

1 - The Investment Environment

quarta-feira, 24 de fevereiro de 2021 23:02

Investimento: sacrifício presente para retorno futuro

1.1-Ativos reais Vs Ativos financeiros

- Riqueza material --> ativos reais
- Ativos financeiros apenas definem a alocação de renda e riqueza, mas não as criam

Assets	\$ Billion	% Total	Liabilities and Net Worth	\$ Billion	% Total
Real assets			Liabilities		
Real estate	\$ 25,276	25.0%	Mortgages	\$ 9,711	9.6%
Consumer durables	5,241	5.2	Consumer credit	3,533	3.5
Other	463	0.5	Bank and other loans	975	1.0
Total real assets	\$ 30,979	30.6%	Other	291	0.3
			Total liabilities	\$ 14,510	14.3%
Financial assets					
Deposits	\$ 10,693	10.6%			
Life insurance reserves	1,331	1.3			
Pension reserves	20,972	20.7			
Corporate equity	13,311	13.1			
Equity in noncorporate business	10,739	10.6			
Mutual fund shares	8,119	8.0			
Debt securities	4,200	4.1			
Other	962	0.9			
Total financial assets	\$ 70,327	69.4	Net worth	86,796	85.7
Total	\$101,306	100.0%		\$101,306	100.0%

Table 1.1

Balance sheet of U.S. households

Note: Column sums may differ from total because of rounding error.

Source: Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, March 2016.

1.2 - Ativos Financeiros

- Há três tipos principais:
 - a. Renda fixa
 - b. Equity
 - c. Derivativos
- Renda fixa ou obrigações de dívidas garantem fluxo contínuo de renda, fixo ou calculado em relação a um índice. Inclui certificado de depósito (mercado de moeda, curto prazo) ou Letras do Tesouro (mercado de capitais, longo prazo), por exemplo, existe grande variedade.
- Equity é a posse de um pedaço de uma empresa. Pode receber dividendos mas não há garantia. Sucesso do ativo depende do sucesso da empresa e costumam ser mais arriscados.
- Derivativos, como opções, contratos futuros e contratos *swap*, têm os seus preços dependentes de outros ativos, como títulos ou ações. São comuns atualmente e úteis para transferir risco para outros agentes, ou então tomar posições altamente especulativas, embora este uso seja menos comum.

1.3 - Mercados Financeiros e a Economia

- Mercados financeiros são úteis para alocar capital às firmas eficientemente. São vetores de informação do mercado.
- É útil para remunerar poupança e assim regular o nível de consumo ao longo da vida dos indivíduos, por exemplo para aposentados.
- Permite fornecer diversas combinações de risco e recompensa aos agentes, à demanda de cada um, alocando assim os riscos.
- Separa a administração da propriedade, especialmente importante nas firmas grandes. Ainda assim, pode haver Problemas de Agente por parte dos administradores, que por sua vez podem ser mitigados em alguma medida. Donos de ação podem ter papel ativo na tomada de decisões da empresa (*investidores ativistas*).
- Incentiva e promove a transparência, boas práticas e ética das empresas, dificulta fraudes.

1.4 - O Processo de Investimento

- Um Portfólio é uma coleção de ativos financeiros.
- Investidores tomam duas decisões na construção de um portfólio:
 - a. Alocação de ativos - escolha entre os grandes grupos de ativos.
 - b. Seleção de *security* - escolha de quais *securities* exatamente dentro de cada grupo.
- Análise de *securities*: valoração de ativos individualmente para incluir ou não no portfólio. É bem mais difícil para ações do que para títulos.

- Portfólio pode ser construído *top-down* (primeiro se escolhem os grandes grupos e a partir daí os ativos específicos) ou *bottom-up* (selecionam-se ativos mais atrativos sem priorizar a alocação global)

1.5 - Mercados são competitivos

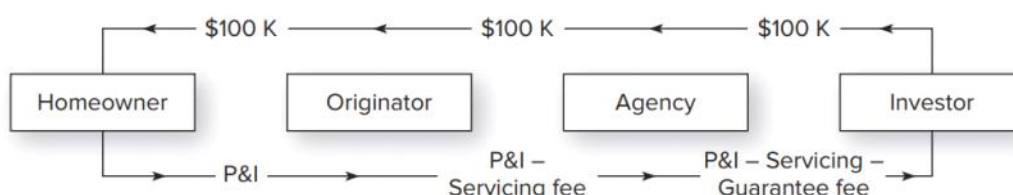
- Difícilmente há altos ganhos fáceis e previsíveis, mercado altamente competitivo
- Há um trade-off entre risco e recompensa, resultado do mercado competitivo.
- Diversificação de ativos é útil para controlar os riscos - *modern portfolio theory*.
- "Hipótese do mercado eficiente" - decisão entre administração passiva ou ativa, na tentativa ou não de superar os ganhos médios do mercado. Se mercados forem eficientes, estratégia passiva é melhor. Caso contrário, há espaço para gestão ativa.

