

## ESTRATÉGIA PASSIVA EM ETF

<http://caldeiraodebolsa.jornaldenegocios.pt/viewtopic.php?t=76243>

### Enriquecer devagar

A ideia deste tópico é “falar” de uma das muitas formas de enriquecer devagar. Como é que se enriquece devagar? Através de investimento a longo prazo de forma passiva com um perfil conservador.

O que é que isto quer dizer?

1) Que é uma estratégia de investimento. Isso significa que qualquer tipo de análise técnica, leitura de gráficos, palpites e coisas do género estão totalmente fora do pretendido; o que se exige é aumentar a exposição a activos perdedores (dentro da lógica desenhada), comprar e manter, tendo como norma o valor, em vez do preço. A nossa parte de “trader” tem de ser esquecida. Ou alimentada com uma parte insignificante do capital, apenas para fazer “o gosto ao dedo”.

Esta estratégia exige um capital inicial simpático e/ou, na falta dele, contribuições regulares para uma conta destinada a este propósito para que a carteira, após alguns (poucos) anos, venha a atingir o montante inicial adequado. Quase todos os interessados pelo investimento em bolsa, no mundo desenvolvido, têm a capacidade, através das mais variadas formas como obtêm rendimentos (salários, rendas, heranças,...), de poupar o suficiente para investir. Uma quantia pequena, € 250 por mês, é o bastante para fazer uma diferença significativa quando chegar a idade da reforma ou, idealmente, na antecipação da mesma. O investimento é muito democrático, prova disso é o facto de, dentro da população que estamos a considerar, quase todos podem conseguir, pelo menos, 1 milhão. Desde que a pessoa seja suficientemente jovem, tenha uma fonte de rendimentos, e tenha um pouco de disciplina pessoal (se tiverem 60 anos e nenhuma poupança provavelmente não conseguem).

2) Que é uma estratégia passiva. Devido ao fraco desempenho do universo de gestores activos como um todo e, em especial, investidores individuais que utilizam métodos discricionários de “market timing”, vamos optar por uma abordagem puramente passiva com base em fundos negociados em bolsa (ETF). Os ETF são instrumentos financeiros que replicam a composição de um índice ou de um cabaz de activos de forma simples, oferecem transparência e eficiência de custos na exposição a uma grande variedade de activos e mercados financeiros e reúnem as vantagens de diversificação dos fundos de investimento com a flexibilidade das acções cotadas em bolsa.

Assim, o investimento passivo tem diversos benefícios:

Não requer nenhum conhecimento profundo acerca do mercado, excepto a compreensão dos conceitos básicos de investimento.

É de baixo custo. Os ETF têm taxas globais de custos mais baixas do que os fundos de gestão activa.

No longo prazo, os ETF sobre índices, superam a grande maioria dos fundos de gestão activa, e quase todos os investidores individuais.

É uma estratégia simples, fácil de executar e com total ausência de stress.

Esta forma de investir não é contra a AT (nem a AF), seja ela de escala intradiária ou mensal, representada por velas ou por fórmulas estatísticas, é apenas uma estratégia de investimento, que não sendo feita ao acaso não se “preocupa” com a detecção de tendências, muito menos com o contango nos ETF (só é um problema em alguns ETF sobre matérias-primas – mas mesmo nas commodities existe forma de o tornear), pois a estratégia vive da alocação de capital entre diversas classes de activos e nesses activos as commodities são residuais.

O que é que isto quer dizer?

Que é uma estratégia de investimento desenhada para o longo prazo. O investidor mediano não consegue enriquecer rapidamente investindo de forma ponderada. Retornos elevados requerem ou muita sorte, ou muito risco ou, ainda mais raro, verdadeiras competências no campo do investimento (Buffett, Soros, Dalio, Meyer,...). Por muito que gostássemos de ser como eles, as probabilidades estão contra nós. (Em circunstâncias normais, são necessários entre 20 e 80 anos de registos para estatisticamente provar que um gestor de fundos – MF, HF, PP,..., – tem competências ao invés de sorte). O interessante no investimento passivo é que, num horizonte medido em décadas, qualquer um pode acumular uma riqueza considerável. Tudo o que é necessário é, além de algum capital, disciplina, paciência e consistência.

3) Que é uma estratégia de investimento conservadora. Um portefólio bem construído tem uma probabilidade muito baixa de vir a sofrer uma massiva perda de capital. Como exemplo, posso informar que a Carteira modelo que uso, em backtest durante os últimos 40 anos, não teve nenhum “drawdown”(DD) superior a 20%, apesar de ter cerca de 50% em acções.

Se se conseguir obter suficiente diversificação, e usar activos pouco ou nada correlacionados, se forem activos com correlação negativa melhor ainda, uma carteira de investimento pode ser estranhamente robusta.

Muitos investidores estão agarrados à ideia de comprar algumas acções e está feito o investimento, o que é extremamente arriscado para a grande maioria, outros um pouco mais cuidadosos apostam num conjunto de fundos, num mix de acções e obrigações, o que já é bastante melhor mas mesmo assim mais arriscado do que aquilo que é necessário. Aqui vamos tentar expor a forma de conseguir uma rentabilidade razoável sem assumir de forma consciente, ou inconsciente, um elevado grau de risco.

Durante um forte Bear Market, o que se pretende é que o portefólio não perca mais de 15%. Uma tempestade perfeita como aquela que rebentou em 2007, e cujos efeitos esperamos não voltar a experimentar na Carteira, é severa o suficiente para que o DD da carteira seja superior. Mas, mesmo assim, a carteira não vai perder tanto como os principais índices de referência, vai superar a maior parte dos fundos de gestão activa, e ultrapassar por larga margem a grande maioria dos investidores individuais.

É necessário, ou talvez não, depende da apreciação de cada um, conhecer algumas noções básicas relativas a Investimento. Nada que seja complexo ou misterioso (antes pelo contrário, serão na breve introdução que fazemos exageradamente simplificadas), mas que julgo importante para entender os princípios genéricos que orientam o investimento em activos e respectivos retornos, pois proporcionam mais confiança para se manter a Carteira/Estratégia quando o mercado nos surpreender com um dos seus inevitáveis movimentos extremos. «He that cannot abide a bad market, deserves not a good one» – John Ray.

### O que é que torna algo um Activo de Investimento (ADI)?

Vamos começar por fazer uma distinção (voltamos a repetir: muitíssimo simplificada) entre investir num activo e fazer “trading”e/ou assumir uma posição especulativa sobre esse mesmo activo.

Um ADI é aquele que tem inerente um retorno a longo prazo, já uma posição especulativa (Day-trading nos futuros do DAX, por exemplo) tem inerente um retorno ligeiramente negativo (Jogo de soma nula ao qual se tem de retirar os custos de negociação).

Por exemplo: As obrigações pagam um cupão, compra-se Obrigações do Tesouro a 7% yield (bem bom) e fica claro para o adquirente que ligado a essa aquisição existe um retorno anual sobre o capital investido.

Por seu lado, as acções têm associada uma menor, mas ainda assim muito provável, certeza de retornos futuros, que se encontra apoiada nos lucros e nos dividendos.

Outra classe de activos, o imobiliário, tem um retorno cuja base é o seu valor intrínseco (custo de construção + custo de terreno que ocupa) mais a sua capacidade de gerar rendas. As tão em moda Matérias Primas transaccionadas em bolsa (Commodities), tal como o crude, trigo, algodão, açúcar, ouro, ..., não tem nenhum retorno intrínseco, a sua posse tem custos de armazenamento e de depreciação, uma quantidade de crude dentro de um tanque, com o passar dos meses, não tem qualquer lucro (do ponto de vista económico). O ganho neste tipo de aplicações será sempre mais especulativo, pois resultará da exploração da flutuação de preços, já que a posse de Commodities muito raramente traz um retorno positivo. «Forecasting is not a respectable human activity, and not worthwhile beyond the shortest of periods» – Peter Drucker.

