



ISCTE - ESCOLA DE GESTÃO RUI ALPALHÃO

Bater o índice



Miguel Baltazar

➔ A publicidade é uma realidade omnipresente na imprensa dos nossos dias, e porventura o mais importante *value driver* das empresas de comunicação social. Esta situação melhora em muito a satisfação decorrente da leitura das publicações que nos são propostas. Imagens belas e mensagens inspiradas fazem muito pelos jornais e revistas de hoje. Feliz ou infelizmente, a imprensa económica, a mais relevante para os frequentadores das Escolas de Gestão, é um caso à parte, e não necessariamente por ser frequentemente impressa em páginas cor de salmão. Em vez de mulheres lindas, automóveis potentes ou jóias estonteantes, a publicidade refere-se mais frequentemente a proezas fantásticas como “bater o índice”, com melhor ou pior enquadramento visual. Tipicamente, um par de gráficos e uma reivindicação do tipo “x anos consecutivos a superar o PSI-20” ou “y fundos acima da média do mercado”.

Tal como a publicidade, este tipo de proeza é uma marca do tempo. Ao contrário da publicidade, decorre de uma profunda revolução na teoria financeira, iniciada há pouco mais de 50 anos. De facto, quando um banco ou uma gestora de activos se gaba (justificadamente) de ter “superado” o índice (mais politicamente correcto do que “bater” o índice, à americana) ou ficado “acima da média do mercado” revela que alinha pelos defensores da diversificação das carteiras dos clientes que lhes confiam a sua poupança. Em vez de seleccionar para os clientes meia dúzia de investimentos

Curiosamente, quem acredita que os mercados são eficientes não deve ter grande fé em bater o índice. De facto, entende-se que um mercado é eficiente quando as cotações que nele se formam representam a melhor estimativa disponível dos valores dos activos que nele se transaccionam.

cuidadosamente analisados que entende ser de qualidade fora de série, opta por não pôr os ovos, ou seja, o dinheiro, dos clientes todos no mesmo cesto, isto é, nos mesmos activos. Não se esforça por escolher esforçadamente os tais activos fora de série. Em vez disso, constitui uma carteira diversificada de investimentos, com um pouco de tudo, cujo desempenho compara com um índice que reflecte o comportamento do mercado relevante como um todo. Antes da Segunda Grande Guerra, nenhuma casa de investimento faria tal escolha. O eminente economista John Maynard Keynes, que além de ter revolucionado a teoria económica com a sua monumental obra de 1936 “The General Theory of Employment,

Interest and Money”, administrou, entre 1928 e 1945 e com assinalável sucesso, o fundo de investimento do King’s College de Cambridge, onde ensinava, afirmou a esse propósito: “A small gamble in a large number of different companies where I have no information to reach a good judgment, as compared to a substantial stake in a company where one’s information is adequate, strikes me as a travesty of investment policy.” Boa parte dos gestores de investimento dos nossos dias, à revelia da opinião do fundador da macroeconomia, aposta seriamente no “travesty”, e publicita com gosto e alarde que bateu o índice, e não que ganhou x% nesse ano para os seus clientes. Falo presumivelmente porque acredita que os mercados em que investe são eficientes, algo em que Keynes provavelmente não acreditaria, mas que, dado que nos deixou em 1946, não pôde comentar quando o americano Eugene Fama, professor na Universidade de Chicago, introduziu o conceito em 1970 (num influentíssimo artigo publicado no *Journal of Finance* e intitulado “Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work”).

Curiosamente, quem acredita que os mercados são eficientes não deve ter grande fé em bater o índice. De facto, entende-se que um mercado é eficiente quando as cotações que nele se formam representam a melhor estimativa disponível dos valores dos activos que nele se transaccionam. Não quer isto dizer que as cotações num mercado eficiente correspondam, a todo e qualquer momento, ao valor dos activos, mas tão-somente que eventuais desvios entre cotação e valor sejam aleatórios, e não enviesados. Assim sendo, num mercado eficiente a probabilidade de um activo estar, a cada momento, sobre ou subvalorizado deve ser sensivelmente idêntica e, portanto, nenhuma estratégia de investimento de nenhum gestor concreto deve produzir resultados sistematicamente superiores à de outro. Daí que a estratégia mais recomendável, para todos os gestores que acreditem operar em mercados eficientes, seja diversificar a carteira dos clientes e/ou replicar para estes um índice de mercado. Se todos seguem a mesma filosofia, podemos esperar que alguns façam melhor que os índices? Que batam o mercado? Certamente. Sendo os desvios entre cotação e valor aleatórios, cerca de metade dos gestores deve conseguir bater a média (antes de custos de transacção). E podemos esperar que alguns batam o mercado sistematicamente? Sim, os mais afortunados. Já Napoleão só queria gerais com sorte.