

Era do investimento genérico chega ao fim

Palavra do gestor

Marcelo Karvelis



A estratégia de buscar fundos com gestão ativa como forma de maximizar os retornos dos investimentos não é uma ideia nova. Mesmo assim, essa não era uma prática amplamente difundida, principalmente entre investidores globais. No entanto, essa realidade começou a mudar.

Em uma recente viagem ao Oriente Médio e à Ásia, tivemos a oportunidade de nos reunir com alguns dos principais investidores globais, entre bancos de varejo, fundos soberanos e fundos de pensão. Juntos, esses investidores administram um volume superior a 3 trilhões de dólares em ativos.

Nossa avaliação é que a procura por gestão ativa conduzida por gestores especializados e com presença local é a tônica atual, ficando claro o esforço que esses investidores estão fazendo para entender em profundidade os detalhes e as especificidades de cada mercado.

Exceto por exposições indiretas via fundos globais – BRICs ou Emerging Markets – grande parte desse universo de investidores manteve pouca ou nenhuma exposição ao Brasil nos últimos três anos. Apesar disso, não houve por parte de nenhum investidor qualquer tipo de rejeição à ideia de se investir por aqui em um futuro próximo.

A recente desvalorização do real frente ao dólar pode servir como um estímulo inicial. Algumas instituições, de fato, começaram a considerar investimentos no mercado brasileiro, porém percorrendo um caminho inteiramente novo.

Os investidores globais acompanham com interesse as mudanças estruturais pelas quais o Brasil vem passando nos últimos anos, com estabilização da moeda e o crescimento da classe média. Há um consenso entre a comunidade internacional que, apesar das instabilidades, a tese de investimento de longo prazo está preservada.

Mas há um grande problema: os investidores globais raramente olhavam o Brasil de forma isolada e sim como parte de um bloco heterogêneo de países, como BRICs, GEMs, LatAm, entre outras denominações.

Isso fez com que muitos caíssem em uma armadilha comum bem conhecida pelos pequenos investidores: entravam no mercado brasileiro buscando índices. Exemplo: ao buscar um fundo de ações, escolhiam os passivos indexados ao Ibovespa. O resultado: qualquer um que tenha entrado em fundo passivo Ibovespa nos últimos cinco anos perdeu dinheiro. Idem com os investidores estrangeiros.

O índice Bovespa é composto pelas 73 ações mais negociadas no mercado, representando 24 setores. Há grande concentração em alguns segmentos específicos, como

financeiro (16,53%), petróleo e gás (14,79%) mineração (11,55%) e construção (7,12%), de acordo com dados aproximados do dia 28 de outubro de 2013. O novo critério de ponderação da carteira teórica do índice, que levará em conta também o valor de mercado das companhias, certamente sofisticará o indicador, mas não resolverá o principal problema: o Ibovespa não reflete a realidade da economia brasileira. E parece que finalmente os grandes investidores globais acordaram para essa realidade.

Aparentemente, os investidores globais que perderam dinheiro aqui nos últimos anos não deixaram de acreditar que podem ganhar muito. Mas encaram o desafio agora de forma diferente, buscando gestores com perfil ativo e montando estruturas locais que os ajudem a entender no detalhe o que acontece aqui.

No Brasil, o crescimento do número de gestores de recursos e do número de fundos com gestão ativa indica que esta metodologia também está sendo aplicada pelos investidores brasileiros – pessoas físicas e institucionais.

Na prática, o investidor local está buscando o mesmo que o grande investidor global: fundos que consigam capturar oportunidades nos mercados locais e, conseqüentemente, se beneficiar da dinâmica econômica doméstica, que tem mais a ver com o que está acontecendo no país. Eles buscam fundos que consigam refletir as mudanças estruturais em andamento que, muitas vezes, não estão apropriadamente refletidas em nenhum índice generalista.

O Prêmio Nobel de Economia, recentemente concedido aos norte-americanos Eugene Fama, Lars Peter Hansen and Robert Shiller, reforça a dificuldade de se precificar ativos no curto prazo. Já na década de 60 – sem internet e mundo globalizado – Fama havia divulgado um estudo mostrando como a circulação rápida das informações no mercado é logo incorporada à precificação dos ativos, o que ajudou, inclusive, a motivar a criação dos primeiros índices de ações.