Os ADI têm um inerente retorno a longo prazo devido às suas naturais características económicas. Por exemplo: Quem pretender obter um empréstimo tem de pagar um determinado juro para incentivar o prestador a conceder o empréstimo, ninguém empresta dinheiro sem qualquer retorno adicional sobre a quantia emprestada. Da mesma forma, Obrigações irão (quase) sempre pagar um yield.

As acções são direitos sobre os activos das empresas e sobre os fluxos de lucros, assim, desde que as empresas se mantenham intactas e rentáveis irão acumular numerário ano após ano. Pelo seu lado, o Imobiliário irá subir de acordo com a subida dos rendimentos, do poder de compra, das rendas e assim por diante.

Portanto, de acordo com o exposto anteriormente, um portefólio deve ser composto, na sua esmagadora maioria e numa primeira etapa, por ADI. Derivados e similares devem ser utilizados por aqueles que, ao invés de enriquecer devagar, pretendem empobrecer rapidamente – já dizia Peter Lynch.

Assim, a rentabilidade da Carteira, a longo prazo, irá resultar da acumulação constante dos retornos inerentes a cada uma das classes que constituem o portefólio, não dos retornos que se podem obter com as diferenças obtidas nas compras e vendas (especulativas) de determinado activo, e afins.

«Risk Is the Permanent Loss of Capital, Never a Number» – J. Montier

Um dos princípios básicos da teoria de investimento expressa que a rentabilidade é função do risco incorrido. Ou seja, a rentabilidade recompensa o investidor pelo risco que correu ao fazer determinado investimento. Intuitivamente isto faz todo o sentido: Se alguém nos propõe sociedade, entrada de capital, num negócio que está para arrancar isso é muito mais arriscado do que colocarmos esse mesmo capital em Certificados de Aforro (CA). Como tal, ao analisar as demonstrações financeiras previsionais, obviamente, vamos exigir uma taxa de rentabilidade muito superior à taxa que se consegue obter no investimento em CA.

O risco pode ser definido como a possibilidade de perda. Convencionalmente é representado pela volatilidade negativa do preço dos activos. W Buffet, e investidores com uma filosofia análoga, argumentam que a volatilidade no mercado no curto prazo não é verdadeiramente sinónimo de risco. Dando um exemplo deste género: Ao comprar uma caixa cheia de notas no valor de €10.000,00, que só se pode abrir dentro de 3 anos, quem a comprou não sofre qualquer prejuízo se durante um ou dois anos apenas encontrar interessados que lhe ofereçam € 7.000,00 por ela. Desde que não tenha necessidade de vender, ou seja: não precise de realizar dinheiro com urgência. Isto parece ser bastante lógico. Porém, para a maioria dos investidores que não conseguem ter a certeza que a sua estimativa de Valor é mais correcta do que aquilo que o mercado transmite (ou seja 99% de nós), na maior parte das vezes as cotações são geralmente a melhor estimativa do Valor dos ADI.

«Risk comes from not knowing what you're doing.» «Price is what you pay. Value is what you get» – Warren Buffet

Isto é a teoria. Na prática, o retorno a longo prazo de um determinado mercado parece ser bastante correlacionado com o respectivo risco. CA no longo prazo pouco divergem da inflação. Obrigações “rendem” mais que os CA mas menos que outras classes de activos com um risco associado mais elevado. Obrigações com a classificação de lixo “yieldam” mais que Obrigações AAA. Imobiliário retorna mais que as Obrigações, mas menos que as Acções. Acções de grande capitalização retornam menos, no longo prazo, que acções de pequena capitalização, ..., e por aí fora.

Tudo isto para dizer que: é legítimo aceitar que o risco está correlacionado com o retorno a longo prazo. Os dados dos últimos 100 anos do mercado, bem como a teoria, assim o comprovam.

Portanto, para um investidor obter elevados retornos no longo prazo vai ter que assumir a sua parte de risco. Ninguém consegue acumular uma grande quantia de dinheiro, em 20-25 anos, colocando todos os activos em Depósitos a Prazo, Fundos de Tesouraria ou CA. Mesmo Obrigações de longo prazo, na maioria das vezes, não vão ter um retorno por aí além (ocasionalmente surgem boas oportunidades; ex: Actuais Obrigações do Tesouro Grego, Irlandês e Português). Consequentemente, para maximizar os retornos a longo prazo são requeridas as classes de activos que geram retornos mais elevados.

Como não existe bela sem senão, retornos elevados, como a teoria e a experiência demonstram, acarretam maiores riscos.

O Dow Jones caiu 89% de 1929 a 1932, e 50% de 1973 a 1974. O S&P500 caiu quase 50% de 2000 a 2002. O Nasdaq caiu próximo de 80% durante o mesmo período.

Mais recentemente, de Outubro de 2007 a Março de 2009 o S&P500 caiu mais de 55% em 17 meses. Imobiliário (cotações de um ETF investido em REIT), que é frequentemente considerado uma classe de activos conservadora, teve um decréscimo superior a 65% de Setembro de 2008 a Março de 2009. Até as Obrigações, nos anos de elevada inflação, apresentaram retornos medíocres.

Como investidores, nós geralmente pretendemos utilizar activos que permitam retornos elevados. Todavia, ao mesmo tempo, queremos reduzir o mais possível o risco. Ora isto é um objectivo mutuamente exclusivo.

Existe alguma forma de atingir bons retornos com um risco moderado? Afortunadamente existe uma maneira de pelo menos de se aproximar desse desejo. Não só isso mas, também o facto de se poder lucrar com o risco e a volatilidade característica dos ADI.

Como é que se reduz o risco, sem se reduzir na mesma proporção o retorno?

Fazendo uso de um dos pouquíssimos “almoços grátis” que o Mercado nos oferece. E isso é assunto para desenvolver no próximo “artigo”.

«Wide diversification is only required when investors do not understand what they are doing» – Warren Buffett.

«If you are a know-something investor, able to understand business economics and to find five to ten sensibly priced companies that possess important long-term competitive advantages, conventional portfolio diversification (broadly based active portfolios) makes no sense for you» – Warren Buffett

A teoria demonstra que a diversificação entre ADI, que não são perfeitamente correlacionados, aumenta os retornos para um determinado nível de risco, ou reduz o risco para um determinado nível de retorno. Ex: Dois mercados (de acções) A e B que retornam no longo prazo 10% cada um. Se não forem perfeitamente correlacionados uma carteira

composta por 50% do mercado A e 50% do mercado B vai proporcionar uma rentabilidade de 10% com um risco menor do que uma outra carteira composta apenas pelo Mercado A ou pelo Mercado B (Não vou entrar nos detalhes da teoria, a mesma é provada matematicamente). Isto é facilmente confirmado pelos dados históricos dos últimos 100 anos.

É o mesmo princípio que os Casinos usam com as mesas da Roleta. Uma dezena de mesas onde se aposta no máximo € 1.000,00 é menos arriscado que uma única mesa a arriscar € 10.000 em cada jogada.

Esta regra funciona porque em alguns anos um ADI valoriza e o outro desvaloriza. Esta lógica também providencia como que um seguro para eventos adversos como o 9/11 ou a crise imobiliária e/ou de crédito de 2007/2008. Até em termos de senso comum, é bastante óbvio que o investimento num portefólio composto por 15-20 acções é muito menos plausível de sofrer um descalabro do que se todo o investimento for feito num único título.

Inerente à diversificação existem outras particularidades também elas desejáveis. Ex.: Um portefólio de ADI de baixo risco complementado com uma pequena percentagem de um ADI de alto risco, mas que não seja 100% correlacionado, não só produz maior retorno que o ADI de baixo risco, como acaba por reduzir o risco total do portefólio para um nível mais baixo que o risco inerente ao ADI de baixo risco.

É verdade, façam um pequeno teste se não acreditam, historicamente um portefólio composto (100%) por um fundo de obrigações apresenta um RETORNO INFERIOR e um RISCO SUPERIOR a uma carteira mista de 90% fundo de obrigações e 10% fundo de acções.

O investidor conservador, ou muito conservador, cuja maior preocupação é minimizar o risco, deve ter no seu portefólio, de longo prazo, uma parte destinada a acções (Fundos, ETF, ...).

