

## Hedge, Diversificação de Portfólios e Utilização de Fundos Quantitativos

### Sumário

- Com a queda da taxa de juros, o investidor terá que aumentar sua exposição a ativos de maior risco para alcançar um retorno esperado significativo.
- Estratégia de *hedge* não funciona no longo prazo: é caro e depende de *timing*.
- Estratégias concentradas devem ser evitadas, não só pelo maior risco, mas, principalmente, pela alta incerteza associada a retornos futuros.
- Diversificação é a alternativa mais eficiente. Apesar das flutuações de curto prazo, permite que se alcance um retorno esperado maior no longo prazo com um risco controlado.
- Fundos quantitativos descorrelacionados do mercado e que tendem a apresentar seus melhores resultados nos períodos mais voláteis se destacam como uma excelente alternativa de diversificação.

## **Juros baixos e alta volatilidade. E agora?**

Com a significativa queda da taxa de juros básica pelo Banco Central, o investidor brasileiro vive um dilema. Na busca por retornos mais altos, a única alternativa é aumentar sua exposição a ativos de maior risco. Por outro lado, maior risco significa elevar o potencial de perda. Dada toda a incerteza que tomou conta dos mercados este ano, com uma das quedas e recuperações mais rápidas observadas na história, não é de se estranhar o receio dos investidores com o futuro de suas economias e o interesse por opções efetivas para diminuir o risco de suas carteiras sem abrir mão de um retorno mais alto no longo prazo.

Para atravessar esse cenário turbulento, a diversificação é uma das ferramentas mais eficientes à disposição do investidor que precisa de uma melhor relação entre risco e retorno. Selecionando adequadamente os componentes da carteira, é possível obter um retorno esperado maior com um risco controlado. Nesse contexto, fundos quantitativos descorrelacionados do resto do mercado que tendem a apresentar seus melhores momentos nos períodos mais voláteis se destacam como uma excelente alternativa de diversificação.

## **Como posso proteger meu portfólio?**

### *“Hedge”*

Todos querem dormir tranquilos com carteiras perfeitas que compensem eventuais quedas do mercado e ainda assim gerem retornos positivos no longo prazo. Infelizmente, conforme alerta uma das últimas publicações da AQR<sup>1</sup> sobre alocação de ativos, na prática isso não é possível porque para montar uma estratégia de *“hedge”*, ou proteção de carteira, o investidor precisará de instrumentos com forte correlação negativa, ou seja, que se movam na direção contrária a dos investimentos. No caso da proteção de uma carteira de ações, por exemplo, esse objetivo pode ser alcançado por meio da simples diminuição da posição comprada, ou através de derivativos financeiros como a venda de contratos futuros de índice de ações ou compra de opções de venda.

No longo prazo, porém, essas estratégias também trarão retornos negativos. Assumindo que a razão da seleção dos componentes de uma carteira tenha sido seu retorno (prêmio) esperado positivo compensando o risco incorrido, uma posição na direção contrária trará consigo uma diminuição do retorno esperado. Isso só não ocorrerá, se o investidor conseguir acertar o momento certo, *“timing”*, da estratégia de *hedge*. Infelizmente, a despeito do que clamam alguns *“gurus”* do mercado, acertar o timing de viradas consistentemente é uma tarefa bem complicada.

### *“Diversificação”*

Acessível à grande maioria, por outro lado, a estratégia de diversificação permite diminuir o risco de um portfólio sem reduzir seu retorno esperado no longo prazo. Ao distribuir seus investimentos em ativos descorrelacionados, o investidor consegue minimizar a flutuação esperada dos retornos de seu portfólio e ao mesmo tempo se beneficiar de ganhos de diferentes tipos de estratégias. Ao limitar a exposição concentrada a qualquer ativo de risco, evita também que o resultado final seja fortemente afetado, por exemplo, pelo potencial mau desempenho futuro de um único gestor ou instrumento financeiro selecionado.

---

<sup>1</sup> Mendelson M. and Mees Z., AQR, May 2019, *“You Can’t Hedge, but You Can Diversify”*, <https://www.aqr.com/Insights/Research/Chief-Investment-Quarterly/You-Cant-Hedge-but-You-Can-Diversify>

Apesar dos benefícios de longo prazo, é importante destacar que, diferentemente da estratégia de *hedge*, a diversificação não garante a proteção da carteira. No curto prazo, por serem desconectados, não sabemos como os componentes individuais se comportarão. O fato do mercado acionário subir ou cair, por exemplo, nada nos diz sobre o retorno de uma estratégia independente do Ibovespa e, conseqüentemente, sobre seu impacto no retorno agregado do portfólio.