Já Shiller demonstrou, no início da década de 1980, que o preço das ações flutua muito mais que os dividendos – o que evidencia que o valor que o mercado pode atribuir a uma empresa pode estar descolado de seus fundamentos e resultados reais.

Mas os mesmos estudos que deram o Nobel ao trio apontam uma aparente contradição: no longo prazo – de três a cinco anos – é possível, sim, precificar ativos com bastante precisão.

A prática mostra que, no longo prazo, os preços dos ativos refletem os seus fundamentos. Ou seja: se comportam de acordo com o contexto em que determinada empresa está inserida e com o seu desempenho operacional e financeiro. E é aí que a escolha criteriosa do que comporá uma carteira fará grande diferença.

Marcelo Karvelis é sócio responsável pelo relacionamento com investidores da Claritas Investimentos.

E-mail comunicacao@claritas.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

RADAR DO MERCADO

Analistas começam a contabilizar dados do 3º tri

Resultados da CCR foram bem recebidos e BofA manteve recomendação. BTG elevou preço de Suzano e Goldman, de Fibria. Por **Fábio Pupo**, **Stella Fontes** e **Renato Rostás**, de São Paulo

Após os primeiros resultados das companhias do terceiro trimestre, os analistas começam a contabilizar os dados e fazer novas projeções. No caso da CCR, especializada em concessões de infraestrutura, os números foram bem recebidos, mas alguns especialistas mencionam o desempenho negativo dos aeroportos recentemente adquiridos.

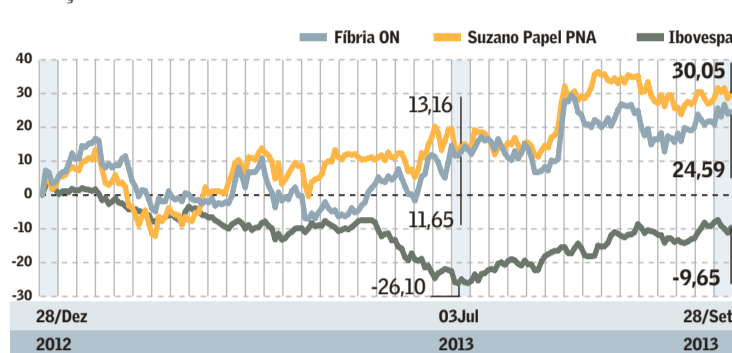
O Bank of America Merrill Lynch (BofA) diz que aprova o perfil da companhia. Segundo a instituição, a CCR oferece exposição aos investimentos em infraestrutura e modelo de negócios resiliente, com balanço forte, crescimento nos lucros e sólido pagamento de dividendos. O BofA destaca ainda que as medidas colocadas em prática para contornar o não repasse de inflação em rodovias conseguiu manter “intacta” a geração de caixa. Os analistas mantêm a recomendação de compra para os papéis, e o preço-alvo é de R\$ 21.

São vistos como riscos para a CCR a política regulatória, o aumento de concorrência em novos leilões, rotas alternativas às estradas sob administração privada e crescimento menor do PIB do país. Os especialistas lembram que o lado negativo do balanço foi o desempenho “não inspirado” dos aeroportos, com redução de pousos e decolagens.

No aeroporto de Curaçao, por exemplo, a companhia registrou uma retração de 9% no número de passageiros. Segundo a CCR, a redução “deveu-se ao encerramento das atividades de uma companhia aérea regional, que atua no mercado doméstico (entre as ilhas)”, e a demanda deve ser absorvida por outra companhia. Além do aeroporto de Curaçao, a CCR participa do capital do Aeroporto Internacional de Quito (no Equador) e

Descoladas

Variações acumuladas em 2013 - em %



Fonte: Valor PRO e BM&FBovespa. Elaboração: Valor Data

do Aeroporto Internacional de San José (na Costa Rica).

Apesar da “performance fraca dos aeroportos”, a corretora Ativa considera que o balanço foi marginalmente positivo, pois há números fortes e bom desempenho dos negócios de mobilidade urbana — que resultou em “forte” geração de caixa no período.

