

Abril de 2013

Entendendo o Prêmio de Risco em Ações

Resultado

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	% CDI	Ibovespa
2011	-	-	-	-	-	-	-	1,21%	1,16%	1,73%	1,77%	-0,87%	5,07%	120,36%	3,85%
2012	1,65%	1,39%	0,03%	1,28%	2,17%	1,48%	-0,93%	0,53%	0,26%	1,72%	0,66%	1,79%	12,69%	150,78%	7,40%
2013	0,65%	2,68%	-0,05%	2,26%									5,63%	253,13%	-8,27%

Dados atualizados até 30/04/2013.

	PL	PL médio / 12 Meses
Master	268.371.124,93	186.510.793,37
FIC	76.819.723,89	45.043.938,35

Dados atualizados até 30/04/2013.

	Fundo	% CDI	Ibovespa
Retorno acumulado desde o início*	25,07%	161,77%	2,30%
Retorno 12M	13,98%	188,75%	-9,56%

*Início em 15/08/2011, dados atualizados até 30/04/2013.

Atribuição de Performance*

2013

Setores	Impactos Ex-IBOV **
Consumo e Varejo	1,62%
Imobiliário e Shoppings	1,47%
Logística e Infra-estrutura	-0,29%
Materiais Básicos	-1,51%
Petróleo	1,01%
Serviços	0,64%
Setor Financeiro	3,01%
Utilidades Públicas	1,20%
Total Long & Short	7,15%
Direcional	-2,42%
Caixa e Despesas	0,90%
Total FIC	5,63%

Dados atualizados até 30/04/2013.

* Ver detalhamento dos setores no final da carta

** Além do CDI

Estratégia Direcional

Em Novembro de 2009, o Brasil foi capa de uma respeitada revista de jornalismo econômico como um grande caso de sucesso ("Brazil Takes Off"). Porém, desde então, quem investiu no Ibovespa perdeu pouco mais de 10% em termos nominais. Se alongarmos ainda mais o período, nos últimos cinco anos e meio a rentabilidade está muito próxima de zero. Atualmente, o sentimento em relação ao nosso país é o inverso e não faltam notícias sobre a "pior bolsa do mundo" (queda de 8,27% até abril). Neste contexto, julgamos importante mostrar por que acreditamos que os retornos de fato se realizarão no longo prazo.

O *Equity Risk Premium* (ERP) é a diferença entre a rentabilidade de um investimento em ações e a taxa livre de risco¹. Como mostraram Fama e French (2001), entre 1872 e 2000, o investidor que permaneceu investido no S&P, índice da bolsa americana, foi remunerado a uma taxa real de 8,81% ao ano contra 3,24% de remuneração real dos juros². A razão por trás deste diferencial de retorno é motivo de muitas discussões e permanece sem solução. Porém, vamos explorar alguns argumentos. Eles podem nos ajudar a entender, caso exista, o retorno em excesso esperado para o investimento em ações.

Quando investimos, estamos tomando uma decisão de (1) troca intertemporal: abdicamos do consumo hoje para fazer usufruto do dinheiro em algum momento no futuro, e (2) seguro: nossa poupança suavizará choques futuros protegendo nossa capacidade de consumo. Desta forma, o investidor deve tomar decisões de alocação da sua poupança nas alternativas disponíveis a fim de maximizar seu retorno ajustado pelo risco. Entre estas opções estão as ações. Qual deve ser a sua relevância no portfólio de um investidor?

Antes de responder esta pergunta, vamos discutir as razões pelas quais investidores deveriam exigir retornos maiores para ações do que aqueles oferecidos pelos títulos públicos. Alguns argumentos que encontramos são:

- Aversão ao Risco;
- Incertezas em relação ao fluxo de caixa;
- Caráter Pró-Cíclico das Ações;
- Frequência de Avaliação de Resultados.

Começamos olhando através do ponto de vista da firma. Num modelo simples, uma empresa tem três formas de levantar capital: dívida, ações e reinvestimento de lucros. Com este dinheiro, os executivos irão comprar ativos que geram um fluxo de receita incerto, sujeito ao risco do negócio que a empresa está envolvida. Para que dividendos sejam distribuídos, a receita deverá ser mais que o suficiente para cobrir toda a estrutura de custo da empresa: operacional, financeira (serviço da dívida) e fiscal. Portanto, os acionistas não são remunerados apenas por uma renda variável, mas também incerta, o que justificaria uma exigência maior de retorno.