1.6 - Os Jogadores

- Há três principais agentes no mercado financeiro:
 - a. Firms, que demandam capital
 - b. Famílias, que ofertam capital
 - c. Governo, que podem emprestar ou tomar emprestado.
- Essas trocas são mediadas por intermediários financeiros, como bancos e firmas de investimentos. Elas unem os demandantes com os ofertantes de capital, além de oferecerem *expertise* em investimentos. Essas empresas têm quase todos os seus ativos na forma de ativos financeiros.
- *Mutual funds* são fundos de investimentos que coletam os recursos de vários investidores, inclusive pequenos, para realizar o investimento. Costumam cobrar uma taxa fixa de administração dos seus clientes.
- *Hedge funds* são fundos de investimentos que servem apenas investidores institucionais ou pessoas muito ricas. Tendem a buscar estratégias mais complexas e de maior risco.
- Bancos de investimento e bancos comerciais eram separados por lei até 1999.
- Venture Capital é o investimento em firms jovens cujas ações e obrigações ainda não são amplamente trocadas. Investidores deste tipo costumam ter papel ativo na administração da start-up.
- Private Equity é o equity que não comercializam suas ações publicamente na bolsa.

1.7 - A Crise Financeira de 2008

- Taxa LIBOR: taxa de juros em que os maiores bancos emprestam entre si
- Havia ocorrido a bolha tech de 2000-2002 mas o FED agiu rápido baixando a taxa de juros e logo antes de 2008 a expectativa era de estabilidade e crescimento, inclusive no mercado imobiliário. Expectativa de estabilidade junto com desejo de aumentar os ganhos em um cenário de baixa taxa de juros fez com que agentes aumentassem muito a sua tolerância a riscos.
- FNMA (Fannie Mae, ou Federal National Mortgage Association) e FHLMC (Freddie Mac, ou Federal Home Loan Mortgage Corporation) começaram a acumular muitas hipotecas para serem comercializadas no mercado financeiro, *securitization*. Ao todo, acumularam cerca de metade das hipotecas do mercado privado.
- Essas companhias então vendiam esses pools de hipotecas para fundos de pensão ou mutual funds, oferecendo garantias no caso de *default*. Esses ativos eram *pass-through*, i.e. Fannie Mae apenas repassavam esses ativos aos investidores finais, no fim das contas.
- Essas hipotecas eram de baixo risco e requeriam várias garantias para serem feitas.



- Esse modelo de securitização foi adotado por outros agentes, no entanto, com a diferença de que eram exigidas menos garantias (maior risco, *subprime*) e no caso de *default* o investidor

final que arcaria com os custos, mesmo que eles não tivessem acesso ao tomador de hipoteca para avaliá-lo. Isso gerava incentivo para que os agentes vendessem esses ativos aos investidores mesmo sem fazer a devida análise de risco, já que o custo seria arcado pelo investidor, gerou-se uma cultura de pouco cuidado e pouca documentação. Por vezes o empréstimo tinha até o valor completo da casa.

- Quando o valor das casas diminuiu, vários tomadores de hipoteca não pagaram o valor das suas dívidas, ainda mais quando as taxas de juros subiram e seus contratos dependiam de taxa flutuantes.
- Bancos de investimento eram capazes de gerar ativos AAA a partir deste ativos *subprime* realizando algumas manobras, como aumentando a prioridade de recebimento (CDO - *collateral debt obligations*) no caso de *default*, já que um default completo era visto como altamente improvável.
- Quando defaults começaram a ocorrer, logo ficou claro que várias dívidas nunca seriam pagas. Um dos erros foi utilizar dados históricos de um período próspero para determinar riscos de *default*, além de não valerem mais para o momento presente. Além disso a forma de diversificação causou uma falsa sensação de segurança e otimismo. Por fim, problemas de agência por parte das agências de *rating* (que eram contratados dos vendedores e não compradores de ativos) tiveram grande papel também.
- CDS - *credit default swap*. É uma garantia contra defaults, paga-se uma anuidade em troca de proteção ao risco. Mercado deste ativo também cresceu, além do que seguradoras eram capazes de suportar na crise.
- Gradativamente foi aumentado o risco sistemático.
- Quando a bolha estourou, houve congelamento no mercado de crédito por medo e governo foi obrigado a fornecer crédito a empresas e comprar títulos podres das hipotecas.
- **Regulação Dodd-Frank** após a crise buscou limitar risco das instituições financeiras.
- *Regra de Volcker*: proíbe bancos de usar contas no próprio nome e limita investimento total em *hedge funds* ou *private equity*.
- Supervisão mais rígida das agências de rating.