Ao se analisar a série de retornos históricos no longo prazo, no entanto, a melhor relação entre risco e retorno de uma carteira equilibrada contra alternativas concentradas em ações ou em fundos altamente correlacionados fica evidente – especialmente, em momentos de perdas generalizadas como o início da pandemia que passamos recentemente, ou períodos de turbulência passados como o “*Joelsley Day*” ou a greve dos caminhoneiros de 2018. Nessas ocasiões, ganhos que levaram anos para serem acumulados desapareceram rapidamente. Em muitos desses casos, alguns investidores, seja por receio, liquidez ou controle de risco, foram forçados a realizarem seus prejuízos saindo de suas posições e, por consequência, renunciando recuperações futuras.

### **Eu não teria rendimentos melhores concentrando meus investimentos na estratégia de maior retorno?**

Investidores com bastante liquidez e maior apetite ao risco normalmente questionam a necessidade de uma carteira diversificada, uma vez que se consideram investidores de longo prazo que conseguem suportar as oscilações do mercado. Sob esse argumento, afirmam que preferem concentrar suas apostas em suas estratégias ou gestores “vencedores” para não abrir mão dos retornos mais altos. A princípio, essa argumentação poderia fazer sentido. Na prática, no entanto, essa estratégia não funciona.

De fato, o retorno esperado de nossa carteira nada mais é que a média ponderada de seus componentes. Matematicamente, a principal vantagem da diversificação vem da diminuição do risco do portfólio, o que permite ao investidor de uma carteira balanceada alcançar o mesmo retorno com um risco menor. Ignorando uma potencial alavancagem, a diversificação realmente não aumentaria o retorno esperado da carteira. No entanto, conforme mencionado anteriormente, flutuações de portfólios concentrados podem ser tão severas que levam muitos investidores, mesmos os que *a priori* se consideram mais resilientes ao risco, a se desfazer dos seus investimentos no meio do caminho, fazendo com que os mesmos não consigam alcançar os retornos de longo prazo superiores.

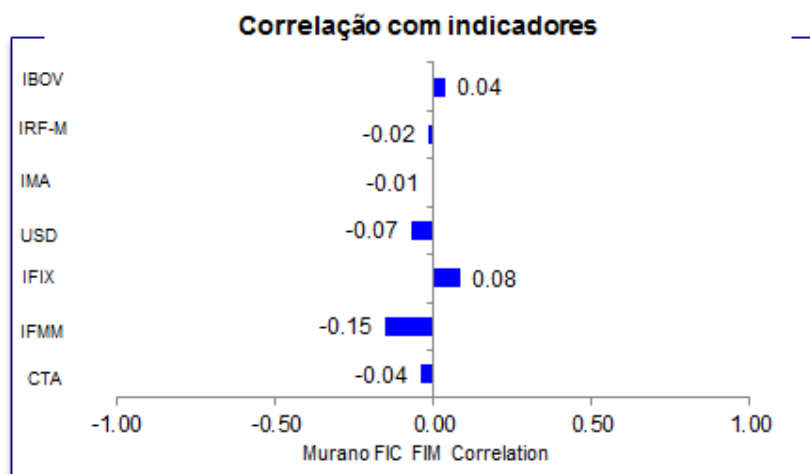
A principal falha do argumento acima, no entanto, está relacionada à incerteza dos retornos esperados. Pressupõe-se que sabemos o verdadeiro retorno esperado dos ativos. Na prática, retornos futuros de ativos financeiros são altamente incertos gerando intenso debate acadêmico até mesmo sobre como qual seria a magnitude do próprio prêmio risco do mercado de ações. A incerteza sobre resultados futuros de gestores é ainda maior. Nesse caso, vale a pena prestar mais atenção na letra miúda dos prospectos de investimentos que sempre nos lembram que “retornos passados não são garantias de retornos futuros”. Estudos acadêmicos, na verdade, apontam na

direção contrária<sup>2</sup>. A diversificação, nesse caso, é fundamental para limitar a exposição e consequentemente a perda devido a um imprevisto ou erro na previsão do retorno esperado de um único componente.