Para a maioria das pessoas, o bem estar está diretamente ligado à sua capacidade de consumo. Assim, nos tempos de bonança, escolhemos poupar alguma parte da nossa renda para um consumo futuro (troca intertemporal). O problema é que o mercado de ações possui características pró-cíclicas. Assim, num momento de recessão econômica, onde a parcela da renda relacionada ao salário estará mais ameaçada, dado que a chance de perda do emprego será alta, o mercado estará desvalorizado e a renda do investimento em ações também será baixa. Esta correlação com a situação financeira faz com que, de maneira preventiva, tenhamos uma parcela de nossa poupança em títulos públicos. Ao mesmo tempo, acabamos exigindo um retorno adicional para investir em ações.

Apesar de intuitivo, apenas o risco adicional não conseguiria explicar todo este excesso de retorno. Mehra e Prescott (1985)³ mostraram que, para isso ser verdade, a magnitude de aversão ao risco do investidor deveria ser implausivelmente alta. Seria como, por exemplo, se uma pessoa fosse indiferente entre as seguintes situações: uma aposta onde ela tem 50% de chance de ganhar R\$100 mil e 50% de chance de ganhar R\$ 50 mil; e a certeza de ganhar R\$ 51,2 mil. O que não parece ser razoável.

Uma ideia por trás do conceito de aversão ao risco é a aversão do ser humano a perdas. A primeira vez que ela foi evidenciada no meio acadêmico foi em 1966 e mostra que a nossa reação a resultados não é simétrica. Isto significa que, para um mesmo valor, sofremos mais quando perdemos do que ficamos felizes quando ganhamos⁴. Esta falha cognitiva pode ser evidenciada quando aplicada em conjunto com o conceito de *mental accountability*, que é o método usado por cada um para avaliar resultados.

¹ Juros pagos por um título público de mais curta duração.

² A estabilidade econômica brasileira ainda é recente, por isso nossa opção de observar o mercado americano para horizontes longos. No passado, a taxa de juros da economia não poderia ser considerada como a taxa livre de risco já que também incorporava um prêmio de risco (como a chance de calote do governo brasileiro). Entre 2002 e 2012, o ERP realizado no Brasil foi de 4.7% ao ano.

³ Mehra, R., and E.C. Prescott (1985), "The equity premium: a puzzle", *Journal of Monetary Economy*.

⁴ Tversky e Kahneman [1991] mostraram que o coeficiente para a aversão a perdas é próximo de dois.

Benartzi e Thaler [1995] aplicaram estes dois conceitos no universo de investidores, que são tomadores de decisão sob incerteza. Imagine um gestor que tenha que decidir entre dois ativos para investir. No primeiro deles, ele espera alcançar +1,21% de retorno ao final de uma sequência de quatro períodos: [+0,3%; +0,3%; +0,3%; +0,3%]. No outro ativo, a expectativa é de +8,15% sujeito a seguinte sequência: [-10%; -5%; +10%; +15%]. Mesmo que o horizonte para o consumo deste investimento seja o fim do quarto período, a frequência de avaliação do gestor influenciará sua tomada de decisão. Os dois primeiros períodos com perda acumulada de -14,5% podem ser suficientes para que ele desista do investimento. Afinal, mesmo que o gestor esteja bastante confiante na rentabilidade esperada para o ativo nos próximos dois períodos, esta é apenas uma estimativa própria. Desta forma, ele pode não estar disposto a correr este risco e acaba escolhendo o ativo com retorno menor, porém com trajetória mais favorável. Por outro lado, o segundo ativo seria certamente o escolhido se ele só avaliasse o investimento ao final do quarto período. A combinação entre aversão a perdas e um curto período de avaliação (aversão a perdas míope) faz com que o retorno esperado de um ativo mais arriscado seja suficientemente alto para atrair investidores.