Isto pode parecer contra intuitivo mas a teoria e os dados de décadas suportam o que se acabou de relatar. A razão é simples: As acções não são 100% correlacionadas com as obrigações – regra geral, mais uma vez volto a reforçar que o “Enriquecer Devagar” se orienta por princípios gerais, acções dão-se bem em ambientes económicos de alto crescimento e baixa inflação, Obrigações resultam bem em cenários de deflação ou recessão e as matérias primas tendem a produzir os melhores retornos em épocas de inflação. Assim, ano com desempenhos fracos, ou medíocres, por parte de qualquer um destes ADI será compensado pelo desempenho razoável, ou até bom, de outro ADI.

Ter um risco menor e um retorno maior é um verdadeiro “almoço grátis”, mesmo que digam que ele não existe; é grátis graças à diversificação.

«Diversification is famously called the only free lunch in finance. Some people ... don't fully believe in that. I do. And when you see a free lunch, the rational thing to do is eat it» – Cliff Asness

Outra particularidade da diversificação: quantos mais ADI se adicionarem mais forte é o seu efeito. Uma carteira de Acções e Obrigações terá mais risco que um portefólio de Acções, Obrigações e Imobiliário para a mesma rentabilidade a longo prazo. Isto significa que, como investidores, devemos procurar o maior número possível de ADI não correlacionados, (que fique claro que o que se pretende é agrupar vários ADI com retornos positivos – embora a questão do retorno positivo não seja pacífica), desde que eles se enquadrem na perspectiva de investimento infrequente numa visão de longo prazo.

Chegados a este ponto devemos procurar decidir, obviamente com algum grau de erro, quais são os ADI adequados para implementar esta estratégia.

Classes de activos indicadas para investimento infrequente a longo prazo

Vamos tecer algumas considerações sobre diversos activos, mais uma vez de uma forma genérica e nada aprofundada, que julgamos serem os mais adequados para a filosofia de investimento que defendemos ser mais apropriada ao investidor mediano.

«You're neither right nor wrong because other people agree with you. You're right because your facts are right and your reasoning is right – and that's the only thing that makes you right. And if your facts and reasoning are right, you don't have to worry about anybody else»  
– Warren Buffett.

#### 1) Acções Domésticas (Velha Europa [VE]):

(Como é um mercado relativamente conhecido de todos nós optamos por fazer uma análise global, não destacando nenhum país).

Parece algo bastante óbvio. São líquidas, transaccionadas em bolsas eficientes mas com um historial de retorno a longo prazo, se bem que à custa de algum risco, não tão elevado como se desejaria. Se fizemos um Index representativo da VE (com 8 países da zona Euro, 3 países fora da zona euro e 2 países fora da União Europeia) verificamos que nos últimos 110 anos a VE apresentou retornos nominais médios de 7,9% (risco associado – medido pelo Desvio Padrão – de 21,5%) contra os 8,6% (risco associado 17,7%) de retornos médios do Index Mundial (IM).

Esta menor rentabilidade, e maior risco, da VE pode ter, por exemplo, várias explicações:

A destruição causada pelas duas “Guerras Mundiais” cujo epicentro foi a VE;

O facto dos países do Novo Mundo serem ricos em recursos naturais e de apresentarem um maior número de empreendedores – o que injecta vitalidade na economia.

#### 2) Acções EUA e Canadá:

Mais uma vez algo muito evidente. Os EUA são a maior economia do Mundo, a sua moeda serve de reserva mundial, o seu mercado accionista representa 41% do mercado accionista mundial, em termos de comparação o mercado de acções dos EUA é cerca de 5 vezes maior do que o do seu rival mais próximo – o Japão. Como não podia deixar de ser, as Acções são líquidas, transaccionadas em bolsas eficientes com um historial de retorno a longo prazo elevado, evidentemente também nestes activos existe alguma dose de risco.

Nos últimos 110 anos, os EUA apresentaram retornos nominais médios de 9,4% (risco associado 20,3%).

Existe o perigo de confiar em demasia no excelente desempenho do mercado EUA, pois se a NYSE documenta as suas origens até 1792, já nessa altura o mercado holandês e o do Reino Unido tinham, aproximadamente, respectivamente 200 e 100 anos. Ou seja em pouco mais de 200 anos os EUA passaram de 0% a 41% do mercado mundial de acções. Extrapolar retornos futuros de um mercado, até agora, tão bem sucedido (existe uma clara tendência de sucesso) pode levar a que se ajuíze mal os retornos dos mercados, em qualquer outra parte do mundo, ou até mesmo nos EUA.

(Canadá será alvo de uma pequena análise num outro ADI).

#### 3) Acções Mercados Desenvolvidos Pacífico

(Como é uma região da qual pouco se fala nos fóruns, embora não seja indispensável para o investidor infrequente, deixo uma breve descrição de alguns dos mercados e dos seus excelentes retornos, que com distinção mostram que os Mercados Desenvolvidos não existem só na Europa e na América do Norte).

##### a) Austrália

Austrália é um País cheio de sorte, vastas riquezas naturais, prosperidade, bom tempo e afastado dos problemas do resto do mundo. Ou então são os australianos que fazem pela sorte. Em 2011, a Heritage Foundation colocou o país no 3.º lugar no «Index of Economic

Freedom», só superado pelas Cidades-Estado de Hong-Kong e Singapura (a título de curiosidade Portugal está colocado em 69.º entre 183 países que constituem o Índice). Seja por sorte ou por práticas económicas salutaras, a Austrália foi nos últimos 111 anos o mercado de acções com os melhores retornos nominais médios, uns excelentes, 11,6% (risco associado 18,2%).

#### b) Nova Zelândia (NZ)

De acordo com a «Transparency International», em 2010 a NZ foi considerado o país menos corrupto no mundo, além de ser também o mais pacífico, e o «The Wall Street Journal» nomeia o país como sendo o mais apelativo em termos de liberdade negocial; por tudo isto, e com um forte incremento do turismo nos últimos 10 anos, a NZ tem um histórico de retornos a longo prazo de fazer corar a maior parte das economias desenvolvidas, pois ostenta retornos nominais médios de 9,8% (risco associado 19,7%).

(A prosperidade destes dois vizinhos, apesar de todos os factos que viemos a enumerar, não deve ser desligada das fortes permutas comerciais com uma zona repleta de economias emergentes).

#### c) Japão

O Japão tem uma grande tradição de mercados de capitais, já por volta de 1730 transaccionava futuros sobre o arroz em Osaka. No pós-II guerra mundial, as acções japonesas perderam 96% do seu real valor, mas com o início do milagre económico as acções, numa década (49 a 59), valorizaram 1.565% e apesar de alguns percalços continuaram a subir de forma consistente durante mais 30 anos. O que também subiu (em modo bolha) foi o imobiliário, de tal modo que no início dos anos 90 os terrenos do Palácio Imperial em Tóquio valiam mais que todo o estado da Califórnia.

Com o estouro da bolha de 1990 a 2009, o Japão foi o mercado accionista com resultados mais fracos, estando em 2011 com valorizações que reflectem apenas um terço do que o mesmo mercado valia no início dos anos 90.

Apesar de tudo, o Japão continua um potentado económico, com o segundo maior mercado de acções e de obrigações do mundo, que não se sabe quando arrancará para um novo ciclo de subidas.

Em 111 anos documentados, os seus retornos nominais médios são de 11,1% (risco associado 29,8%).

#### 4) Acções Mercados Emergentes

Economias emergentes, sucintamente, são aquelas que estão a alcançar um rápido crescimento social e económico. Em 40 anos documentados, os seus retornos nominais médios são de 20,92% (risco associado correspondente de 31,88%). De realçar que mesmo com a derrocada das dot.com, 9/11, crise imobiliária e financeira, os últimos 10 anos dos mercados emergentes (ME) renderam uns simpáticos 17,12% (risco associado de 24,27%). Claramente os ME são mais arriscados, mas também apresentam, como se verifica, melhores retornos (como que para compensar) além disso são menos correlacionados com os restantes mercados accionistas, já aqui referidos, o que é outro bónus.