A corretora Planner avalia que o resultado “mostrou mais uma vez a capacidade da CCR de apresentar resultados crescentes, aproveitando-se do aumento da frota e do tráfego no país”, e que a empresa tem conseguido manter controlados seus custos. A indicação da corretora é manter, com preço justo de R\$ 21.

No setor de papel e celulose, os resultados de Suzano e Fibria levaram duas casas a revisar o preço-alvo. No caso de Suzano Papel e Celulose, o BTG Pactual elevou de R\$ 11 para R\$ 12 por ação o preço-alvo para os papéis PNA em 12 meses, na esteira dos resultados trimestrais reportados pela companhia na segunda-feira. Em relatório, os analistas Edmo Chagas, Antonio Heluany e João Salgado afirmaram que a Suzano segue como “top pick” no setor, uma vez que a trajetória de desalavanca-

gem da companhia está mantida diante do bom desempenho operacional entregue até agora.

Conforme os analistas, o fato de o resultado antes de juros, impostos, depreciação e amortização (Ebitda) anualizado se aproximar de R\$ 2 bilhões sem o benefício da capacidade adicional do Maranhão, os volumes melhores de papel e a expectativa de melhoria de custos a partir do próximo ano justificam esse posicionamento.

Embora a previsão seja a de queda nos preços da celulose em 2014 — US\$ 730 por tonelada, frente a US\$ 800 a tonelada em 2013 —, os analistas acreditam que o volume adicional de matéria-prima mais que compensará esse efeito no próximo ano. O Ebitda da Suzano, segundo o BTG, deve crescer 35% no ano que vem e 15% em 2015.

No terceiro trimestre, os resultados operacionais da companhia superaram as expectativas do BTG e, a despeito da sinalização da Suzano de que os custos com madeira vão subir no quarto trimestre, diante de maior volume de compra de terceiros e maior distância entre floresta e fábrica (raio médio), os analistas esperam uma

nova rodada de bons resultados trimestrais.

No caso de Fibria, que reportou dados do terceiro trimestre na semana passada, o Goldman Sachs elevou o preço-alvo de 12 meses para as ações, de R\$ 35,60 para R\$ 36,20, conforme relatório enviado a clientes. A mudança foi realizada para incorporar o bom resultado da fabricante de celulose no terceiro trimestre. A recomendação dos analistas foi mantida em compra.

Na opinião dos analistas Diogo Miura, Marcelo Aguiar e Humberto Meireles, o balanço de outubro a dezembro deverá vir ainda melhor. A previsão de lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (Ebitda, na sigla em inglês), por exemplo, é de R\$ 915 milhões para o atual trimestre, contra R\$ 767 milhões no anterior.

Para o banco, a meta de contenção dos custos de produção, divulgada pela própria Fibria, pode reduzir esse nível para R\$ 451 por tonelada. A estimativa original do Goldman era maior, em R\$ 480, principalmente por conta da desvalorização do real ante o dólar.

Entretanto, os analistas também reduziram suas previsões para o preço da celulose. Essa redução, somada a maiores gastos em taxas de embarque do produto, fez com que a instituição cortasse algumas projeções para até 2015. O cálculo de receita líquida, por exemplo, foi diminuído em 1% nos três anos.

O relatório também lembra que há grande potencial de venda de terras pela Fibria nos próximos seis meses, o que traria novas oportunidades de alta à ação. Durante teleconferência que discutiu o balanço do terceiro trimestre, a administração da companhia confirmou que busca esse tipo de operação.

FINANÇAS PESSOAIS

Educação financeira não cria sozinho um tomador de decisão sofisticado

Nikhil Hutheesing
Da Bloomberg

Depois da crise financeira, pais, educadores e até mesmo estudantes passaram a defender a implementação de cursos de cultura financeira nas escolas. O problema é que muitos estudos mostram que o ensino financeiro não faz diferença porque as pessoas não mudam seus comportamentos – mesmo tendo mais conhecimento. David Laibson, um professor de economia na Universidade de Harvard, diz que entender essa anomalia poderia nos ajudar a mudar nossas vidas financeiras.

A maioria dos americanos sabe que deveria poupar para a aposentadoria e para pagar suas dívidas. Mesmo assim, nem sempre eles fazem isso. Por quê?