Estas ideias foram introduzidas pelo meio acadêmico para explicar por que existiu o *ERP* no passado. Porém, elas também nos ajudam a entender o conceito de *ERP* ex-ante, ou seja, o diferencial entre o retorno esperado para o mercado de ações (R_M) e a taxa livre de risco (R_F). Como investidores, o *ERP* ex-ante é o que nos interessa. Nesta visão prospectiva, a métrica que utilizamos para medir o R_M é a razão entre o lucro futuro e preço de mercado (L/P), conhecida como *earnings yield*. Supondo que o objetivo dos controladores e dos executivos é o de maximizar o valor para os acionistas, a empresa só reinvestirá o lucro em negócios que proporcionam retornos esperados superiores ao seu custo de capital. Portanto, ao considerarmos que o lucro será constante em termos reais, esta empresa poderia optar por distribuir todo o seu lucro e o retorno para o acionista seria o *earnings yield*.

Mesmo sendo capazes de estimar o *ERP* implícito, é muito difícil imaginar um valor justo para ele. Como o mercado de ações está sujeito a estimativas individuais, em determinados momentos os investidores se tornam otimistas em excesso ou avessos ao risco em demasia. Como consequência, o mercado fica sobrevalorizado ou subvalorizado e correções são necessárias para que o *ERP* no longo prazo se confirme. Assim, a relevância que as ações deveriam ter no portfólio do investidor altera-se ao longo do tempo.

Por exemplo, ao final de 2007, o Brasil vivia um período de crescimento do produto em níveis elevados e inflação controlada. Os investidores passaram a perpetuar tal dinâmica favorável e a exigir retornos adicionais menores para correrem o risco de ações. O mesmo aconteceu em 2010, quando o Brasil recuperou-se rapidamente da crise via uma política de expansão da demanda agregada e a ausência de reformas ainda não era um tema tão comentado. Na tabela abaixo é possível perceber este otimismo nos preços dos ativos.

	28-Dez-07	30-Dez-10
Lucro/Preço (Ibovespa⁵) – R_M	7,75%	8,90%
Juros Reais 12 meses⁶ – R_F	7,70%	6,69%
ERP Esperado 12 meses	0,05%	2,21%

Fontes: Pesquisa Focus do Banco Central e Bloomberg.

Nos últimos três anos, o mercado começou a duvidar da capacidade da economia brasileira alcançar um alto crescimento de maneira recorrente e sustentável (fazemos parte deste grupo, como indicado em nossas últimas cartas). Como consequência, os preços dos diferentes ativos passaram a refletir esta realidade. Ademais, a memória recente da crise de 2008 e o seu impacto para o mercado acionário fez com que investidores em

⁵ A construção do índice Ibovespa cria uma distorção indesejada. Por ser altamente concentrado, o índice não reflete de uma forma fidedigna a composição dos setores na economia.

⁶ Estimamos o R_F através dos juros reais para os próximos 12 meses. A métrica utilizada é a diferença entre o Swap de Juros Nominais e a expectativa de inflação da Pesquisa Focus para este período.

todo mundo buscassem ativos com *yields* elevados. A seguir está nossa estimativa do *ERP* esperado para os próximos 12 meses:

	30-Abr-13
Lucro/Preço (Ibovespa) – R_M	8,80%
Juros Reais 12 meses – R_F	2,47%
ERP Esperado 12 meses	6,33%

Fontes: Pesquisa Focus do Banco Central, Bloomberg e Estimativas Próprias de Lucro.

O grande risco para esta remuneração esperada continua sendo a dinâmica da política econômica adotada pelo nosso governo⁷ e sua consequência para os juros reais de equilíbrio. Para auferirmos este prêmio adicional num horizonte mais longo é fundamental que o retorno sobre o capital reinvestido das empresas não caia de uma maneira constante e estrutural. E para isso ser verdade, precisamos de uma economia saudável. A despeito deste risco, julgamos atrativos o prêmio de risco atual e a exposição comprada no mercado de ações. Portanto, o fundo se encontra com uma exposição líquida em bolsa superior à média de 20% adotada desde o seu início.

Estratégia *Long and Short*

Ao longo deste ano, mantivemos praticamente as mesmas empresas em nossa carteira. O *turnover* do fundo, atualmente na casa de 100% do patrimônio em termos anualizados, encontra-se abaixo da média histórica e, em sua maior parte, foi consequência de realocação do nosso capital entre as posições já existentes.