Uma vez que os ME apresentam fundamentais relativamente saudáveis, crescimento da produtividade, pirâmide demográfica favorável, perspectiva-se um forte crescimento económico, a que não será alheio as baixas taxas de retorno expectáveis nos mercados desenvolvidos que encorajarão fluxos de capital para os ME. De acordo com as mais diversas classificações, existem cerca de 50 países que se podem incluir neste pacote, nós vamos ser mais comedidos, por simplificação, e olhar apenas para 4 gigantes os famosos BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China).

«We believe BRIC equity markets are in a secular bull phase» – Mark Mobius.

OS BRIC são grandes países, tanto em termos de território como de população, que apresentam actualmente um baixo «PIB per capita», e que os estudos apontam para que, em 2050, venham a ser as 4 maiores economias do Mundo, desde que não abandonem o espírito capitalista e continuem na senda da Democracia (objectivos por concretizar: na Rússia – que ainda não é um Estado de Direito – e em especial na China).

Nos últimos 10 anos, os BRIC apresentaram um retorno médio nominal de 28,6%, apesar de um fraco desempenho em 2010 motivado essencialmente pela subida da inflação na China, o que é bastante superior ao retorno nominal de 22,6% dos EM, onde estão incluídos, no mesmo período. No longo prazo, e é esse o nosso horizonte temporal, o mercado accionista deve reflectir o forte crescimento económico nos BRIC: esperam-se crescimentos na ordem dos 5% para o Brasil e Rússia e 8% para Índia e China. Tendo em consideração que para os ME (excluindo BRIC) se perspectivam taxas de crescimento de 4%, a comparação resulta bastante favorável para os gigantes.

Cada um dos BRIC tem vias específicas no modo de fomentar o seu crescimento e é percepção dominante que vão conseguir guindar-se ao topo dos três sectores da economia:

Brasil: Produção de produtos agrícolas;

Rússia: Fornecimento de Petróleo, Gás Natural, Metais e Madeira;

Índia: Prestação de Serviços;

China: Produção e comercialização de produtos manufacturados.

Para terminar o ADI Acções e para, do ponto de vista geográfico, chegarmos a 5 continentes, uma breve descrição de um outro emergente: África do Sul (AS).

Actualmente, a AS é a maior economia africana, com uma sofisticada estrutura financeira, longe dos tempos em que a exploração do Ouro era a sua imagem de marca; porém, os recursos naturais continuam a fazer sentir o seu peso, através das empresas que os exploram, ao representarem mais de 25% da capitalização da Johannesburg Stock Exchange (JSE). A AS tem cerca de 90% da platina do mundo, 80% do manganês, 75% do crómio e 41% do ouro, bem como significativos depósitos de diamantes, vanádio e carvão.

A JSE abriu em 1887 e ao longo dos anos, desde 1900, a AS tem gerado uma das melhores rentabilidades do mundo com retornos nominais médios de 12,6% (risco associado 22,6%).

Quanto a acções por áreas geográficas, estamos conversados e bem diversificados.

Mas, para providenciar mais alguma Diversificação, de forma simplista podemos ainda dividir este ADI (Acções VE, EUA, Pacífico e BRIC/SA) em 4 subclasses (podemos voltar, ou não, a esta particularidade): Grande Capitalização (GC), Pequena Capitalização (PC), Valor e Crescimento.

As acções de PC tendem a proporcionar rentabilidades superiores às acções de GC, porém, apresentam um risco mais elevado e comparativamente apresentam resultados inferiores nos mercados em tendência negativa. Em média, as acções Valor batem as acções Crescimento. Logo, em face deste breve resumo, é compreensível que a escolha mais acertada seja o segmento Pequena Capitalização Valor (PCV).

Os chamados “bilhetes de lotaria” segmento Pequena Capitalização Crescimento (PCC) é aquele que apresenta o menor retorno médio.

Como se depreende daquilo que vimos a defender, a dispersão de parte do capital por Acções de distintos mercados desenvolvidos e mercados emergentes, embora com retornos algo diferentes (Domésticos e Não Domésticos), e ainda realizando uma alocação por grau de capitalização, não sendo cada um dos mercados totalmente correlacionado com os restantes (apesar da velocidade crescente de circulação de informação dos últimos anos), permite que se reduza a volatilidade total da Carteira não sacrificando os retornos.



«As a matter of fact, what investment can we find which offers real fixity or certainty income? As every reader of this book will clearly see, the man or woman who invests in bonds is speculating in the general level of prices, or the purchasing power of money» – Irving Fisher

## 5) Obrigações

### a) Obrigações Mercados Desenvolvidos (OMD)

#### Obrigações do Tesouro (OT)

Produto com baixo risco, a que corresponde um baixo retorno, geralmente apresenta bons resultados em situações de deflação, pânico no mercado e recessões, onde usualmente as acções são massacradas. Fora de épocas mais conturbadas produzem um retorno previsível e adicionam estabilidade à Carteira. Ainda há poucas semanas, a TIME (9-Maio-2011) trazia um artigo onde se defendia que «U.S. government securities are revered in the financial world as the risk-free asset. They are the modern equivalent of gold; they are the safe haven in times of trouble. Indeed, when Lehman imploded, capital flooded out of private-debt markets and into Treasuries; similarly, after the 9/11 attacks, Treasuries rallied briskly».

Lá, como aqui, são um instrumento importante para lidar com situações de crise, o problema nos países periféricos, com o subsequente contágio de economias mais estáveis, é que era algo que dispensávamos.

### b) Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)

TIPS, tal como as OT, são parte, por muito pequena que seja, essencial de qualquer portefólio, as TIPS contêm as mesmas características das OT com o bónus de serem indexadas à inflação.

### c) Obrigações Mercados Emergentes (OME)

À semelhança das acções, também nas Obrigações os ME, com a melhoria da qualidade dos créditos das empresas e dos países, apoiados num crescimento e fortalecimento económico, têm vindo a despertar a atenção dos investidores para os retornos apresentados nesta classe. Assim, amedrontados pelas fraquezas evidenciadas nas economias de vários países desenvolvidos, os investidores procuram, nas OME, um retorno mais elevado complementado por uma maior diversificação geográfica que se reflecte, ainda que cada vez menos, numa menor correlação entre os ADI e consequente redução do risco.

Embora no longo prazo o investimento em OT (OMD, OEUA, OME), tenha gerado um retorno médio inferior às acções, isso é algo que não deve ser considerado surpreendente em face do seu mais baixo risco (Desde o início do Século XXI as Obrigações, em termos de rentabilidade média, só foram superadas pelas Acções em 4 países e 3 deles são ricos em matérias primas). As OT têm características únicas e desempenham um importante papel na alocação de activos. Tendem a proporcionar um refúgio para os investidores em tempos de crise, cobertura contra a deflação e oportunidades para diversificação de uma Carteira.

O mesmo não se poderá dizer das Obrigações “Corporate”, que apesar de serem mais arriscadas não apresentam um diferencial de rentabilidade que justifique o risco assumido. Mais importante ainda é o facto de, em épocas de crise, se tornarem mais ilíquidas e muito correlacionadas com as acções, o que não oferece protecção em cenários de queda no mercado accionista.

Quanto às Obrigações “Junk” o raciocínio é o mesmo que para as Obrigações “Corporate” acrescentando que as características negativas em épocas de crise, na nossa opinião, se tornam ainda mais visíveis.

Pelo exposto se antevê que, também neste caso, se deve, sendo possível, efectuar uma diversificação por zona geográfica (Europa, EUA, ME) e maturidades (Curto, Médio e Longo

Prazo, apesar de não serem perfeitamente correlacionadas, numa análise que considera 85 anos de dados – 1926 a 2010 –, o investimento em Obrigações de Médio ou Longo prazo resulta em retornos muito próximos), colocando em prática um dos nossos sacrossantos princípios: “redução do risco sem alteração significativa dos retornos”.