### **Por que os fundos quantitativos são geralmente recomendados para diversificação de portfólios?**

O princípio básico de um fundo quantitativo é que pequenas distorções detectadas nos dados históricos irão se repetir no futuro. Para realizar o ganho advindo destas pequenas vantagens, utilizam a estatística e as leis dos grandes números a seu favor. É como se tivéssemos uma moeda que ao invés de ter chances iguais de cair cara ou coroa, tivesse uma probabilidade maior de cair em uma das faces. Digamos que essa vantagem fosse de 52% contra 48% e tivéssemos R\$ 1 milhão para investir. Uma única aposta seria muito arriscada, e, provavelmente, negada pela maioria dos investidores. Mas, se pudéssemos diminuir o valor do investimento individual e repetir a mesma aposta um número alto de vezes, quase todos provavelmente aceitariam a oportunidade uma vez que a chance de capitalizar a vantagem de 4% por jogo seria bastante alta.

Os fundos quantitativos, normalmente, utilizam um mecanismo semelhante para monetizar as vantagens de seus modelos se baseando numa grande variedade de ativos e estratégias descorrelacionadas entre si, como se estivessem jogando várias moedas em paralelo, melhorando suas chances de sucesso. O resultado deste processo é um fluxo de retornos naturalmente descorrelacionado dos fundos tradicionais e, dado o pequeno tamanho dos fundos quantitativos no Brasil, uma excelente fonte de diversificação de carteiras. A figura<sup>3</sup> abaixo realça esse comportamento, ilustrando a baixa correlação do Murano FIC FIM com os principais indicadores econômicos.



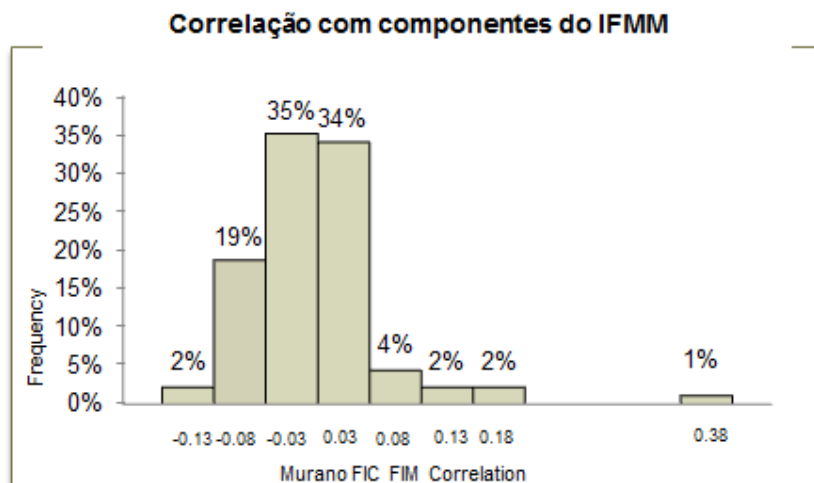
O histograma de correlação do Murano FIC FIM com os componentes do IFMM<sup>4</sup> ilustrado abaixo confirma a descorrelação com os outros fundos multimercados. Vê-se, por exemplo, que 99% dos

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, Cornell, Bradford and Hsu, Jason C. and Nanigian, David, The Harm in Selecting Funds that Have Recently Outperformed (February 25, 2016). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2732060> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2732060>

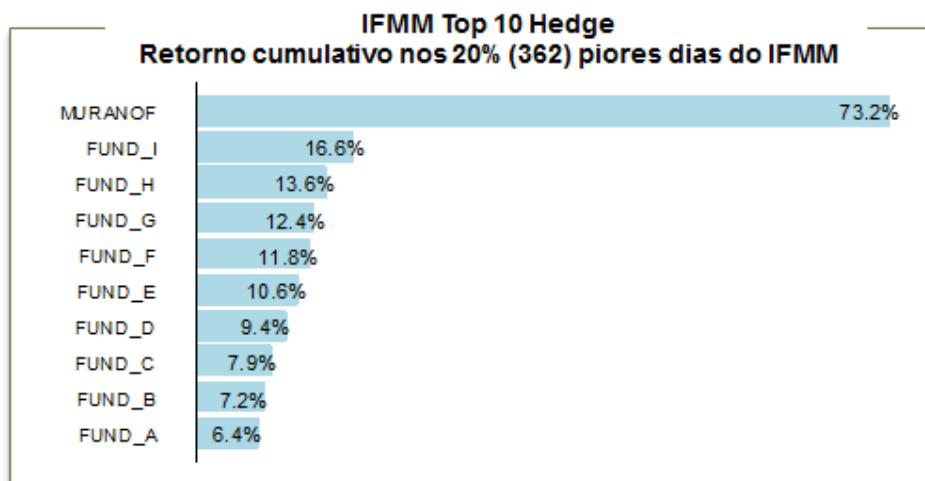
<sup>3</sup> Assim como nos demais gráficos apresentados, o período utilizado foi de Abril de 2013 a 18 de junho de 2020. Fonte: Bloomberg

<sup>4</sup> Índice de fundos multimercados do BTG Pactual

fundos tem correlação inferior a 0.18 com o Murano FIC FIM – uma diferença marcante dos demais componentes do IFMM que têm correlação média próxima de 0.40 entre si. De fato, a correlação média do Murano FIC FIM com os demais é de -0.003, o que o torna o fundo mais descorrelacionado da amostra analisada.



Alguns fundos quantitativos, como o Murano, além de serem descorrelacionados, também têm como característica a tendência de apresentar retornos positivos em momentos de stress, reduzindo o risco de perdas sincronizadas em uma eventual virada de mercado – como ocorreu recentemente na pandemia, nos eventos do senador Delcídio do Amaral em 2016 (risco positivo nesse caso), na delação da JBS ou no evento dos caminhoneiros em 2018. Estas características tornam este tipo de fundo ideal para balancear portfólios. Como podemos ver na figura abaixo, nenhum fundo da amostra rendeu tanto quanto o Murano FIC FIM nos 20% piores dias do IFMM. Nesse período, quando o investidor mais precisou dos benefícios de um portfólio diversificado, o Murano FIC FIM teve um retorno acumulado de 73% superando significativamente todos os componentes do IFMM.



Ao adicionarmos um fundo que tende a subir quando a maioria dos outros componentes cai, melhoramos as métricas de performance da carteira. Numa simulação com os 10 maiores

componentes do IFMM, por exemplo, a adição do Murano FIC FIM reduz a volatilidade, aumenta o retorno e o *Sharpe*, além de diminuir o *drawdown* (perda máxima) do portfólio.

É importante ressaltar que nem todos os fundos quantitativos são iguais, apesar da grande maioria serem descorrelacionados. Um fundo sistemático de ações, por exemplo, normalmente será bastante correlacionado com a bolsa. Ao selecionar um fundo para diversificar um portfólio, vale checar sua matriz de correlação e seu comportamento em crises anteriores. Isso não quer dizer que um fundo quantitativo que não possua as características ideais para a diversificação descritas aqui não deva ser utilizado. Ao fazer essa análise, o investidor notará que alguns deles têm um bom desempenho e, mesmo sendo mais correlacionados com o resto da indústria, podem ser considerados como alternativas atraentes a tradicionais fundos discricionários na composição de portfólios. Da mesma forma, alguns fundos discricionários podem ser mais descorrelacionados que outros quantitativos.

#### **Como devo montar minha carteira se desejo maiores retornos com risco controlado?**

Visando retornos mais altos que os oferecidos pelos títulos atrelados a taxa básica de juros, o investidor precisará eventualmente adicionar ativos com mais risco em sua carteira. Não há, no entanto, uma composição única que atenda a todos. A carteira ideal, no final, depende de uma série de fatores que variam de acordo com os objetivos individuais de cada investidor, de suas restrições, liquidez, situação fiscal, preferência por certos gestores e perfil de risco, por exemplo. Quaisquer que sejam esses fatores, dificilmente alguém não se beneficiará das vantagens da diversificação – apontada, frequentemente, como o “único almoço grátis disponível no mercado”. Nesse contexto, o impacto positivo de fundos quantitativos descorrelacionados na diminuição do risco da carteira deve ser considerado como uma opção eficiente de diversificação – ainda mais agora quando os indicadores de volatilidade do mercado ainda sugerem que, apesar da recuperação que observamos recentemente nos mercados, devemos ter um ambiente de bastante incerteza pela frente.

**Moacir Fernandes** (*PhD em Finanças pela London School of Economics e sócio da Murano Investimentos*)