

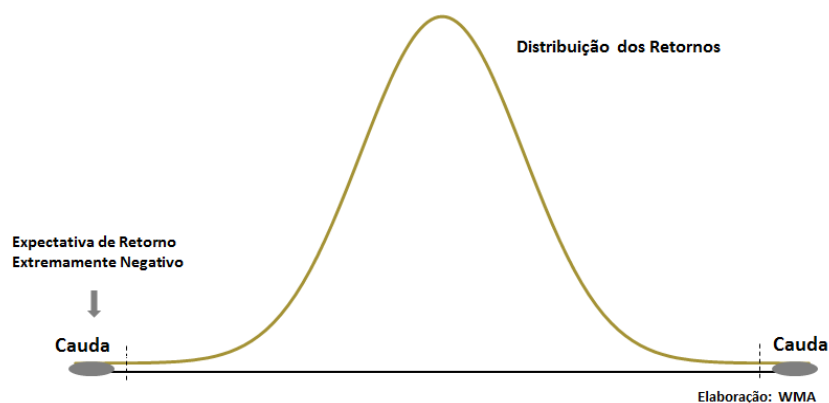
O que são e como enfrentar Eventos de Cauda

WMA CONSULTORES
WATANABE, MACHADO E ALMEIDA

Terminamos 2013, um ano muito importante para nós da WMA: completamos nosso primeiro ano de trabalho, aprendendo a cada dia sobre as necessidades, objetivos e realizações das famílias com as quais atuamos. A riqueza desta experiência nos dá a certeza de termos acertado quando, em meados de 2012, decidimos constituir a WMA, uma consultoria financeira cujo principal objetivo é entender as peculiaridades de cada família e ajudá-la nas suas decisões de investimento.

Este é tradicionalmente o período das previsões econômicas para o ano que se inicia, mas neste primeiro relatório de 2014, optamos por um caminho diferente.

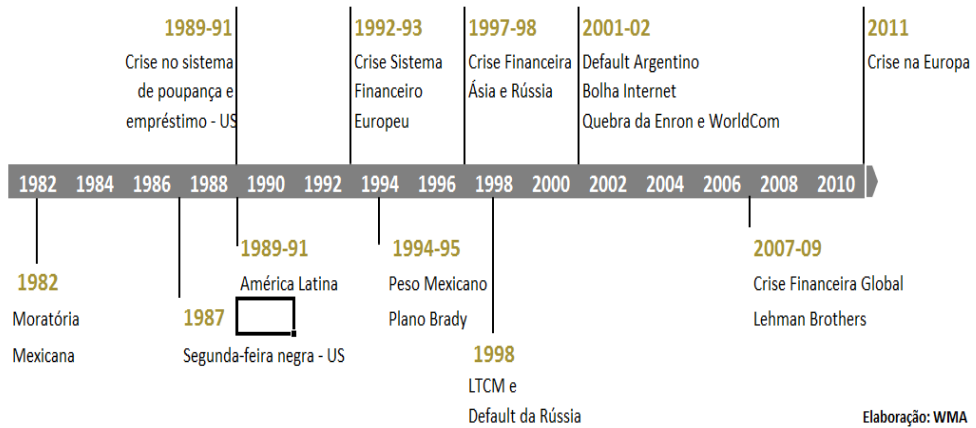
Analisamos os chamados *tail risk events*, ou eventos de cauda, que não são mensurados na grande maioria das análises realizadas pelos agentes financeiros no estudo dos portfólios de investimento. A teoria de gestão de portfólios assume que as probabilidades de retornos ou movimentos de preços dos mercados apresentam distribuição normal (gráfico abaixo). Estas análises são realizadas considerando os eventos dentro de um intervalo de confiança usualmente definido em 95% ou 99% de probabilidade de ocorrer. Os eventos de cauda são localizados nos dois extremos da curva normal, fora do intervalo de confiança, e que possuem, portanto, probabilidade inferior a 5% ou a 1% de ocorrer.



