76. A arte preditiva na análise de investimentos – Parte 1

Sebastião Bergamini Junior (*)[1]

Esse artigo comenta o desempenho recente do Plano Básico de Benefícios- PBB, administrado pela FAPES, com base nos dados constantes do Relatório Raio X dos Investimentos de dezembro de 2022, disponível no Portal FAPES. A rentabilidade anual da carteira efetiva foi de 4,8%, abaixo da inflação medida pelo IPCA de 5,8% no mesmo período, se afigurando um resultado bem aquém da meta atuarial de 10,7%. Este nível pífio de desempenho está se repetindo pelo terceiro ano consecutivo, representando rentabilidade claramente insuficiente para cumprir as obrigações previdenciárias do PBB no longo prazo. A análise por categorias de investimentos indica que os ativos legados (títulos públicos marcados pela curva de vencimento, operações com participantes e imóveis), caixa e títulos de renda fixa públicos e privados performaram em níveis satisfatórios, no entanto, as categorias de renda variável no país e no exterior ficaram bem abaixo das expectativas. O foco do artigo, apresentado em duas partes (*), é o de enumerar, de forma genérica, as dificuldades envolvidas na análise preditiva para projetar desempenhos futuros de carteiras de investimentos, se aplicando principalmente à renda variável. Este artigo se fundamenta nos conceitos desenvolvidos por Taleb e Dobelli (**).

1. Os especialistas

O ambiente competitivo das grandes empresas é volátil: das quinhentas maiores companhias listadas em 1957 no Índex Standard & Poor's 500, apenas 74 faziam parte deste seleto grupo quarenta anos depois. Como poucas foram incorporadas ou fundidas, o restante encolheu ou faliu, indicando que, no mundo das grandes corporações, a sobrevida é de menos de 15% em quarenta anos. As previsões de especialistas de investimentos relativas ao grau de resiliência das empresas no decorrer desse longo período foram, em grande parte, frustradas. Essa realidade é difícil de ser apreendida, mesmo por aqueles que se consideram especialistas, dando atualidade à afirmação cética atribuída a John Kenneth Galbraith, de que "existem dois tipos de pessoas que preveem o futuro, aquelas que nada sabem e aquelas de não sabem que nada sabem". Este ceticismo é confirmado pelo estudo de Philip Tetlock, da Universidade de Berkeley, que avaliou 82.361 previsões feitas por 284 especialistas, para um período de dez anos, apurando que seus prognósticos se concretizaram com a mesma frequência do que se fossem produzidos por um gerador aleatório. Na prática, a maioria das pessoas se louva no trabalho dos ditos especialistas, compartilhando a ilusão do prognóstico, que consiste na tendencia de se confiar em predições feitas por especialistas e, em regra, ignorando ou não questionando seu grau de confiabilidade. Note que os especialistas se dividem em dois grupos com relação aos incentivos: um grande número deles ocupa espaço na mídia e detêm uma *opção gratuita*, ou seja, não pagam por prognósticos falhos, nem em dinheiro nem em reputação, o que estimula uma verdadeira inflação de previsões. No segundo grupo estão especialistas que dependem, em termos financeiros ou reputacionais, de sua capacidade de prognosticar corretamente. Esta dependência resulta em posturas mais comedidas em se fazer previsões, além de induzir a uma preocupação maior em fundamentá-las. A formulação de prognósticos exige medidas prudenciais, visando estabelecer as situações nas quais cabem estes prognósticos e nas quais eles serão inúteis. Quanto maior a complexidade do sistema e mais longo o horizonte temporal, menos distinto será o olhar para o futuro, o que, de imediato, tornam descartáveis quaisquer previsões de longo prazo sobre novas tecnologias, aquecimento global, preço do petróleo e taxas de câmbio. Lembrete importante: a análise de investimentos, quer seja de curto quer de longo prazo, está baseada na análise de risco de fatores chave representados exatamente pelo preço do petróleo e das commodities e pela paridade entre as moedas.