P.S. Historicamente os drawdowns (DD) das Obrigações tem sido mais profundos e/ou mais duradouros do que os DD das Acções.

#### 6) Imobiliário (REIT)

Hoje é possível, através dos ETF ou MF, investir em Real Estate Investment Trusts (REIT) que seguem de forma ampla o retorno do mercado imobiliário nos EUA, Europa e Ásia (com alguma exposição a ME).

Este é um dos ADI que manifesta uma correlação imperfeita com as acções e uma correlação neutra, e por vezes negativa, com as Obrigações. Porém com as acções essa correlação já foi mais imperfeita, por exemplo: A correlação nos EUA historicamente ziguezagueava pela zona dos 0,4, e nos últimos 5 anos flutuou acima dos 0,8 (as expectativas apontam para valores próximos de 0,75), felizmente no resto mundo prevê-se que a correlação seja menos vincada (0,3 a 0,35).

O imobilizado proporciona um retorno que deriva de duas componentes: O produto da renda dos espaços e a que resulta da apreciação do capital – em função da escassez de terrenos e da taxa de inflação –, portanto este é um ADI que (embora sendo imperfeito o desenvolvimento no seu preço depende mais de factores comportamentais – Indicadores de Consumo – do que da taxa de inflação), no longo prazo, providencia cobertura contra a inflação.

O retorno deste ADI ombreia com o das acções no longo prazo (no curto prazo os retornos expectáveis do Imobiliário são superiores a grande parte das subclasses do ADI acções – excluindo os ME) e supera o das Obrigações.

De 2000 a 2010, a rentabilidade dos REIT foi de 6,1% (comparado com os -4,5% do SP500 durante o mesmo período), mas, de 1972 a 2000 foi de 12,02 % com o risco associado de 17,23% (sem o esquecer o DD de 37,26% verificado em 2008).

É controverso, existem argumentos para os diversos gostos e nós não vamos entrar nessa discussão, mas dada a corrente convergência entre os REIT e as Acções parece ser um bocadinho mais interessante (e talvez também mais arriscado), tendo como foco a rentabilidade, e até a diversificação, se considerarmos variáveis demográficas, económicas, sociais, (...), investir em imobiliário físico orientado para um determinado subsector (por exemplo, nos EUA, dentro dos REIT, o subsector do arrendamento subiu cerca de 40% no último ano) do que em REIT (a dificuldade maior é a capacidade financeira para o fazer, assumindo que se consegue ter acesso a dados de qualidade).

#### 7) Matérias Primas (Commodities)

Já se disse, num outro texto, que as Commodities (medidas por um Índice) não têm nenhum retorno intrínseco, o ganho neste tipo de aplicações será sempre de origem especulativa pois resultará da exploração da flutuação de preços. Mas, pela amostra dos últimos 50 anos, esses ganhos têm sido interessantes: cerca de 9,8% (risco associado de 20,6%).

Mesmo retirando as valorizações obtidas na última bolha, e naquela que existiu no início dos anos 70, os retornos ficam acima dos 7%. Claro que para nós o ideal seria os retornos de 2 dígitos, que se verificaram nos últimos 8 anos, embora o DD de 2008 superior a 43%, seja difícil de suportar.

Nem tudo é mau. As Commodities têm uma característica muito preciosa, uma fraca correlação com o mercado de acções, existindo períodos em que esta é até negativa, o que as torna excelentes como instrumento de diversificação e consequente redução do risco do portefólio.

Nos últimos 50 anos a correlação média foi de 0,13, porém na última década a interdependência veio a aumentar paulatinamente fixando-se nos 0,37.

Porque é que isto aconteceu?

Com a explosão de fundos índice e ETF entraram neste mercado (à procura de bons retornos, diversificação e cobertura contra a inflação, num mercado em que os preços eram estabelecidos entre “Casa de Trading” e consumidores finais, com uma pequeníssima intervenção de HF especializados – CTA), o mesmo tipo de investidores que já utilizava o mercado accionista, tornando as Commodities muito mais integradas com os mercados de acções e inclusive mais correlacionadas entre elas próprias. Ou seja as Commodities foram vítimas do próprio sucesso.

Convém ainda ressaltar que a correlação entre inflação e Commodities é maior que a existente entre inflação e acções o que as torna um melhor veículo de cobertura de risco contra a mesma. Porém, essa cobertura de risco é imperfeita, pois quem nelas investe só é remunerado pela ocorrência de inflação imprevisível. A inflação expectável já está reflectida nos preços deste ADI.

## 8) Ouro

«He who has the gold, makes the rules.»

Em 1968, o Ouro representava cerca de 5% dos activos financeiros à escala Global, em 1980 esse valor já tinha caído para 3% e foi encolhendo gradualmente até 2000 (a esta diminuição não é alheia a desvalorização do Ouro, entre 1980 e 1990 o ouro perdeu por ano cerca de 4%), onde se fixou abaixo de 0,25%, vindo deste então a aumentar, não ultrapassando mesmo assim os 0,8%.

Investidores experientes (arrisco a dizer conhecedores) sabem que Ouro, e investimentos com ele relacionados, são escolhas sólidas em momentos de instabilidade geopolítica e económica (recessões, depressões), daí que seja algo surpreendente o ténue peso do ouro comparado com o dos restantes activos financeiros globais.

Para nós, mais que um porto de abrigo, o Ouro representa uma excelente oportunidade de diversificação. A falta de correlação entre este ADI e os restantes tem sido estudada ao longo dos anos e a conclusão fundamental, ou falta dela, é que a rentabilidade do Ouro, por oposição aos outros activos, não se encontra relacionada com qualquer fase do ciclo económico.

Por exemplo: Um portefólio composto por 85% de S&P500 e 15% acções ligadas ao Ouro tem essencialmente a mesma volatilidade que o S&P500, mas retornos mais elevados. De 1972 até 2010, com “rebalanço” anual, os retornos foram de 9,81% versus 10,61%.

Parece uma diferença irrisória mas, mantendo tudo igual, uma carteira de € 10.000,00 (Mix 85-15) ao fim de 25 anos valia mais 22% que a Carteira sem Mix, com adição de risco igual a zero ou próxima de zero.

Nos últimos 40 anos, o retorno isolado deste ADI foi de cerca de 9,6% com um risco associado de 27,7%, com o pior ano em 1981 com o DD de 32,8%.

No entanto, nem tudo o que brilha é perfeito. Um factor negativo do Ouro é a sua volatilidade, sobretudo a negativa, é capaz de cair 44% no período de 2 meses, e até 65% no espaço de 30 meses. Nos últimos 30 anos perdeu, por várias vezes 15 a 44% num abrir e fechar de olhos.

Pode-se obter exposição ao Ouro através de veículos de investimentos que tenham como subjacente: Ouro físico (os HF preferem esta forma), empresas mineiras de várias capitalizações ou em empresas mineiras (pequenas e médias) com mais de 50% das receitas com origem no Ouro e/ou Prata e detenham propriedades com características para gerar outro tanto, logo que ultrapassem a fase de desenvolvimento.

## 9) Canadá

O segundo maior país do mundo, pela dimensão das suas fronteiras, foi abençoado com uma abundância de recursos naturais, possui as segundas maiores reservas de petróleo (areias betuminosas), e não se fica por aí, as suas minas são líderes na produção de zinco, níquel, ouro, diamantes, urânio, alumínio e chumbo. É também um dos maiores produtores de “Soft Commodities” (Trigo, Milho, Centeio, Aveia, Cevada, Colza, Linhaça, ...) bem como Madeira, Celulose e Papel. A Toronto Stock Exchange existe desde 1861, é uma das maiores do mundo, e o peso das acções ligadas ao Petróleo, Gás e Mineração representa cerca de 38% do índice. Ao nível de retornos a rentabilidade é muito semelhante, para melhor, à do seu vizinho do Sul: 9,1% (risco associado de 17,2%).

A referência particular ao Canadá acontece porque, em nossa opinião, provavelmente enviesada, a utilização de instrumentos financeiros que sobre ele incidam é uma excelente forma de se conseguir obter exposição ao mercado das Commodities (Agrícolas, Metais e Energia).