Vale reforçar que, entre todos os casos de investimentos explorados neste canal de comunicação, apenas as ações da Hering não fazem mais parte do nosso portfólio (desde agosto de 2012). Portanto, os fundamentos da maioria dos nossos investimentos permanecem inalterados e as cartas passadas continuam sendo uma boa fonte para nossa interpretação sobre eles.

Estas são algumas ideias básicas por trás de nossos investimentos que gostaríamos de compartilhar. Sabemos que, apesar de uma análise incansável e diligente, eventualmente estaremos equivocados em algumas apostas. Em nosso negócio, o desempenho é consequência de uma combinação entre habilidade e acaso. Continuamos focados em nosso processo de tomada de decisão a fim de maximizar a contribuição do primeiro fator. Desta forma, estamos confiantes na capacidade de nossa equipe em identificar novas e boas oportunidades de alocação dos recursos do fundo.

Segue a exposição setorial da carteira do fundo. Para maiores informações, consulte a área comercial.

Agradecemos a confiança em nossa gestão.

⁷ Para entender nossa interpretação sobre a política econômica atual consulte os seguintes documentos: a [Carta do Equity Hedge \(4º Trimestre 2012\)](#) e as [Cartas de Análise Macroeconômica de Setembro de 2012 \(Brasil: a estagnação é nossa\)](#) e [Janeiro de 2013 \(Brasil: ciclo x tendência no baixo crescimento de 2012\)](#).

Estratégias	Abril	
	Exposição (%PL)	Exposição Normalizada
Direcional	27,40%	-
Índice Futuro	27,40%	-
Long & Short		-
Long	83,09%	100,00%
Setor Financeiro	25,35%	30,51%
Imobiliário e Shoppings	13,83%	16,65%
Materiais Básicos	11,60%	13,97%
Serviços	9,98%	12,01%
Logística e Infra-Estrutura	7,80%	9,38%
Petróleo	5,19%	6,24%
Consumo e Varejo	4,71%	5,67%
Utilidades Públicas	4,63%	5,57%
Hedge Long	-83,09%	-100,00%
Índice Futuro	-83,09%	-100,00%
Short	-3,51%	-4,23%
Consumo e Varejo	-1,56%	-1,88%
Materiais Básicos	-1,12%	-1,35%
Petróleo	-0,83%	-1,00%
Hedge Short	3,51%	4,23%
Índice Futuro	3,51%	4,23%
Exposição Líquida	27,40%	-
Exposição Bruta	138,77%	-

Carteira referente ao fechamento de 30/04/2013.

Maiores Posições	
Maior	9,1%
5 Maiores	35,3%
10 Maiores	59,8%

Volume Médio Diário	
>= R\$ 30 mi	57,5%
>= R\$ 15 mi < 30 mi	6,3%
>= R\$ 2 mi < 15 mi	16,1%
< R\$ 2 mi	0,0%

Valor de Mercado	
>= R\$ 10 bi	45,8%
>= R\$ 2 bi < R\$ 10 bi	26,4%
< R\$ 2 bi	7,6%

Os setores em análise foram segregados, conforme legenda abaixo:

<i>Agribusiness</i>	<i>Inclui também Frigoríficos</i>
<i>Consumo e Varejo</i>	<i>Inclui também Alimentos & Bebidas, Farmácias</i>
<i>Industrial</i>	<i>Inclui também Bens De Capital</i>
<i>Materiais Básicos</i>	<i>Inclui também Mineração, Siderurgia, Papel & Celulose</i>
<i>Petróleo</i>	<i>Inclui também Petroquímica, Gás e Distribuição</i>
<i>Serviços</i>	<i>Inclui Companhias Aéreas, Educação, Saúde, Locação de Veículos, Programas de Fidelidade e Entretenimento</i>
<i>Setor Financeiro</i>	<i>Inclui Bancos, Seguros, Cartões e Bolsas</i>
<i>Utilidades Públicas</i>	<i>Inclui Energia Elétrica e Saneamento</i>

Mais Informações

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Este documento tem fins meramente informativos e não deve ser considerado como oferta para a aquisição de cotas do Opportunity Equity Hedge FIC FIM. - Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito/FGC. - Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. - O fundo aqui mencionado tem menos de 12 (doze) meses. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. - O objetivo do Opportunity Equity Hedge FIC FIM consiste apenas em um referencial, não havendo garantia que o mesmo será atingido. 04/2013