Laibson: Nosso cérebro é o responsável pelas boas intenções não se traduzirem em ações. Um pequeno cabo de guerra acontece em nossa mente. Uma região do cérebro nos diz que a coisa certa a fazer é executar. Outra diz que o que importa é a satisfação imediata. A presença da dopamina nos induz a fazer coisas que podemos fazer agora. Para fazer com que coisas que não são prazerosas aconteçam, temos que aprender a exercer o autocontrole.

Quando a minha esposa teve bebê, nós sabíamos que teríamos de fazer um testamento, para o caso de não conseguirmos

criar o menino. Imagine se saíssemos para jantar, sofréssemos um acidente e morrêssemos. Quem cuidaria dele? Durante seis anos ficamos falando que iríamos fazer um testamento e finalmente fizemos.

Não é que não entendêssemos a importância de fazer um testamento. Não fazíamos porque estávamos adiando a dor do trabalho duro. É como dizer ‘vou comer este pedaço de bolo de chocolate hoje, mas na semana que vem entro em uma dieta’. Essa mentalidade é hoje a raiz de muitos problemas financeiros.

Isso significa que até mesmo os mais instruídos financeiramente vão cometer erros?

Laibson: Já perguntei a muitos economistas se eles calculam o tamanho das poupanças que terão quando se aposentarem. Eles geralmente dizem que seguem suas intuições. Mas eles deveriam ser suas taxas de poupança para que eles pudessem regularizar seus padrões de vida ao longo da vida, para não ficar sem dinheiro. Eles também não querem poupar demais e perder outras oportunidades que surgem na vida.

Pense na crise financeira e nos banqueiros de Wall Street, os mestres do universo. Eles cometeram os mesmos erros que as demais pessoas. Dá para entender o proprietário de uma moradia que tem baixa renda e contraiu uma hipoteca que não conseguiu pagar.

O difícil é acreditar que os banqueiros do Bear Stearns não entendiam de juros compostos. Até mesmo Alan Greenspan ficava dizendo que os preços das moradias não poderiam cair num âmbito nacional. Este era o seu mantra. Talvez tenha lhe faltado um melhor ensino fundamental, mas estou supondo que não foi esse o problema. Foi o fato de ele persistir com a ideologia de muitas pessoas que, por causa da educação financeira que tiveram, acreditavam que os mercados não causariam problemas e que seriam socialmente eficientes.

Dadas essas limitações, é perda de tempo e recursos ensinar cultura financeira na escola?

Laibson: A noção de que um curso pode transformar as pessoas em sofisticados tomadores de decisões financeiras é irreal. Também seria bizarro se acreditássemos que o nível certo de treinamento financeiro no ensino fundamental é zero, que é o grau de orientação que a maioria dos alunos do ensino fundamental tem. Acredito, porém, que há rendimentos decrescentes para os investimentos. A primeira mordida no sorvete é mais gostosa que a vigésima. O primeiro semestre do ensino financeiro vale mais do que o 12º.

Se tentamos a deixar de lado o planejamento de nossos futuros financeiros, parece que as aulas de cultura financeira seriam tão inúteis quanto as de trigonometria –

o que esquece completamente delas quando o curso termina.

Laibson: Não é bem assim. Ao contrário da trigonometria, a educação financeira é uma habilidade que quase todo mundo vai usar e portanto pode ser útil passar um certo tempo aprendendo os princípios básicos desta disciplina quando conseguimos exercer o autocontrole e cuidar de tarefas vistas como dolorosas. O problema é que se você não usar os conhecimentos por uma década, então você não vai se lembrar deles quando precisar.

O que isso nos diz sobre a melhor maneira de ensinar a educação financeira?

Laibson: Isso nos diz que você deveria obter a educação financeira de que precisa quando você precisar dela. Se você se inscreve hoje em um plano 401(k) [plano de previdência americano], precisa participar do seminário educativo de 45 minutos durante o processo de inscrição. A hora de aprender sobre cartões de crédito, tomada de empréstimos e juros compostos é quando os estudantes estão com 18 anos e começando a vida adulta.

A memória humana é muito falível. É querer muito eu dizer algo para você hoje e esperar que você se lembre disso daqui a cinco anos. Portanto, eu me concentraria em ensinar habilidades que se traduzam imediatamente em aplicações práticas. (Tradução de Mario Zamarian)