## 10) ADI não recomendados

### a) Fundos de Investimento de gestão activa (FIGA)

As razões são mais do que conhecidas, já foram apresentadas no fórum inúmeras vezes, os estudos demonstram que os custos de gestão elevados, a elevada rotação do Portefólio (que implica mais custos, menor rentabilidade e maior carga de impostos), a maior volatilidade fazem que com apresentem, na generalidade, piores resultados que os índices que lhes servem de “benchmark”.

A excepção a esta lógica é conseguir acertar logo de início num “Fairholme”, LSV Value Equity Fund ou DFA US Small Cap Value Portfolio. Coisa que é pouco provável.

Se o investidor, a princípio, não conseguir juntar o capital obrigatório para criar um portefólio minimalista (Mínimo dos mínimos duas classes de activos não correlacionadas – o clássico é juntar Acções + Obrigações – mas as possibilidades são várias) que utilize como veículo de investimento ETF (paga uma comissão, mutável conforme o intermediário, para os adquirir) pode e deve utilizar os FIGA que não sendo, na nossa opinião, tão bons como os ETF também não são péssimos.

### b) Investimentos não cotados

Hedge Funds (HF), Private Equity (PE), Timberland, Farmland, (...) Não nos parece que o investidor mediano tenha os recursos para escutinar os fundos/empresas do ramo e a sua subsequente performance. HF e PE são ilíquidos e cobram altas comissões.

Quem pretenda exposição a Timberland e Farmland tem o Canadá como alternativa.

«It’s well-known that the markets don’t reward what’s comfortable, what’s popular, what’s trendy. Those are the assets that have enjoyed past rewards» – Rob Arnott

Ao longo destas semanas já se indicou, em nossa opinião, quais os activos mais adequados para implementar uma Carteira de Longo Prazo. Identificou-se também, com base em dados históricos medidos em décadas, quais os Retornos e Riscos de cada um dos ADI. Feita essa exposição, encaramos a seguinte questão: Quanto “alocar” a cada um dos tipos de ADI?

«Those who have knowledge, don’t predict. Those who predict, don’t have knowledge» – Lao Tzu

Devemos colocar a maior parte do nosso capital nos ADI que, historicamente, apresentem os retornos mais elevados, pois neste negócio previsões de retornos futuro são uma incógnita. Convém nunca menosprezar o poder corrosivo da inflação ao longo dos anos, ao mesmo tempo que se diversifica o restante capital nos ADI com um retorno e risco mais modesto, mas mais estável.

«Instead of concentrating on the central issue of creating sensible long-term asset-allocation targets, investors too frequently focus on the unproductive diversions of security selection and market timing» – David Swenson

O quanto vamos alocar a cada ADI vai estar dependente, já o repetimos várias vezes, da relação Risco/Rentabilidade aferido pelo nível de correlação. Porém, em última análise, o determinante principal nas porções de ADI a alocar é o nosso perfil de risco.

O mais simples, e provavelmente o mais correcto, é perguntar a nós próprios o seguinte: Num longo e feroz “Bear Market” qual é o máximo que estamos dispostos a sofrer como DD?

Não esquecer que uma carteira diversificada por ADI com correlações o mais imperfeitas possível vai, no longo prazo – nunca subestimar a importância dos reforços periódicos –, recuperar, com uma probabilidade muito elevada, de qualquer DD que sofra.

Se bem que os DD sejam essencialmente um fenómeno psicológico, mais do que uma séria ameaça à saúde de uma carteira bem construída com objectivos de longo prazo. Talvez demore alguns anos, talvez não seja tão depressa como gostaríamos, mas, no longo prazo, a perda efectiva de capital é muito rara a não ser que aconteça algum holocausto nuclear ou revolução comunista à escala global.

Se se investir regularmente ao longo de meses, anos e décadas, pode-se realmente beneficiar de um mercado instável, através da aplicação prática de uma comprovada técnica de investimento: O “dollar cost averaging (DCA)” ou “Euro cost averaging”.

Como é que se executa: Investe-se um valor fixo a cada mês, trimestre, quadrimestre (...) independentemente de como o mercado se está a comportar. Ao longo dos anos, vão-se comprando mais títulos de cada ADI quando os preços estão baixos e menos quando os preços estão altos. Como resultado, o preço médio por “acção” dos ADI, geralmente, é menor do que se investirmos todo o capital ao mesmo tempo, especialmente se o fizermos, como é habitual, no topo do “Bull Market”.

Mais importante o DCA: Evita a tentação de se tentar fazer “market timing”, que como sabemos é prejudicial à saúde da nossa carteira.

Numa resposta a um forense aflorou-se o DCA na citação da previsão feita pelo John J. Raskob, o homem foi ridicularizado, mas o que é verdade é que a aplicação prática do seu “conselho”(DCA) dá resultados também quando é aplicado noutros países, em outras décadas, em momentos igualmente tenebrosos.

Nos doze anos de 1948 a 1969, o mercado accionista alemão subir 30% ao ano, em termos reais. De facto desde 1939, quando a Alemanha invadiu a Polónia, até 1960, o retorno das acções alemãs igualou o das “americanas” e excedeu a rentabilidade que ocorre no mesmo espaço de tempo no Reino Unido. Apesar de toda a devastação que a guerra provocou na Alemanha, o investidor de longo prazo conseguiu obter resultados semelhantes investindo no derrotado (mercado accionista alemão) ou nos vencedores (mercado accionista “americano” ou “inglês”). Os dados atestam, sem margem para dúvidas, a resiliência das acções em face de uma visível mudança (destruição) política, social e económica.

Foi dado um exemplo nos EUA e outro na Europa, fica mais um, este do outro lado do mundo e já parcialmente relatado quando destacámos o Japão (Acções Mercados Desenvolvidos pacífico).

Apesar do longo “Bear Market” em que o Japão adormeceu, desde o seu pico em Dezembro de 1989, e apesar de alguns bons ressaltos (por exemplo, Abril de 2003 a Maio de 2007), o pós-guerra trouxe uma subida notável ao mercado accionista Japonês. O Nikkei Dow Jones Stock Average foi pela primeira vez anunciado em 16 de Maio de 1949. No dia de abertura o valor do Nikkei era 176,12 (valor muito semelhante, na altura, ao do Dow Jones Industrials (DJI). Em Dezembro de 1989, o Nikkei chegou quase aos 40.000 pontos, mais de 15 vezes o

valor do DJI na mesma data. Entretanto deu-se o descalabro e a queda continuada, com os inevitáveis ressaltos, trouxe o Nikkei até próximo dos 10.000 pontos (Setembro de 2001) muito próximo do valor em que se encontrava o DJI. Em 1 de Fevereiro de 2002 o Nikkei fechou nos 9.791 pontos, abaixo do DJI pela primeira vez em 45 anos.

Alguns dos melhores períodos para se entrar no mercado de acções tem sido durante os períodos de sentimento particularmente sombrio e de turbulência nos mercados. Desde 1926, o melhor retorno de cinco anos no mercado de acções dos EUA começou em Maio de 1932, no meio da Grande Depressão, quando as acções subiram 367%.

O seguinte melhor período, de cinco anos (quando o mercado de acções subiu 267%), começou em Julho de 1982 a meio de uma das piores recessões no período pós-guerra, com níveis de desemprego e taxas de juros de dois dígitos.

Esperar até que o cenário económico inspire mais confiança, para fazer um investimento em acções, não tem sido historicamente um bom método de alcançar rentabilidades futuras elevadas.

Face aos acontecimentos referidos, a ilação histórica é fácil de retirar: Muitos dos melhores períodos para investir em acções foram os ambientes com perspectivas contraproducentes ao investimento.

«Buy when there's blood in the streets, even if the blood is your own» – citação atribuída ao Barão Rothschild (1871)

Se o investidor não consegue suportar um DD maior que 10% é lógico que não pode aplicar grande parte do capital nos ADI mais arriscados, por outro lado se o investidor for propenso ao risco, objectivo principal maior rentabilidade possível, deve alocar a esmagadora maioria do capital a acções (Mercados Emergentes, Microcapitalização, ...) e obviamente pouco ou nada em Obrigações.

