

## Para pensar

Com este texto inauguramos uma série de artigos cuja idéia é cobrir temas “diferentes”, mas relevantes para a Verus e interessantes para nossos clientes. Coisas que nos fazem pensar.

Os artigos trarão uma linguagem informal e cobrirão assuntos ligados (mas não diretamente) a investimentos. Publicaremos sem obrigação de frequência, na medida em que temas interessantes forem aparecendo no nosso radar. Poderemos escrever sobre algo que lemos ou vivenciamos no dia-a-dia ou algum assunto que tenha surgido em nossas discussões com clientes, parceiros ou amigos. Esperamos que aproveitem esta primeira edição.

### Edição 1: Escolha um número - o jogo.

Em abril de 1997, o jornal britânico Financial Times propôs a seus leitores, seguindo sugestão do economista Richard Thaler, o jogo que chamou de “pick-a-number game” (algo como “escolha um número”). O prêmio era uma viagem de ida e volta pela British Airways entre Londres e NY ou Chicago. Qualquer pessoa poderia participar.

Os participantes deveriam escolher um número entre 0 e 100. Ganhariam os participantes que tivessem escolhido o número que fosse igual a  $2/3$  da média dos números escolhidos por todos (ou o que mais se aproximasse da resposta correta). Por exemplo: se apenas 5 pessoas participassem do jogo, com escolhas de 10, 20, 30, 40 e 50, a média seria  $30 = (10+20+30+40+50)/5$  e o vencedor seria o participante que escolheu o número 20 (dois terços de  $30 = 20$ ). É claro que cada um não conhece os números escolhidos pelos outros participantes.

**O resultado do jogo proposto pelo Financial Times mostra que, como as pessoas cometem erros enquanto estão tomando suas decisões, os preços dos ativos se desviam de seus valores “fundamentais”.**

O participante mais atento, que fizesse algumas contas, chegaria a conclusão de que deveria escolher o número 1. Por que? Imaginando qual seria a média dos chutes de centenas de participantes, o jogador chegaria à conclusão de que uma estimativa razoável para a média dos palpites dados dentro do limite entre 0-100 seria 50. Sendo assim, ele deveria escolher 33 (o inteiro mais próximo de  $2/3$  de 50) como sua resposta. Mas se todos pensassem assim, chutariam 33

fazendo com que o palpite certo passasse a ser 22 ( $22=2/3*33$ ) e assim sucessivamente até concluir que todos deveriam chutar 1.

Agora a parte interessante: o palpite vencedor no desafio do Financial Times foi 13. E em outras simulações feitas pelo economista que sugeriu o jogo, mesmo em ambientes acadêmicos (supostamente uma amostra mais propícia a jogadores que fizessem os cálculos antes de escolher seu número), o palpite vencedor não foi 1 nenhuma vez. Ou seja, o vencedor nunca foi alguém que fez a conta “certa” e escolheu 1, considerando que os outros também a fariam.

Por que o resultado é relevante para os mercados? Porque, como no jogo, ao tentar prever as oscilações dos preços dos ativos (base para as decisões de investimento) temos que levar em conta, além dos valores “fundamentais” (a conta certa), os erros dos outros.

Isso explica, entre outras coisas, porque as ações de uma empresa podem ficar muito tempo bem longe de seu valor fundamental e às vezes nunca convergir para ele. A consequência é óbvia: não se pode “apenas” estudar os investimentos de forma a estimar seus valores fundamentais ou justos. Há que se levar em conta o fato de que os outros (jogadores ou agentes do mercado) erram em suas contas. Isso permite que os preços de mercado fiquem longe dos valores “fundamentais” dos ativos. Pior ainda, dependendo de quanto tempo demorar para os preços convergirem para o valor “fundamental”, pode ser que a convergência nunca aconteça, porque o próprio valor fundamental muda (“só” o que precisa acontecer é uma mudança nos fundamentos). Ou o desvio é tão grande e dura tanto tempo que o investidor que aposta nesta convergência “quebra” antes dela ocorrer. O caso do *hedge fund* Long Term Capital Management (LTCM) é, talvez, o mais traumático exemplo disto. Liderado por gestores de altíssima competência, histórico e capacitação técnica (incluindo dois prêmios Nobel), o fundo ganhava dinheiro com apostas alavancadas em operações que se beneficiavam das correções dos desvios “temporários” entre os preços dos ativos e seus valores justos. Muito simplificada, compravam o que estava com preço abaixo do valor “fundamental” e vendiam o que estava acima do “valor fundamental”. O LTCM quebrou porque apostava muito (literalmente) que os desvios se corrigiriam sempre – seria apenas questão de tempo. Tanto que alavancava (apostava mais do que o patrimônio do fundo) fortemente suas apostas. Quando a crise da Rússia, em 1998 aumentou violentamente a volatilidade dos mercados e os desvios passaram a ser ainda maiores do que quando as apostas tinham sido feitas pelo fundo, ele foi obrigado a “zerar” suas posições. Como o mercado estava muito ilíquido para vários dos ativos que eles tinham em carteira, o fundo “quebrou” e diversos bancos compraram essas posições com muito desconto.

O exemplo do pick-a-number game foi tirado do livro “Beyond Greed and Fear”, de Hersh Shefrin. O livro é uma excelente referência no campo das finanças comportamentais. Esse ramo das finanças estuda como as emoções afetam as finanças e explica que, como as pessoas cometem erros devido a

aspectos emocionais, os mercados não são eficientes. Indiretamente explica por que a vida de gestores, advisors e investidores em geral é muito mais difícil do que às vezes parece.

Como se já não fosse difícil estimar o valor justo (ou “fundamental”) de cada ativo, o estudo das Finanças Comportamentais nos mostra que nem isso é o suficiente para garantir o retorno demandado pelo risco aceito no prazo desejado. Isso é ainda mais relevante no cenário atual, em que os fundamentos mudam por si só com velocidade maior do que se desejaria, dificultando a estimativa dos valores “fundamentais”. Pior do que isso, dependendo do que se está analisando (moedas, taxas de juros ou ações), às vezes o próprio desvio do preço de seu valor justo, dependendo de sua magnitude e duração, pode causar revisão do próprio valor justo – como se muitas flechas passando longe do alvo o movessem. Mas isso é assunto para outra oportunidade.