2. Gerenciando riscos

A definição clássica de risco foi expressa por Frank Knight em 1916, quando enunciou que "risco é a possibilidade de ocorrência de um evento adverso para uma determinada situação esperada". Risco e incerteza são manifestações da mesma força fundamental, a aleatoriedade, à qual estão

[1] Aposentado do BNDES, com certificação CPA-20 (ANBIMA) e Administração em previdência (ICSS).

associadas situações de escolha, sendo a incerteza mensurável denominada de risco propriamente dito. A divisão dos efeitos da aleatoriedade entre fatores de risco e de incerteza se baseia na recorrência em que estes eventos acontecem e na sua tabulação estatística para obtenção de previsões probabilísticas. Este processo concede uso gerencial para a estimativa de riscos empresariais e, de forma indireta, para a estimativa de retornos de investimentos em ativos mobiliários. O risco também é uma oportunidade, pois existe potencial para obtenção de ganhos não previstos em situações que anteriormente eram vistos somente como fontes de possíveis perdas. Os riscos que incidem sobre as atividades corporativas são variados, sendo frequente sua segregação em um portfólio, com a divisão em classes e subclasses, sendo um recurso para identificar e gerenciar riscos relevantes. O estabelecimento deste portfólio facilita as atividades de mensuração e de comparação de indicadores em bases homogêneas com os da própria empresa ao longo do tempo, com os de empresas pares e com indicadores setoriais.

3. Arte preditiva

Em situações nas quais podem caber prognósticos é recomendável adotar requisitos prudenciais: fazer a verificação prévia do sistema de incentivos do especialista que elaborou as previsões e avaliar seu desempenho passado para aferir o grau de confirmação de seus prognósticos em largo período de tempo.

Os fatores que influenciam expectativas e previsões em geral são excesso de informações, ideias "pegajosas", estimativas de calibragens, arrogância epistêmica, imagem reputacional, apropriação oportunista dos êxitos e histórico preditivo, dentre outros. Analisando cada um: (i) excesso de informações: quanto mais informação você der a uma pessoa, mais hipóteses ela formulará ao longo do processo, o que fará com que tenha um desempenho pior, pela forte tendência em se enxergar mais interferências aleatórias e se confundir com as informações; (ii) ideias "pegajosas": quando criamos uma teoria não é provável que mudemos de ideia, assim, aqueles que retardam o desenvolvimento de teorias saem-se melhor; dois mecanismos estão em jogo aqui: o viés confirmatório e a perseverança na crença, ou seja, a tendência a não se reverter opiniões que já foram formadas, pois as pessoas tratam as ideias como propriedade e têm dificuldade em abrir mão delas; (iii) calibragem: estudos sobre a estimativa que as pessoas fazem sobre o seu próprio conhecimento revelam como calculam probabilidades em tomadas de decisões quando a incerteza está envolvida; o resultado é surpreendente, pois o erro estimado esperado, em geral na faixa de até 5% (dois desvio-padrão), na realidade fica próximo de 45%; (iv) arrogância epistêmica: quando o conhecimento das pessoas aumenta, é acompanhado pelo crescimento ainda maior de sua autoconfiança, o que por sua vez gera aumento em confusão, ignorância e presunção; a arrogância epistêmica tem um efeito duplo, pois as pessoas superestimam o que sabem e subestimam a incerteza por meio da compressão da faixa dos possíveis eventos incertos, reduzindo o espaço do desconhecido; (v) imagem reputacional: os preditores que têm grandes reputações na atividade preditiva são piores previsores do que as que não têm reputação alguma, pois existe uma lógica na defesa da incompetência, que assume tanto a forma de defesa da crença quanto a da proteção da autoestima; (vi) apropriação oportunista da aleatoriedade: as pessoas atribuem os sucessos à suas habilidades e os fracassos à eventos externos fora de seu controle, portanto se sentem individualmente responsáveis apenas pelas coisas boas, desconsiderando as ruins; e (vii) histórico de previsões: as pessoas fazem muitas previsões, mas evitam falar sobre seu histórico que, em geral, é de baixo êxito.

(*) O desenvolvimento deste artigo continua na próxima Coluna, quando serão abordados a autoavaliação do preditor, a quantificação dos prognósticos, o uso de algoritmos, as lições das finanças comportamentais, os conceitos de pensamento rápido e devagar e as diretrizes para uma gestão de investimentos de natureza prudencial.

(**) Fontes: (1) Taleb, Nassim. A lógica do Cisne Negro. BestSeller, Rio de Janeiro, 2008; e (2) Dobelli, Rolf. A arte de pensar claramente. Editora Objetiva. Rio de Janeiro, 2011.

Publicado na Coluna Previdenciária do Jornal APALAVRA nº 251 de 18/04/2023.