A tolerância ao risco é algo a considerar com cuidado. Não depende só da personalidade de cada um mas também de outros factores.

#### Principais factores a considerar quando se determina a tolerância ao risco

1) Personalidade: Alguns podem dormir bem com a elevada volatilidade dos mercados, confiantes nos retornos de longo prazo. Outros odeiam a ideia de um DD, mesmo que seja temporário, de 10-12%. Faça uma retrospectiva do seu comportamento durante os últimos DD que sofreu com a queda dos mercados e, honestamente, avalie quanto risco consegue efectivamente aceitar, sem ser tentado a vender parte, ou a totalidade, da carteira na pior altura.

Vender e ficar 100% em dinheiro quando o mercado acabou, ou está a caminho, de bater no fundo, e em seguida, ficar paralisado meses, ou até anos, com medo de voltar a entrar nos mercados é um desastre para os retornos que pretendemos no longo prazo. Por isso, é indispensável não correr mais riscos do que aqueles que conseguimos suportar sem perder o sono, ou criar úlceras no estômago. Os investimentos têm por missão providenciar uma sensação de segurança financeira não sentimentos de pânico.

2) Idade: Sendo jovem pode-se ser muito agressivo e apostar em activos que historicamente asseguram rentabilidade mais altas. Se estamos para nos aposentar, daqui a meia dúzia de anos, devemos ser mais conservadores nas nossas opções de investimento.

Juventude significa que a grande maioria do nosso rendimento e, portanto, as imprescindíveis contribuições para investimentos, se encontram num futuro mais ou menos longínquo. Prejuízos não realizados de hoje são recuperáveis em anos vindouros, assim como também

temos a possibilidade de comprar ou reforçar ADI em mínimos (talvez até de gerações), que vão impulsionar os retornos de longo prazo.

Se se é um investidor de 25-30 anos, deve-se rezar para que aconteça, de imediato, um Bear market com um queda de 75% (no mínimo), pois nessa altura pode-se comprar um cabaz de acções, com PER (Price-to-Earnings Ratio ou Rácio Preço/Lucro) de um dígito, e antecipar a reforma.

3) Tamanho da carteira em relação ao rendimento: Se um investidor arrecadar € 50.000,00 por ano e tem uma carteira de € 500.000,00, então as perdas no portefólio são difíceis de recuperar. Neste caso há que optar por uma carteira com risco menor.

Se o investidor, em sede de rendimentos sujeitos a englobamento em sede de IRS, usufruir de € 250.000,00 por ano e o seu portefólio apenas tenha o valor de € 50.000,00, então deve orientar a carteira para a obtenção de rendimentos elevados, já que os DD não são muito representativos face à sua capacidade de gerar dinheiro noutras actividades, que não o mercado de capitais.

4) Segurança no emprego: Se o investidor tem um emprego estável (funcionário público, quadro de uma empresa sólida), então pode correr mais riscos, já que tem praticamente garantido os rendimentos futuros, a não ser que lhe aconteça algum acidente grave, doença mental ou morte (situações infelizes das quais se pode precaver uma vez que são riscos seguráveis).

Se o investidor é um profissional liberal, promotor imobiliário, ou pequeno empresário, então, e em especial na conjuntura actual, já tem uma profissão muito arriscada. A última coisa que precisa é da perspectiva de perder 30% dos seus investimentos durante uma recessão que pode, eventualmente, levá-lo à ruína.

Se o investidor for aposentado / desempregado a sua apetência pelo risco deve ser ainda mais controlada.

Todos os estrategas sabem que um plano bem delineado é condição necessária para o sucesso. No entanto, o melhor plano do mundo significa zero a menos que o investidor tenha a DISCIPLINA necessária para ignorar o tropel do mercado e as emoções geradas por esse ruído.

«The more often an investor counts his money – or looks at the value of his mutual funds in the newspaper – the lower his risk tolerance» – Richard Thaler

Resumindo: um investidor de alta tolerância ao risco é alguém com menos de 30 anos, num emprego estável, com altos rendimentos e uma pequena carteira, e que não se importa com as grandes oscilações do mercado.

«If you have trouble imaging a 20% loss in the stock market, you shouldn't be in stocks» – Jack Bogle

Um investidor conservador é alguém com mais de 50 anos, num trabalho arriscado (pequeno promotor imobiliário), com uma carteira grande em face dos seus outros rendimentos, e com fraca apetência pelo risco.

A esmagadora maioria dos investidores vai situar-se entre os dois espectros de risco referidos acima. Prestar atenção aos dramas diários do mercado pode fazer com que as nossas emoções tomem o comando da situação, o que geralmente não resulta em nada de bom. Há um velho ditado desportivo que é particularmente relevante para aquilo que pretendemos ilustrar:

«As melhores jogadas são muitas vezes aquelas que não se fazem.»

Como cada preferência de risco requer uma composição de portefólio diferente, como isto não é serviço público, e porque essencialmente cada um sabe de si, deixamos como sugestão uma

carteira equilibrada, a partir da qual cada um pode fazer alterações, mais ou menos radicais, no sentido que mais lhe convém.

Quem reconheceu algum interesse a este tema já deve ter encontrado na Net diversos portfólios modelo que usam as mesmas directrizes que temos vindo a expor ao longo destes meses.

Exemplos:

1) John Bogle Tax-Sheltered Portfolio:

Vanguard Total Stock Market Index VTSMX 40%

Vanguard Inter-Term U.S. Treas VFITX 30%

Vanguard Total Intl Stock Index VGTSX 10%

Vanguard Inflation-Protected Secs VIPSX 10%

PIMCO Foreign Bond PFUIX 10%

MDD: -15.23% em 2008

CAGR = 9.32%

2) Bill Schultheis' Coffeehouse Portfolio

Vanguard Total Bond Market Index VBMFX 40%

Vanguard 500 Index VFINX 10%

Vanguard Value Index VIVAX 10%

Vanguard Total Intl Stock Index VGTSX 10%

Vanguard REIT Index VGSIX 10%

Vanguard Small Cap Value Index VISVX 10%

Vanguard Small Cap Index NAESX 10%

MDD: -20.42% em 2008

CAGR = 10.39%

3) Harry Browne's Permanent Portfolio

Vanguard Total Stock Market ETF VTSMX 25.00%

Vanguard Long Bond VUSTX 25.00%

Vanguard Short-Term Treasury VFISX 25.00%

STREETTRACKS GOLD TR GLD 25.00%

MDD: -4,28% em 1981

CAGR = 9.71%

4) Swensen's Lazy Portfolio

Vanguard Total Stock Mkt Idx VTSMX 30%

Vanguard REIT Index VGSIX 20%

Vanguard Developed Markets Index VDMIX 15%

Vanguard Emerging Mkts Stock Idx VEIEX 5%

Vanguard Inflation-Protected Secs VIPSX 15%

Vanguard Short-Term Treasury VFISX 15%

MDD: -27.06% em 2008



CAGR = 10.18%

Sendo este tipo de estratégia direccionado para os investidores menos sofisticados, e que resulta melhor quanto maior for o período de tempo em que ela é executada, deixamos finalmente uma alternativa para os investidores mais jovens, ou para os filhos dos investidores mais velhos.

Respeitando os conceitos de prudência, e porque não se pretendo um DD superior a 20%, existe uma regra empírica que diz:

«If you are seeking a simple rule of thumb for asset allocation, this one may be useful: the bond portion of your total investment portfolio should be roughly equal to your age» – John Bogle

É evidente que esta é apenas uma orientação, existem diversas correntes de pensamento para maior ou para menor alocação a Obrigações, mas neste caso em particular a sua simplicidade de implementação serve perfeitamente para os nossos propósitos.

