

Carta Mensal

*“[Mercados] são governados por dúvida em vez de convicção, por medo mais do que previsão, por memórias do último acontecimento e não por pré-ciência do próximo acontecimento. **O nível dos preços das ações não significa que os investidores sabem; significa que eles não sabem**”.* (John Maynard Keynes)

Nesta Carta Mensal, apresentamos a avaliação mensal de Maio e também uma seção “...out of the box” com pensamentos selecionados de um John Maynard Keynes pouco conhecido do grande público: **Keynes, o gestor de recursos**. É interessante **acompanhar sua evolução como investidor, migrando de um *approach top-down* para um *approach bottom-up* fundamentalista**. Não deixa de ser curioso notar que justo Keynes – um dos grandes “papas” da macroeconomia – tenha concluído não ser possível se utilizar de previsões macro para gerar retornos sustentáveis no seu portfolio de ações. **E o fato de ele acabar “sucumbindo” ao *approach* fundamentalista certamente nos diz muito sobre a consistência de longo prazo desta filosofia.**

I. Avaliação Mensal

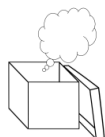
Neste mês de Maio, o fôlego para compras especulativas motivadas pela corrida eleitoral arrefeceu um pouco. Por outro lado, o tema que agitou o mercado foi o possível impacto sobre os bancos de um julgamento desfavorável no STF sobre o direito dos correntistas a correção monetária das cadernetas de poupança em razão dos planos econômicos Cruzado, Bresser, Verão, Collor 1 e Collor 2, nos anos 80 e 90. No fim do mês, divulgou-se a notícia de que tal julgamento fora adiado por prazo indeterminado.

Todas estas incertezas de ordem jurídica, econômica, e eleitoral têm, certamente, afugentado investidores nestes últimos meses. Aqueles que se arriscaram a comprar ativos o fizeram sem muita convicção ou comprometimento. As poucas empresas beneficiadas com fluxos de compra foram alvo, basicamente, de especulação cambial (dado que muitos agentes têm apostado em um BRL ainda mais desvalorizado, algo que não se revelou sustentável até agora) ou especulação eleitoral (que beneficiou, basicamente, empresas estatais como Petrobras, Eletrobras e Banco do Brasil).

Acreditamos que, cedo ou tarde, a lógica tenderá a prevalecer e as empresas que continuarem executando bem seus planos de crescimento, entregando bons resultados no

médio prazo, e surpreendendo positivamente o mercado serão re-precificadas de acordo. Assim, mesmo que agora as impressões macro e especulações exageradas se sobreponham às evidências micro, julgamos inevitável que o micro prevaleça no médio/longo prazo.

II. ...Out of the Box



Nesta seção “...out of the box”, apresentamos um **John Maynard Keynes** pouco conhecido do grande público. Além de sua notória contribuição à Teoria Econômica, **Keynes foi um excelente gestor de recursos.**

É interessante **acompanhar sua evolução como investidor, migrando de um *approach top-down* para um *approach bottom-up* fundamentalista.** Não deixa de ser curioso notar que justo Keynes – um dos grandes “papas” da macroeconomia – tenha concluído não ser possível se utilizar de previsões macro para gerar retornos sustentáveis no seu portfolio de ações. **E o fato de ele acabar “sucumbindo” ao *approach* fundamentalista certamente nos diz muito sobre a consistência de longo prazo desta filosofia.**

Keynes é amplamente conhecido por ter sido o economista precursor de ideias “intervencionistas”, uma vez que advogou em favor do uso ativo, por parte dos governos, de políticas monetárias e fiscais contra-cíclicas para atenuar ciclos econômicos, especialmente em momentos de depressão ou recessão. Tal proposição era contrária à antiga escola neoclássica que defendia que o livre mercado automaticamente, cedo ou tarde, levaria a economia ao pleno emprego. Apesar de ter sido autor de várias obras, “*The General Theory of Employment, Interest and Money*” (1936) é seu livro mais famoso e o transformou em um dos macroeconomistas mais influentes do séc. XX. Políticas ditas keynesianas foram amplamente utilizadas por governantes de vários países especialmente no período desde a Grande Depressão de 1929 até meados da década de 70. Com a crise de 2008, muitas de suas ideias ressurgiram novamente.

