

Carta Trimestral

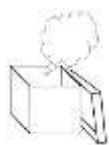
Análise Trimestral

No 2T16, o Clube subiu +7,46% contra +2,94% do Ibovespa, *outperformando* o índice em 4,52 p.p. no período. O Ibovespa teve uma volatilidade alta ao longo do 2º trimestre. Em Abr/16, o Ibovespa teve uma variação de +7,70% (vs. +5,01% do Clube). Em Mai/16, o Ibovespa despencou -10,09% (vs. -2,35% do Clube). Já em Jun/16, o índice acumulou uma alta de +6,30% (vs. +4,80% do Clube). O Clube, no entanto, teve uma volatilidade consideravelmente menor e um retorno por unidade de risco substancialmente maior, o que revela a qualidade de nossa gestão. Para superar o *benchmark*, não recorreremos à alavancagem ou tomamos riscos desnecessários.

O 2T16 foi pontuado por eventos extremamente importantes para o país: a aprovação do pedido de abertura do processo de impeachment contra a presidente Dilma Rousseff na Câmara dos Deputados em Abr/16 e a subsequente aprovação de tal pedido no Senado em Mai/16. Já em Jun/16, o evento mais marcante veio de fora, com a aprovação do referendo que propunha a saída do Reino Unido da União Europeia – o chamado *Brexit*. Esta aprovação não era esperada pelo mercado e a turbulência gerada por tal decisão acabou levando a renúncia do primeiro ministro David Cameron.

A votação final do processo de impeachment de Dilma Rousseff no Senado deverá ocorrer entre final de Ago/16 e início de Set/16. Esperamos que, com a confirmação do atual presidente interino Michel Temer como Presidente da República, os agentes – empresários, investidores e consumidores – retomem a confiança e contribuam para a recuperação econômica do país. Nossa aposta é a de que teremos um cenário mais favorável no 2S16.

II. ...Out of the Box



Nesta seção, argumentamos que a Hipótese do Mercado Eficiente (HME) parece não descrever bem a realidade do mercado. De fato, há dissidentes na Academia, como Mordecai Kurz, que propõem alternativas. Kurz substitui a ideia de *rational expectations* embutida na HME pela ideia de *rational beliefs*. Isso significa que os agentes precificam os ativos não com base nas informações disponíveis em si, mas com base na forma com que eles interpretam e entendem tais informações recebidas. Neste arcabouço, os agentes não entendem as informações de maneira uniforme e a própria “digestão” de uma informação pode provocar reprecificações sucessivas nos ativos. Este arcabouço explica a existência de *gaps* preço-valor e, portanto, a existência de gestores de sucesso que conseguem sistematicamente se aproveitar destas oportunidades.

A **Hipótese do Mercado Eficiente (HME)**, desenvolvida nas décadas de 60 e 70 por vários acadêmicos – dentre eles, Eugene Fama, prêmio Nobel de Economia de 2013 –, estabelece que **o preço de mercado de um ativo refletiria “toda a informação disponível” sobre ele.**

De fato, haveria 3 formas de eficiência de mercado: forte, semi-forte e fraca.

- Na **eficiência fraca**, o preço de mercado de um ativo refletiria, a cada momento, toda a informação pública disponível de mercado, tal como histórico de preços, volume, *short interest*, etc. Neste sentido, seria infrutífero tentar encontrar padrões previsíveis para a trajetória futura do preço do ativo com base nestes dados e a **análise técnica seria inútil.**
- Na **eficiência semi-forte**, o preço do ativo refletiria não apenas toda a informação pública disponível de mercado, mas também qualquer informação pública sobre a qualidade do *management*, linhas de produtos, práticas contábeis, expectativas de resultado, etc. Neste sentido a **análise fundamentalista seria inútil.**
- Na forma **forte**, o preço de um ativo já refletiria, além de todas as **informações públicas** acima mencionadas, também **informações privilegiadas**, disponíveis apenas para poucos investidores.

Por trás da HME está a ideia de **expectativas racionais**, ou seja, a ideia de que os agentes reagiriam de maneira **racional e uniforme** ao mesmo conjunto de informações disponível.

Uma **consequência da HME seria a de que o preço de mercado de um ativo, em qualquer dado momento, sempre refletiria a melhor estimativa do seu valor “real”.** Movimentos futuros nos preços dos ativos não poderiam ser previstos, pois seriam gerados apenas por eventos imprevisíveis que ainda não ocorreram. Assim, investidores em geral não seriam capazes de consistentemente comprar ações que *ex-post* se revelariam “baratas”, **sendo, portanto, extremamente improvável para qualquer investidor outperformar o mercado (benchmark)** sistematicamente ao longo do tempo.

Os defensores da HME usam como “evidência” disso a performance pífia que a maioria dos gestores realmente têm no longo prazo, muitas vezes não descolando do *benchmark* que deveriam superar ou até mesmo *underperformando* tal *benchmark*.

Por outro lado, estes mesmos **defensores da HME não conseguem explicar a existência de gestores de sucesso** como Benjamin Graham, Warren Buffett e Walter Schloss, por exemplo – todos, aliás, **adeptos da filosofia da Value Investing.** Inclusive, William Sharpe, professor em Stanford, certa vez se referiu a Buffett como “um evento 5-sigma”, ou seja, um evento 5 desvios-padrão acima da média. Buffett seria, para ele, um “evento” extremamente improvável, fruto talvez de “sorte” ou acaso, tal como o macaco que escreveria a *Ilíada* em “*monkeys on typewriters*” de Nassim Taleb. O “curioso” é a existência de tantos eventos 5-sigma pelo mundo.