Por que então analisá-los, se a probabilidade de que ocorram é tão baixa? Em primeiro lugar, porque embora a probabilidade seja baixa, quando ocorrem, provocam efeitos devastadores em muitos portfólios de investimento. Em segundo lugar, porque a previsão sobre acontecimentos futuros é muito difícil. Não é possível prever grandes acidentes aéreos nem eventos naturais como terremotos e

tsunamis. Até mesmo a previsão do tempo num horizonte curto é falha. Por que acreditar que em economia seria diferente? Pois não é.

A cronologia das crises que afetaram a economia mundial nas últimas décadas ilustra esta afirmação:



Os eventos de cauda podem ser positivos ou negativos e são praticamente impossíveis de prever ou quantificar. Economistas e analistas financeiros os batizaram de diversos nomes. Um exemplo é o termo *Black Swan*, ou Cisne Negro, utilizado por Nassim Taleb em seu famoso livro de mesmo nome (leitura obrigatória para os interessados no tema). Para exemplificar, propomos um exercício de observação. Dê uma olhada na figura a seguir. Quantos leões você vê?



FIGURA 1 Fonte: "Thoughts from the Frontline" – John Mauldin, www.mauldineconomics.com

Provavelmente, dois leões.

Ocorre que na figura está presente - e visível - mais um leão. São três no total. Agora, tente achá-lo novamente.

Se você não conseguiu encontrá-lo, passe para a Figura 2, com o terceiro leão em destaque e em seguida volte a olhar para a primeira figura – agora ficou fácil, não?



FIGURA 2 Fonte: “Thoughts from the Frontline” – John Mauldin, www.mauldineconomics.com

Este é o *Hidden Lion*, ou *Leão Escondido*. Ele está lá, desde a Figura 1, imperceptível para a maioria. Da mesma forma que nesta ilustração, o Leão Escondido está presente também no mercado financeiro.

Os eventos de cauda podem ser comparados ao Cisne Negro de Taleb, ou ao Leão Escondido da figura acima. São *a priori* invisíveis, imprevisíveis, difíceis de mensurar e podem ser extremamente destrutivos.

As crises financeiras normalmente são causadas por uma combinação de diversos fatores. Têm como pano de fundo desequilíbrios claramente identificáveis: excesso de alavancagem, crédito fácil, elevados déficits fiscais, elevados déficits de balanças de pagamentos, preços de ativos inflados, etc. Ocorre que esses desequilíbrios podem perdurar por muito tempo, muitas vezes alguns anos, antes que uma crise se estabeleça. Normalmente é um fator específico, difícil de visualizar, que funciona como gatilho para que a crise se instale ou se aprofunde fortemente. Exemplos recentes foram a quebra da Lehman Brothers em 2008 e a crise na Grécia em 2010. É somente após a atuação desse fator específico que os

outros passam a exercer sua influência e que a crise se torna inevitável. Seria como o terceiro leão iniciando o ataque e depois sendo acompanhado pelos demais.

Uma das principais funções dos profissionais do mercado financeiro é tentar antecipar a próxima crise. Daí a grande importância de tentar identificar suas causas. Mas não basta identificá-las, é preciso acertar o momento em que elas vão ocorrer, o importantíssimo *timing*, tão fundamental no nosso mercado. Assim sendo, tão importante e tão difícil quanto identificar o leão escondido é prever o momento em que ele aparecerá.

Depois que a crise toma corpo, nos perguntamos como deixamos de ver o leão escondido, que era tão óbvio... Após o seu aparecimento, ele se torna estrela de todos os jornais, análises e comentários econômicos. Fica tão conhecido que a maioria se esquece que não o viu a tempo. Olhe novamente para a Figura 1. Como é que você não viu o leão da primeira vez? Parece tão óbvio agora, não?

Caso algum analista preveja um evento de cauda e acerte seu timing, torna-se celebridade, verdadeiro guru, pelo menos até a próxima crise, para a qual, muito provavelmente, não terá a mesma capacidade de visão (ou sorte). Quem poderia imaginar que John Paulson, que ganhou bilhões de dólares ao apostar contra os mercados em 2007 e mereceu a publicação do livro "*The Greatest Trade Ever*", ou, em tradução livre, "*A Maior Operação de Todos os Tempos*" poderia estar tão errado nos anos subsequentes, quando seu fundo chegou a perder 60% dos ativos?