Keynes, no entanto, tem uma faceta bem menos conhecida: a de gestor de recursos. **De 1924 a 1946, ele esteve à frente do *endowment*** do King’s College em Cambridge, Inglaterra.** As figuras a seguir mostram seu histórico como gestor.

De 1924 a 1946, a **parcela discricionária do *endowment* sob sua gestão direta** teve um **retorno médio anual de 14% contra 8% do *benchmark* UK Index**, nada mal se considerarmos que tal **período incluiu eventos catastróficos** como a Grande Depressão de 1929 e a 2ª Guerra Mundial. Vale destacar, ainda, que o crescimento dos AUM se deu apenas por conta da apreciação do capital. Os dividendos não eram reinvestidos, pois eram utilizados em gastos da universidade. Só a título de referência, o *dividend yield* médio anual do portfolio de ações de Keynes foi de ~6% no período.

King's College Performance (1924-46)

Financial Year	Discretionary Portfolio (%)	UK Equity Index (%)	Relative Perf. (p.p.)	Equity Turnover (%)
1923	-	-	-	-
1924	15,68	0,69	14,99	89
1925	41,32	11,46	29,86	66
1926	6,29	10,81	-4,52	48
1927	1,42	26,30	-24,88	43
1928	2,96	18,78	-15,82	63
1929	6,36	5,99	0,37	36
1930	-14,21	-18,74	4,53	35
1931	-11,53	-30,89	19,36	18
1932	32,65	26,15	6,50	15
1933	51,43	32,13	19,30	43
1934	26,60	11,38	15,22	43
1935	34,02	7,21	26,81	52
1936	39,57	22,83	16,74	33
1937	11,30	1,67	9,63	28
1938	-22,58	-8,71	-13,87	26
1939	8,92	5,57	3,35	9
1940	-5,85	-18,84	12,99	20
1941	30,45	28,52	1,93	18
1942	8,39	10,85	-2,46	9
1943	39,74	27,86	11,88	17
1944	15,60	12,06	3,54	15
1945	13,29	5,59	7,70	15
1946	22,48	19,66	2,82	8

Nota 1: UK Equity Index é baseado no DMS total return index, descrito em Chambers, Dimson, and Foo (2013);

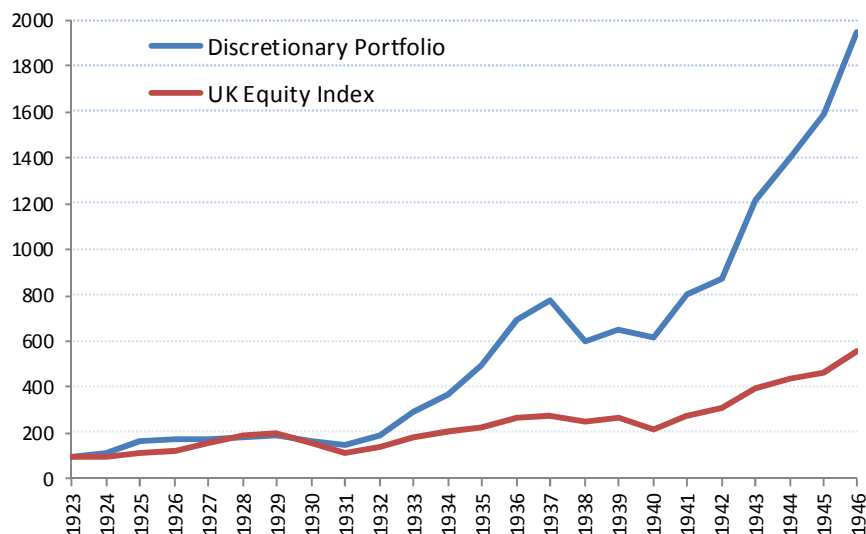
Nota 2: O ano fiscal vai de Agosto do ano anterior até Agosto do ano em questão;

Fonte: Chambers, Dimson, and Foo (2013)

**Para aqueles que não estão familiarizados, um *endowment* é um fundo com recursos oriundos de doações e que visa gerar renda de forma a manter as atividades de uma dada instituição. Grandes gestores da atualidade atuam ou atuaram à frente de *endowments*.