De fato, a HME é defendida no meio acadêmico até hoje. Nos anos 80, a teoria era tão disseminada e aceita que questioná-la parecia um suicídio de carreira. No entanto, nas últimas 2 décadas, **já há dissidentes na Academia que ousam argumentar que o preço das ações de uma empresa, em qualquer dado instante, pode estar “errado”**. Por “errado” entende-se a existência de um *gap* entre o preço de mercado da ação e o valor intrínseco (ou justo) da empresa. A **existência desse *gap* – ou dessa distorção preço-valor – é, certamente, o pilar mais importante da filosofia de Value Investing.**

Segundo a filosofia de Value Investing, o investidor deve apenas comprar ações “baratas”, ou seja, cujo preço de mercado estiver abaixo do valor intrínseco (ou justo) da empresa. E essa distorção preço-valor deve ser suficientemente grande de forma a oferecer ao investidor certa margem de segurança.

Reparem que **a HME e a filosofia de Value Investing são completamente incompatíveis**. De acordo com a HME, a simples existência de ativos mal precificados é algo impossível. Afinal, os participantes de mercado estariam, a todo instante, respondendo racionalmente (e uniformemente) a informações disponíveis acerca do ativo, de forma a inibir a formação de qualquer *gap* entre preço e valor.

Quem está certo: os defensores da HME ou os inúmeros *value investors* de sucesso?

De acordo com a HME, tais *value investors* nem deveriam existir, o que já acende uma luz amarela. A existência não apenas de Graham, Buffett e Schloss, mas de **uma horda de *value investors* de sucesso ao redor do mundo não pode ser caracterizada simplesmente por eventos 5-sigma**. Assim, a impossibilidade de explicar ou justificar a existência de gestores de sucesso gerou a **necessidade de se repensar a teoria**.

Para repensar a teoria, precisamos entender **como se dá a formação do *gap* preço-valor**.

Primeiro, o preço de um ativo pode estar “errado” em um dado momento por conta de **fatores técnicos**. Imagine, por exemplo, que um fundo grande sofra um resgate substancial. Este fundo precisa vender rápido muitos de seus ativos em carteira de forma a fazer caixa e honrar o resgate. Nesse processo de venda, um ativo cuja liquidez seja muito baixa pode ter seu preço distorcido, pois no “desespero” de ter que vender rápido, o fundo vai tendo que aceitar preços sequencialmente mais baixos. Isso “força” o preço do ativo artificialmente para baixo, criando ou acentuando um *gap* preço-valor.

Segundo, o preço de um ativo pode estar “errado” em um dado momento por conta de **vieses cognitivos**, ou seja, desvios sistemáticos dos padrões de comportamento humano tidos como racionais. Há, de fato, uma série de vieses cognitivos já documentados na literatura de Behavioral Finance. Para alguns exemplos destes vieses, vale rever nossa Carta Mensal de Julho/2014.

Por fim, o preço de um ativo pode estar “errado” em um dado momento porque **distorções preço-valor podem estar “passando despercebidas”** por muitos agentes.

Esta última razão para a formação do gap preço-valor é particularmente interessante. Baseada nela, Mordecai Kurz, professor em Stanford, propõe um novo arcabouço para explicar a precificação dos ativos. **Ele substitui a ideia de expectativas racionais (*rational expectations*) pela ideia de crenças racionais (*rational beliefs*)**. Isso significa que **os agentes precificam as ações não com base nas informações disponíveis em si, mas com base na forma com que eles interpretam e entendem tais informações recebidas**.

Os agentes, neste arcabouço, não interpretam ou entendem as informações de maneira uniforme e homogênea, hipótese que parece mais realista. Segundo Kurz, “há apenas uma verdade, mas muitas opiniões acerca de qual seja essa verdade; assim, a maior parte das pessoas está errada a maior parte do tempo”.

Neste contexto, as informações novas acerca de uma empresa acabam sendo como “pistas” a revelar um mistério e **não uma verdade clara e óbvia**, aceita **mecanicamente** por todos os agentes **de maneira uniforme**. Muitas vezes, nesse **processo de entendimento**, os agentes podem até mesmo mudar de ideia sobre uma conclusão anterior sem que uma nova informação tenha sido divulgada. Assim, **a própria evolução do entendimento (ou “digestão”) de uma informação pode provocar reprecificações sucessivas nos ativos**.

Neste arcabouço de *rational beliefs*, os investidores que conhecerem bem o ativo e que tiverem um entendimento mais “correto” das informações divulgadas, certamente, terão uma vantagem sobre os demais. Esse **“descolamento de percepção”** frente aos demais participantes do mercado é que **lhes permitiria identificar papéis “baratos”, com margem de segurança e, muitas vezes até, com risco menor do que o mercado (menor beta)**.

O modelo de *rational beliefs* consegue, portanto, descrever melhor a realidade do que a HME. Sob o arcabouço de *rational beliefs*, a existência de investidores de sucesso como Graham, Buffett, Schloss, e muitos outros pode ser facilmente explicada. Sob este arcabouço **é, sim, possível “bater” o mercado**.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital