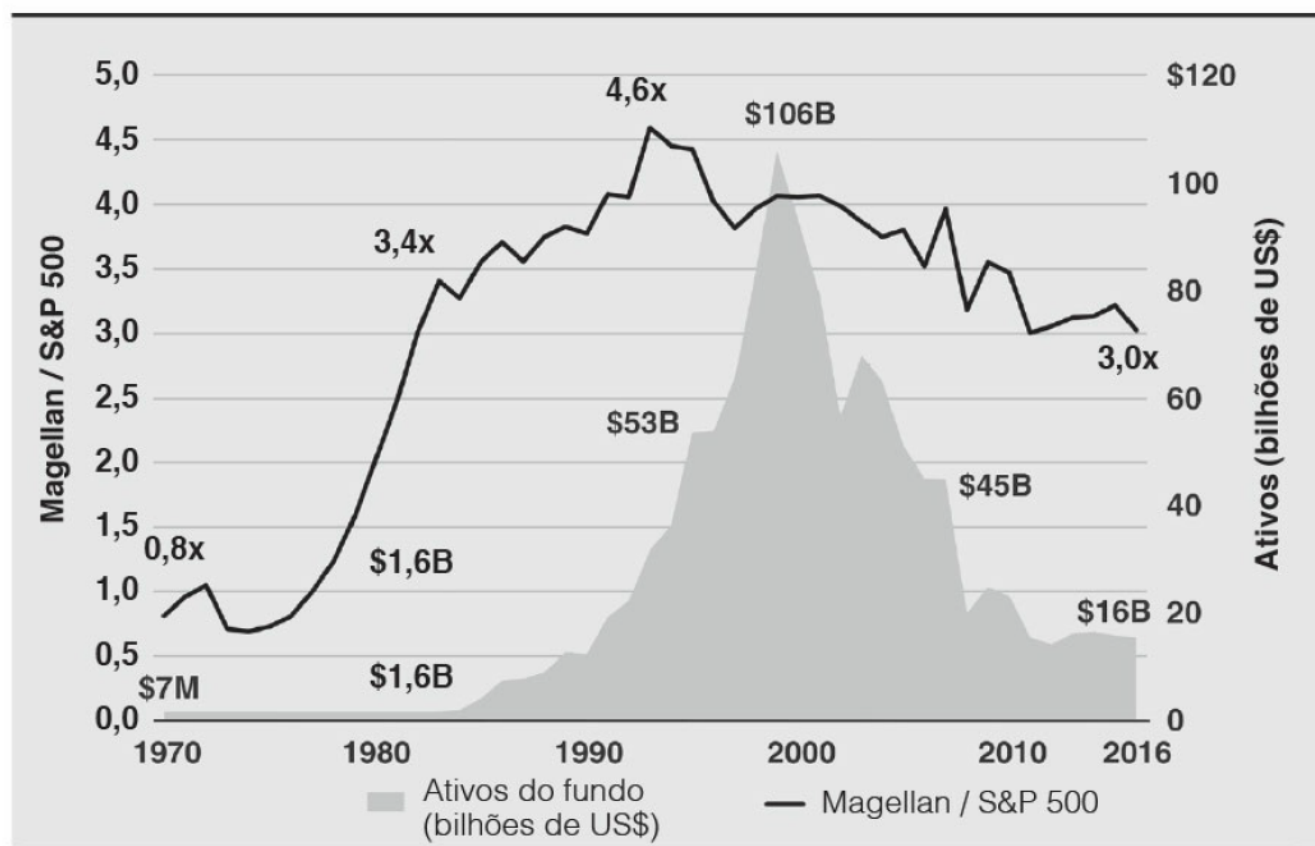
Constitui uma tremenda realização superar o mercado em mais de dois pontos percentuais no retorno anual por quase meio século. Não se deixe enganar a respeito. Mas aqui um fato curioso – talvez óbvio – emerge. Examinemos os históricos desses dois fundos para ver o que podemos aprender.

A Figura 10.2 mapeia o crescimento dos ativos do Magellan (área sombreada) e seu retorno em relação ao S&P 500 (linha preta). Quando a linha sobe, o Magellan está superando o índice; quando cai, o índice está vencendo.

O excepcional administrador de fundos Peter Lynch geriu o Magellan durante seu auge (de 1977 a 1990). Desde então, cinco diferentes administradores também geriram o fundo.* Mas há mais do que habilidade gerencial (ou sorte) envolvida aqui. O desconcertante aumento dos ativos do Magellan também precisa ser levado em conta.

Curiosidade: Como informado no The Wall Street Journal em 28 de maio de 2004, o então administrador do Fundo Magellan, Bob Stansky, afirmou que esperava “superar o mercado em dois a cinco pontos percentuais anualmente ao longo do tempo!”. “Quero vencer!”. **Durante a gestão de Stansky, o Magellan ficou atrás do S&P 500 em 1,2% ao ano.** Ele foi substituído em 2005.

FIGURA 10.2 Fidelity Magellan: histórico de longo prazo versus S&P 500, 1970-2016



Seus maiores ganhos foram obtidos logo após a criação do Magellan com ativos de apenas 7 milhões de dólares. Naqueles primórdios, o fundo superou o S&P 500 por surpreendentes 10% ao ano (Magellan: 18,9%, S&P 500: 8,9%). Depois que os ativos do fundo ultrapassaram a marca de 1 bilhão de dólares em 1983, a superioridade do fundo em relação ao mercado continuou, embora a uma taxa menor, mas ainda impressionante, de 3,5% ao ano (Magellan: 18,4%, S&P 500: 14,9%) até os ativos do fundo atingirem a marca de 30 bilhões de dólares em 1993.

Embora o fundo continuasse a crescer, atingindo um ápice de 105 bilhões de dólares no fim de 1999, sua superioridade relativa deixou de persistir, perdendo para o S&P 500 por 2,5% ao ano (Magellan: 21,1%, S&P 500: 23,6%) de 1994 até 1999.

O mau desempenho do fundo continuou após a virada do século, perdendo para o S&P 500 por 1,8% ao ano (Magellan: 2,7%, S&P 500: 4,5%) mesmo quando seus ativos despencaram drasticamente, de 105 bilhões de dólares em 1999 para 16 bilhões no fim de 2016, uma queda de 85%. Com o dinheiro fluindo para o Magellan quando ele era “quente” e saindo quando se tornou “frio”, esse pode ser o caso clássico de comportamento contraproducente do investidor.

Volatilidade		
ANO	IFIX	IBOV
2011	6,85%	24,72%
2012	7,07%	21,47%
2013	6,45%	20,54%
2014	5,63%	25,16%
2015	7,03%	23,21%
2016	6,34%	26,49%
2017	6,00%	19,18%
2018	4,97%	22,16%
2019	4,18%	17,97%
2020	20,98%	45,28%
2021	5,94%	21,15%
2022	5,19%	20,99%
2023	4,58%	17,15%
2024	3,01%	12,16%

Fonte: Hedge, B3 e Economática.
Período de 01/01/2011 a 28/03/2024.

Por fim...

When the mutual fund advertises a specific return, it's not, as Jack Bogle says, “the return you actually earn.” Why? Because the returns you see in the brochure are known as time-weighted returns.

The mutual fund manager says if we have \$1 at the beginning of the year and \$1.20 at the end of the year, we are up 20%. “Fire up the marketing department and take out those full-page ads!” But in reality, investors rarely have all their money in the fund at the beginning of the year. We typically make contributions throughout the year.

And if we contribute more during times of the year when the fund is performing well (a common theme, we learned, as investors chase performance) and less during times when it's not performing, we are going to have a much different return from what is advertised. So if we were to sit down at the end of the year and take into account the "real world" of making ongoing contributions and withdrawals, we would find out how much we really made (or lost). And this real-world approach is called the dollar-weighted return. Dollar-weighted returns are what we actually get to keep whereas time-weighted returns are what fund managers use to fuel advertising.

Bogle says: "We've compared returns earned by mutual fund investors—dollar-weighted returns—with the returns earned by the fund themselves, or time-weighted returns, and the investors seem to lag the fund themselves by three percent per year".

Em português:

Quando o fundo mútuo anuncia um retorno específico, não é, como diz Jack Bogle, "o retorno que você realmente ganha". Por quê? Porque os retornos que você vê no folheto são conhecidos como retornos ponderados pelo tempo.

O gestor do fundo mútuo diz que se temos \$1 no início do ano e \$1,20 no final do ano, estamos com um aumento de 20%. "Acione o departamento de marketing e compre aquelas páginas inteiras de anúncios!" Mas na realidade, os investidores raramente têm todo o seu dinheiro no fundo no início do ano. Nós normalmente fazemos contribuições ao longo do ano...

E se contribuirmos mais durante os períodos do ano em que o fundo está tendo um bom desempenho (um tema comum, aprendemos, já que os investidores correm atrás do desempenho) e menos durante os tempos em que não está tendo um bom desempenho, vamos ter um retorno bem diferente do que é anunciado. Então, se formos sentar no final do ano e levar em conta o "mundo real" de fazer contribuições e retiradas contínuas, descobriríamos quanto realmente ganhamos (ou perdemos). E essa abordagem do mundo real é chamada de retorno ponderado pelo dólar. Os retornos ponderados pelo dólar são o que realmente ficamos enquanto os retornos ponderados pelo tempo são o que os gestores de fundos usam para alimentar a publicidade...

Bogle diz: "Comparamos os retornos obtidos pelos investidores de fundos mútuos — retornos ponderados pelo dólar — com os retornos obtidos pelos próprios fundos, ou retornos ponderados pelo tempo, e os investidores parecem ficar atrás dos próprios fundos por três por cento ao ano".

A fórmula do Décio.

O preço justo Se a taxa básica de 6% para remuneração de títulos de renda fixa é universalmente aceita, ==admitamos então que seja de 6% a taxa básica de remuneração das ações.==

A remuneração das ações chama-se DIVIDENDOS, que não poderão ser menores do que 6% ao ano para serem remunerativos.

Se aplicarmos o valor 100 num título de renda fixa, receberemos 6 de juro. O capital é igual a 16,67 vezes o seu rendimento: $100 \div 6 = 16,67$

Por essa lógica, o preço da ação deverá ser no máximo 16,67 vezes maior do que os dividendos, que constituem a sua remuneração.

Todo aquele que compra ação para ser remunerado pelos dividendos não deverá pagar mais do que 16,67 vezes o valor dos dividendos. Acima dessa proporção, obterá resultado financeiro melhor se aplicar em títulos de renda fixa.

Há, porém, outros objetivos para comprar ações que não seja pelos dividendos. Esses objetivos são quatro: • Especular, comprando e vendendo para tentar ganhar em prazo curto. • Adquirir uma reserva de valor como garantia contra a desvalorização da moeda. • Melhorar a posição na companhia, para quem já é acionista. • Comprar o controle da empresa.

Aquele que especula orienta-se pelo preço que estiver vigorando na pregação, qualquer que seja. Para ele, o nome da companhia é o único referencial.

Se a empresa não existisse, mas se seu nome figurasse no boletim da Bolsa, não faria diferença nenhuma; continuaria negociando enquanto houvesse interessados em comprar e vender.

Quem compra ações para conservar o valor do seu capital também não pensa em preço justo.

Aquele que, já sendo acionista, compra ações para reforçar sua posição na empresa, orienta-se pelo valor patrimonial da ação, que pelo menos contabilmente reflete o valor de cada ação da companhia.

Todo aquele que visa o controle da organização cuida para que o custo da compra não seja muito maior do que a despesa em que incorreria se fosse instalar uma companhia igual à que ele quer adquirir.

Ele também usa o valor patrimonial como referência. Esse Investidor não pensa em remuneração presente, mas futura. Quando for dono da empresa, poderá tirar dela o proveito

que quiser. Mas no momento seria preferível até que a companhia não pagasse dividendo nenhum e que o preço dos seus papéis não subisse na Bolsa.

Como já sabemos o modo de calcular o preço básico da ação pelos seus dividendos, vamos propor a seguinte questão: Convém comprar a ação de uma empresa cujo patrimônio líquido seja de 600 bilhões, que tenha o capital dividido em 50 milhões de ações, que pague dividendos anuais de 480 por ação e cuja cotação na Bolsa seja de 10.000?

Pelo critério do Investidor que deseja ter seu capital remunerado, o preço justo é no máximo 16,67 vezes o valor do dividendo. No caso, $480 \times 16,67 = 8.000$.