King's College Performance x Benchmark (1924-46)

Base: 1923 = 100



Fonte: Chambers, Dimson, and Foo (2013)

Keynes trouxe várias inovações para a área de gestão de *endowments*. Os *endowments* na época de Keynes tinham regras rígidas de alocação e os investimentos consistiam, basicamente, de propriedades rurais e títulos do governo. O máximo que se fazia era investir uma parcela bem pequena dos recursos em ativos de Cias tidas como “sólidas”, como as *utilities*, por ex. No caso específico do King’s College, o *endowment* havia sido estabelecido em 1441, data da fundação da universidade, pelo rei Henrique VI e consistia, inicialmente, de propriedades agrícolas na Inglaterra.

Quando Keynes assumiu a gestão do *endowment*, ele conseguiu convencer os demais a permitir que uma parcela dos recursos fosse segregada e colocada totalmente sob sua gestão direta, sem regras ou restrições - dando origem ao seu “portfolio discricionário”. Assim, **logo que assumiu a posição de gestor, Keynes iniciou uma forte realocação de recursos para ações, em detrimento dos convencionais investimentos em propriedades rurais.** Isto foi uma **inovação revolucionária** para a época, pois muitos gestores de *endowments* viam ações como ativos arriscados e de retorno “incerto”.

De fato, ao longo de sua gestão, a **parcela discricionária** do *endowment* diretamente sob sua gestão (Chest Fund e Fund B) **foi abocanhando fatias cada vez maiores do total do *endowment*, passando de 8% inicialmente para 68% do total de recursos em 1946.** Com isso, o percentual total do *endowment* alocado em propriedades declinou de 80% para menos de 50% dos ativos em 1946, ano de seu falecimento. Neste ano, o percentual do *endowment* em ações perfazia ~40% do patrimônio total, enquanto outros ativos como moedas, *commodities*, e *bonds* perfaziam ~10% do total de recursos.

De 1924 a 1932, período inicial de seu mandato, Keynes chegou a testar um *approach* de gestão *top-down*, onde suas “previsões” macroeconômicas e setoriais aliadas a uma suposta habilidade de *market timing* poderiam lhe conferir sucesso no giro de suas posições. No entanto, **depois de anos de resultados “medianos”, Keynes começa a repensar seus métodos e, no início dos anos 30, vai paulatinamente migrando para uma abordagem *bottom-up* de *stock picking* aliada a uma postura de *buy-and-hold*.**

Vale notar que Keynes e Benjamin Graham eram contemporâneos. E **o que Keynes estava “descobrendo” na Inglaterra era, de fato, exatamente o que Graham estava desenvolvendo de forma independente do outro lado do oceano, nos EUA – os preceitos de *Value Investing*.** Aliás, este é um fenômeno interessante que, por vezes, acontece. Não é raro, por ex., encontrar 2 acadêmicos dividindo um prêmio Nobel por uma pesquisa que ambos desenvolveram de forma independente e quase concomitante.

A partir do aprendizado obtido com seus frustrantes resultados iniciais e na tentativa de justificar movimentos de curto prazo no mercado de ações, Keynes **introduz 2 conceitos** interessantes no livro “*The General Theory of Employment, Interest and Money*” (1936):

(i) **“Animal spirits”** – Muitos pensam que o termo *“animal spirits”* foi introduzido por George Akerlof e Robert Shiller (2009) no famoso livro de mesmo nome. No entanto, foi Keynes quem primeiro o utilizou no contexto econômico para descrever instintos e emoções que tipicamente guiam o comportamento humano. Antes de tomar uma decisão, as pessoas em geral não fazem uma conta de “valor esperado”, ou seja, não calculam uma média ponderada por probabilidades de todos os possíveis *outcomes*. Elas simplesmente agem – e agem baseadas em instintos otimistas (ou pessimistas). Assim, no contexto do mercado de ações, decisões de compra/venda de ativos seriam muito mais um reflexo de reações emocionais do que de cautelosas avaliações racionais - o que torna os movimentos de curto prazo das ações extremamente erráticos e, por vezes, um tanto irracionais e imprevisíveis em seu *timing* e extensão. Percebendo isso, Keynes eventualmente desiste de qualquer tentativa de *market timing* e se volta para uma estratégia de *buy and hold*.