A título de exemplo, deixamos a seguinte Carteira:

TLT – Barclays 20+ Year Treasury Bond Fund – 20%;

TIP – Barclays TIPS Bond Fund – 5%;

ITE – SPDR Barclays Capital Intermediate Term Treasury ETF – 5%;

GLD/SGOL – SPDR Gold Shares /Physical Swiss Gold Shares – 10%;

DBC – PowerShares DB Commodity Index Tracking Fund – 5%;

VNQ/VNGI – Vanguard REIT ETF/ Vanguard Global ex-U.S. Real Estate ETF – 7%;

VBR – Vanguard Small-Cap Value ETF – 15%;

VPL – Vanguard MSCI Pacific ETF – 10%;

VGK – Vanguard MSCI Europe ETF – 10%;

VWO – Vanguard MSCI Emerging Markets ETF – 13%;

Rentabilidade anual obtida nos últimos 40 anos: CAGR = 12.56% [MDD: -19.06% em 2008]

Quem tenha receio que a estratégia não vá resultar no futuro, por se falar tanto neste tipo de investimento, basta ver a quantidade de livros editados nos últimos anos cujo objectivo é sensibilizar o pequeno investidor para o investimento passivo a longo prazo, não deve preocupar-se em excesso.

A carteira modelo nos últimos 10 anos produziu os seguintes retornos:

2001 [-1,26%]

2002 [3,52%]

2003 [27,55%]

2004 [16,20%]

2005 [13,16%]

2006 [16,14%]

2007 [11,68%]

2008 [-19,06%]

2009 [24,33%]

2010 [12,51%]

Isto é apenas um modelo de portefólio, existem muitos outros com características comparáveis utilizando outros ETF.

Aliás essa é uma das vantagens dos ETF: Existirem vários a seguir o mesmo Índice, ou não seguindo o mesmo Índice são bastante correlacionados.

É voz corrente que “não existem almoços grátis” no mercado; bom, nós discordamos e até já apresentámos um exemplo de como se pode obter uma vantagem. E agora para “armar ao pingarelho” vamos apresentar outro.

### Rebalanceamento, periódico, da Carteira (RpC)

O Rebalanceamento é provavelmente a ferramenta menos compreendida quando se trata de portefólios, pelo menos para o investidor mediano. RpC significa examinar a carteira após movimentos, negativos ou positivos, significativos ou fazer observações da mesma a intervalos de tempo regulares (mensais, trimestrais, quadrimestrais, semestrais, anuais, bianuais ou outros que consideremos pertinentes) e reajustar as percentagens alocadas a cada um dos ADI que compõe a carteira para os níveis originais.

O principal objectivo de uma estratégia de RpC é minimizar o risco relativo a uma alocação de activos específica, ao invés de maximizar o retorno dessa alocação.

Diversos estudos demonstram que não existem diferenças significativas, nos níveis de rentabilidade, para ajustes efectuados nos diversos períodos de tempo compreendidos entre os seis meses e os dezoito meses.

No entanto, como ao longo do tempo as classes de activos geram rendimentos diferentes, o mix da carteira altera-se. Portanto, para recuperar as características da carteira original, em termos de risco e retorno, a carteira deve ser reequilibrada.

Em retrospectiva, a média anualizada do retorno de acções de 1926 a 2010 (representadas pelo S&P) foi de cerca de 9,9%, no entanto, o seu retorno anual durante esse período variou entre 54% e -43%, com um em cada 3,4 anos sendo negativos (mais exactamente 25 dos 85 anos analisados).

Compreensivelmente, durante a recente crise, o falho desempenho dos investimentos juntamente com a considerável incerteza sobre o futuro fez parecer contra-intuitivo, para a grande maioria dos investidores, RpC com a venda das classes de activos com os melhores desempenhos e consequentemente alocando mais capital para classes de activos de reduzida rentabilidade.

No entanto, factualmente, oportunidades significativas para o RpC no caso específico das acções têm ocorrido após eventos fortemente negativos.

Historicamente, expressivas oportunidades de RpC, definidas para o caso em análise por uma clássica carteira de 60% acções e 40% obrigações que se desviou da sua alocação original em pelo menos cinco pontos percentuais, mostram que os investidores que tinham um plano e mantiveram o seu objectivo de RpC, durante os “Bear Markets”, têm normalmente sido recompensado (a longo prazo como é da praxe).

Desde 1926, esta oportunidade de RpC ocorreu em apenas sete circunstâncias: 1930, 1931, 1937, 1974, 2000, 2002 e 2008. Em cada uma destas ocasiões as perspectivas para os mercados eram negativas ou muito negativas.

Aqueles que não efectuam o RpC, aumento da alocação a acções em períodos de “Bear Market” podem não só perder os subsequentes retornos das acções, como também não manter a exposição percentual adequada, de acordo com regras pré-estabelecidas, aos activos que compõe o seu portefólio.

Tipicamente, um investidor está mais preocupado com o risco de queda (o risco que a carteira diminua de valor) do que com o potencial de ganhar uma percentagem adicional de 0,50-0,75 pontos percentual por cada aumento de 10% na alocação de capital a acções.

Apesar da sua tendência de aversão às perdas, muitos estão igualmente relutantes em fazer um RpC durante os “Bull Market” das acções. Parecem ser vítimas do “é diferente desta vez”, e hesitam em vender as classes de activos que tiveram um desempenho excepcional, a fim de comprar activos que tiveram rentabilidades “médias” ou desempenho “esperado”.

No entanto, estes investidores correm o sério risco de, no topo do “Bull Market”, conservarem uma carteira que está excessivamente exposta a acções, exactamente no pior momento possível e, como tal, mais vulnerável às normais (e especialmente às anormais) correcções do mercado, colocando nos portefólios um risco de perdas superior àquele que havia sido estabelecido como sendo o adequado para o seu perfil de risco teórico.

Durante os anos 90, o rebalanceamento de um clássico portefólio de Acções/ Obrigações tinha gerado por ano +0,7% de retornos (Parece que não é nada não é? Mas capitalizado a 30 anos é muito capital) que uma carteira de igual alocação, que não fazia o RpC. Com o prémio de produzir um risco inferior durante o mesmo período de tempo.

RpC é o outro “almoço grátis” do investidor com uma carteira de longo prazo, conserva as alocações nos objectivos, suaviza os resultados e aumenta os retornos a longo prazo, reduzindo o risco a curto e a longo prazo.

Existem várias técnicas para o RpC, umas mais simples outras mais complexas, vamos apenas referir uma. Uma das simples.

Nesta o RpC é programado da seguinte forma: Rebalanceamento de periodicidade anual, mas apenas se a alocação modelo da carteira se afastou do limiar mínimo pré determinado de 5%. Se, a partir da data prevista para o RpC, o desvio da carteira por ADI é inferior ao limite pré-determinado, a carteira não vai ser ajustada. Da mesma forma, se a alocação inicial do portefólio vagueia acima do limite mínimo, em qualquer intervalo de tempo inferior a um ano, a carteira não será reequilibrada enquanto não decorrer um ano.

Porque é que se opta por esta opção de RpC e não por outra qualquer?

Depois de levar em consideração as expectativas razoáveis sobre os padrões de retorno, o retorno médio e o risco, os estudos concluem que para a maioria dos portefólios, amplamente diversificados, uma monitorização anual (ou até semestral), com reequilíbrio num patamar de 5%, produz uma proporção razoável entre o controle do risco e a minimização de custos.

A sabedoria convencional sugere que as preferências dos investidores podem ser menos precisas do que a teoria assume. As alocações dos investidores são tipicamente flexíveis a variações de 5% a 10%, o que indica que eles são na sua maioria indiferentes aos pequenos desvios, tanto ao nível do risco como a nível de retornos.

Uma forma de realizar o RpC:

Os dividendos, pagamentos de juros, mais-valias realizadas, ou novas contribuições podem ajudar os detentores de carteiras a controlar os riscos e ao mesmo tempo reduzir os custos inerentes. Os investidores podem ir juntando os diversos influxos numa única conta até atingir o montante adequado e, em seguida, redireccionar esse capital para a classe de activo cuja alocação está abaixo do normal.