Vamos olhar para o mercado hoje e tentar achar possíveis leões. Podemos visualizar alguns: excesso de liquidez, muita alavancagem, ativos com preços elevados, economias com baixo crescimento, governos muito endividados, países com elevados déficits em conta corrente e déficits fiscais. Infelizmente, o Brasil parece acumular muitos desses leões, mas isso já é assunto para outro artigo. Tudo isso está aí, visível e mencionado pela maioria dos analistas. Mas e o nosso Leão Escondido, será um desses? Qual? E se for, quando se fará presente e iniciará a próxima crise?

Impossível dizer. Infelizmente, não conseguimos identificar o Leão Escondido, nem o momento em que atuará. Pode demorar anos, pode ser amanhã. Portanto, o mais importante é construir portfólios de investimento que resistam aos eventos de cauda.

Seguem alguns pontos que acreditamos que o investidor deva ter sempre em mente para se proteger de crises imprevistas.

- Construa sua carteira de forma diversificada, compreendendo claramente os riscos de cada ativo do portfólio.
- Evite posições de risco/retorno com assimetria negativa: onde se ganha pouco na maioria das vezes, mas para isso corre-se o risco de grandes perdas em alguns cenários classificados como pouco prováveis. Prefira exatamente o

oposto, as posições com “opcionalidade”, que são aquelas bastante vencedoras em caso de determinados eventos, e onde pouco se perde caso esses eventos não ocorram.

- Evite os ativos que apresentam uma “falsa baixa volatilidade”. Ativos que não mostram volatilidade ao longo do tempo simplesmente porque não possuem liquidez ou precificação adequada. Muito cuidado com isso. Alguns ativos de crédito possuem esta característica e podem embutir muito risco apesar de baixíssima volatilidade.
- Normalmente, são mais seguras para momentos de crise as posições chamadas de *barbell*, que são aquelas com um percentual elevado em ativos de baixíssimo risco e percentual menor em posições de mais risco, ao invés de percentuais grandes em ativos de risco intermediário. Desta forma, mantém-se o risco/retorno semelhante nos cenários mais prováveis, mas haverá uma exposição menor ao risco nos momentos inesperados de crise e volatilidade elevada.
- Para posição alavancada, a atenção deve ser redobrada, pois em caso de crise, a velocidade das perdas se torna muito elevada. Em casos de eventos de cauda, o investidor que tem uma carteira alavancada não tem tempo para se proteger. Também são comuns as chamadas de margem, pois o banco que realizou o empréstimo quer proteger o seu investimento. Normalmente, as perdas ficam todas do lado do investidor. Segundo Taleb: ... “a alavancagem corresponde à excessiva confiança das pessoas sobre o futuro”.

E escolha bem seus prestadores de serviço (bancos, corretores e consultores). Procure ter certeza de que quando o leão aparecer, eles vão ter os interesses alinhados e não conflitantes com os seus. É fundamental nesse momento que estejam ao seu lado, com o objetivo de orientá-lo e auxiliá-lo a atravessar as dificuldades.

A WMA Consultores Associados deseja a você e família um Feliz e Próspero 2014!

Bibliografia:

The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. Nassim Nicholas Taleb, 2007. Random House

Este material foi elaborado pela **WMA Consultores Associados Ltda. (WMA)** com fins meramente informativos e não deve ser interpretado como oferta ou solicitação de qualquer ativo financeiro nem como sugestão de alocação ou adoção de estratégias de investimento. Este documento contém informações e declarações prospectivas em relação ao mercado em geral que foram obtidas de fontes confiáveis, porém não há garantia de que sejam completas ou acuradas. A WMA não se responsabiliza por danos oriundos de erros, omissões ou alterações nos fatores de mercado. É vedada a distribuição ou reprodução em qualquer formato desta publicação sem a prévia autorização da WMA.

AV. BRIG. FARIA LIMA, 1461,
4º ANDAR. TORRE SUL
01452 - 002 SÃO PAULO SP
TEL: 55 11 3192 - 3759
wma@wmaconsultores.com
www.wmaconsultores.com