(ii) **“Beauty contest”** – Keynes observou que os participantes do mercado tendem, em geral, a comprar as ações que eles acham que serão compradas pelos demais – e não as ações das empresas que eles mais apreciam ou acreditam. No curto prazo, tudo é um jogo de “adivinhação” – de especulação. Assim, Keynes traça um paralelo com um concurso de beleza onde os competidores devem escolher os 6 rostos mais bonitos em um universo de 100 fotografias. Ganha o competidor que conseguir listar os 6 primeiros rostos eleitos como os mais bonitos – ou aquele que mais se aproximar desta lista. Então, a estratégia correta para ser o vencedor neste contexto parece ser escolher os 6 rostos que o participante julgar que os outros elegerão como os mais bonitos, mesmo que estes rostos não sejam particularmente do seu agrado. Só que todos os participantes chegarão a esta mesma conclusão: eles deverão eleger os rostos que os outros elegerão. O problema é que cada participante terá uma opinião diferente acerca do que poderá ser o mais “popular”. Assim, a estratégia pode ser aprimorada e estendida para mais um nível de interação: para ser o vencedor, o participante perceberá que precisará escolher os rostos que os demais acreditarão que serão os rostos escolhidos pela maioria. E assim sucessivamente. Isso gera um jogo de interações infinitas. Como isso funciona no mercado? Os participantes – sem convicção alguma – simplesmente compram/vendem ações que os demais parecem estar comprando/vendendo e logo mudam de opinião. E mudam sucessivamente. E não chegam muito a lugar algum. Percebendo isto, Keynes simplesmente entende que a melhor forma de chegar à lista das ações mais “bonitas” é simplesmente escolher as ações que ele próprio julga e tem confiança que terão mais chance de “revelar” sua beleza, o que o leva a direcionar seus esforços para uma estratégia de *stock picking* baseada em uma análise *bottom-up*.

Em um trecho do memorando de 1938 escrito ao seu Comitê de Investimentos, Keynes faz uma análise retrospectiva de seu estilo inicial de gestão e confessa o seguinte:

“Nós não nos provamos capazes de tirar vantagem de movimentos sistemáticos de venda e compra de ações em diferentes fases do ciclo de trade”.

E ainda:

“A maior parte dos que tentam vende muito tarde e compra muito tarde – e eles fazem isso com muita frequência -, incorrendo em custos altos e desenvolvendo uma forma muito desorganizada e especulativa de pensar”.

Como mostra a última coluna da tabela anterior, houve uma **redução substancial do turnover do portfólio discricionário de Keynes ao longo do tempo, passando de 89% em 1924 para 8% em 1946**. Com essa mudança, Keynes certamente evitou giros desnecessários e reduziu substancialmente os custos de transação do fundo.

A fim de detectar se houve de fato uma mudança significativa de performance derivada da mudança de um *approach top-down* para um *approach bottom-up*, Chambers, Dimson, and Foo (2013) conduzem um teste estatístico na amostra. **Os autores encontram evidência de uma quebra estrutural no padrão de retornos do portfólio discricionário de Keynes por volta do ano de 1932.**

Assim, tomando 1932 como o ano “representativo” da mudança, calculamos o retorno médio anual do portfólio de Keynes de 1924 a 1932 e também de 1933 a 1946. No 1º período, encontramos um retorno médio anual de 8% (vs. 4% do *benchmark*) e, no 2º período, encontramos um retorno médio anual de 18% (vs. 10% do *benchmark*).

Cabe, ainda, ressaltar que **a mudança de estilo de gestão não impediu a ocorrência de anos de *underperformance*. Aliás, anos assim são até naturais. Em especial, note que em 1938, o portfólio discricionário de Keynes teve um retorno de -22,58% (vs. -8,71% do UK equity index), descolando -13,87 p.p. do *benchmark*.**

O que tal *underperformance* nos revela? O fato de, em 1937 e 1938, o *turnover* do portfólio ter sido de 28% e 26%, respectivamente, revela que Keynes estava bastante convicto de suas alocações e que, uma queda do preço de mercado das ações em seu portfólio em 1938 foi considerada passageira e pontual. **Keynes se mostrou resiliente em suportar quedas da ordem de talvez -20% ou -25% - ou até mais - em algumas de suas ações.** Esta estratégia se mostrou correta nos anos seguintes.

De fato, Keynes nunca se julgou menos competente por ter enfrentado anos em que os ativos em seu portfólio sofreram grande depreciação de valor. Certa vez, Keynes declarou:

*“Eu não acho que seja o papel, e nem mesmo a obrigação, de um investidor institucional ou qualquer outro investidor sério estar constantemente considerando se ele deve vender posições e sair de um mercado em queda, ou se sentir culpado se as ações depreciarem de valor em suas mãos. Eu iria ainda mais longe do que isto. **Eu devo dizer que é a obrigação de um investidor sério aceitar a depreciação das ações em suas mãos com equilíbrio e sem se auto-censurar**”.*

Outra conclusão a que Keynes chega é que o ideal é **concentrar o portfólio em poucas ações de empresas conhecidas**. Suas 5 maiores posições oscilaram ao longo do tempo, chegando a perfazer uma média de 49% dos ativos de 1930-39. Em um trecho de uma carta de 1934 a Francis Scott, *chairman* do Provincial Insurance, Keynes afirma o seguinte:

“À medida que o tempo passa, eu me convenço mais e mais de que a forma certa de investir é colocar somas substanciais em empresas que uma pessoa julga conhecer minimamente e com um management no qual se acredita. É um erro pensar que se limita o risco através da vasta diversificação para empresas que se conheça pouco e que não se tenha motivos para alguma confiança especial. (...) O conhecimento e experiência de uma pessoa são definitivamente limitados e dificilmente há 2 ou 3 empresas em um dado momento em que eu me sinta pessoalmente capaz de ter total confiança”. [Este trecho também foi citado por Warren Buffett no Relatório Anual da Berkshire Hathaway de 1991.]

Ainda sobre o “risco” de concentrar o portfólio, Keynes uma vez declarou: *“**[Minha] teoria de risco é a de que é melhor ter uma posição substancial nos papéis em que se acredita do que ter posições pulverizadas em áreas em que não se têm a mesma certeza. (...) A teoria de diversificar o investimento no máximo de áreas possíveis pode ser o plano mais sensato, assumindo que se tenha uma total ignorância [sobre onde se esteja investindo]**”.*

Em seu discurso no encontro anual do National Mutual Insurance Company de 1938, Keynes deixa bem claro que **não acreditava em “mercados eficientes” e que não acreditava que o preço de mercado de uma ação representasse necessariamente o valor intrínseco da empresa em um dado momento:**

*“**[Mercados] são governados por dúvida em vez de convicção, por medo mais do que previsão, por memórias do último acontecimento e não por pré-ciência do próximo acontecimento. O nível dos preços das ações não significa que os investidores sabem; significa que eles não sabem**”.*

Por fim, ao definir o perfil de um bom investidor de longo prazo, Keynes afirma que ele deve ser **“excêntrico, não convencional, e audacioso aos olhos dos demais”**. De fato, esta parece ser a receita de sucesso em várias áreas do conhecimento humano. Afinal, para se descolar da média, não se pode pensar e agir de acordo com o consenso.

Referências:

G. Akerlof and R. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009;

D. Chambers, E. Dimson, and J. Foo, "*Keynes, King's and Endowment Asset Management*", chapter in *How the Financial Crisis and Great Recession Affected Higher Education* by J. Brown and C. Hoxby, editors, NBER, 2014;

D. Chambers and E. Dimson, "*John Maynard Keynes, Investment Innovator*", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27, No 3, Summer 2013;

D. Chambers, E. Dimson, and J. Foo, "*Keynes, The Stock Market Investor: A Quantitative Analysis*", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming (draft available: Sep 2013);

J. Chua and R. Woodward, "*J.M. Keynes's Investment Performance: A Note*", *The Journal of Finance*, vol. 38, n° 1, March 1983;

J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Cambridge University Press, 1936.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital