



Carta
Galapagos
Wealth
Management

Set / Out 2021

RISCO

substantivo masculino

Risco é a probabilidade de insucesso de determinado empreendimento, em função de acontecimento eventual, incerto, cuja ocorrência não depende exclusivamente da vontade dos interessados.

Embora o verbete de dicionário acima defina a palavra risco, o conceito de risco admite muitas significâncias e sua percepção varia de pessoa para pessoa. Existe risco em atravessar uma rua e, também, em saltar de paraquedas. As magnitudes dos riscos assumidos nesses casos são muito diferentes. É muito importante entendermos a magnitude dos riscos que estamos assumindo em qualquer circunstância e, mais do que isso, não ignorá-los ou subestimá-los.

Muitos investidores tendem a assumir riscos maiores do que sua propensão admitiria, principalmente por não compreenderem todos os aspectos dos riscos que estão assumindo quando montam uma posição em um determinado ativo ou em uma carteira de ativos.

Além disso um mesmo risco pode ser percebido de modo diferente por pessoas diferentes. Para uma pessoa o risco de bater o carro pode ser considerado pequeno, enquanto outra enxerga-o como algo altamente provável.

O mesmo investidor tem também propensões diferentes a assumir os mesmos riscos em momentos diferentes. Risco, portanto, está associado à economia comportamental e não é um conceito simples de destrinchar.

O risco é parte de qualquer empreitada humana e é elemento do avanço da civilização – da invenção de ferramentas pelo homem das cavernas até a terapia genética – que foi possível porque algum agente econômico se dispôs a correr os riscos de desafiar o estado das coisas de então (DAMODARAN, 2008). Ao longo da maior parte da história da civilização, risco e sobrevivência andaram paralelamente. O homem pré-histórico vivia uma vida breve e brutal, a procura por alimento e abrigo o expunha aos perigos da natureza. De fato, nos primórdios de nossa história, risco (dano físico) e retorno (recompensa material do alimento) sempre foram positivamente correlacionados. O homem das cavernas que corria riscos poderia conseguir ou não seu alimento. Já o homem que não corria o risco morria de fome pois já tinha concretizada a perda da chance de obter alimentos. A máxima de que “não existe almoço de graça” do laureado economista Milton Friedman tem sua lógica na história do risco-retorno desde a pré-história.

Para Damodaran (2008), em um mundo em que as pessoas praticam esportes radicais e os jogos de azar são um negócio de bilhões de dólares, está claro que os seres humanos, coletivamente, sentem-se por vezes atraídos pelo risco, e que alguns são mais suscetíveis a essa atração do que outros. Para Bernstein (1996), enquanto os psicanalistas do início do século XX consideravam o risco como uma doença, o fato desse comportamento ser tão difundido na humanidade sugere que o fascínio pelo fenômeno é parte da natureza humana, ainda que nenhuma recompensa racional a essa exposição seja escolhida. Contudo, também há evidências de que o ser humano tenta evitar risco em suas empreitadas pessoais.

A história tem demonstrado evidências de riscos e da maneira como os seres humanos reagiram diante dele, enquanto a Teoria Econômica recorre a funções de utilidade para definir a relação ao menor risco econômico. Para a economia neoclássica, os agentes econômicos fazem escolhas com objetivo de maximizar a utilidade esperada e não a riqueza.

O primeiro trabalho nesta linha foi elaborado por Bernoulli (1738). Em primeiro lugar, ele observou que o valor atrelado a uma aposta específica (descritas em “O Paradoxo de São Petersburgo”) varia de acordo com as preferências individuais. Ou seja, alguns indivíduos estão dispostos a pagar mais do que outros, sendo essa diferença uma função da aversão ao risco. Em segundo lugar, a utilidade em ganhar um dólar adicional diminui com a riqueza. Assim, o ganho de um montante é muito mais importante para um pobre do que para um rico. Bernoulli (1738) trouxe o argumento que a utilidade marginal da riqueza diminui à medida que esta aumenta, uma opção que se insere na essência da maioria das teorias econômicas tradicionais. Por mais simplista que possa parecer, o experimento de Bernoulli foi a bandeirada de largada para a análise científica dos riscos.

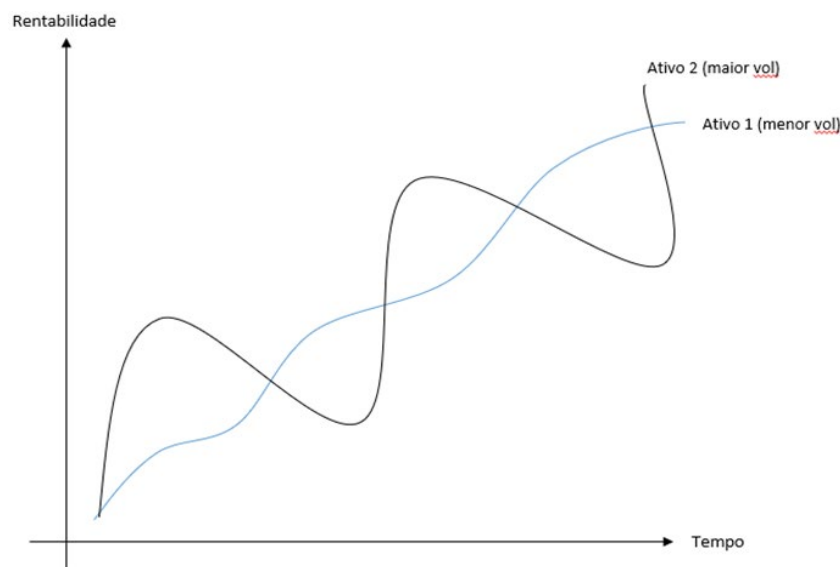
Neste mês vamos abordar alguns aspectos dos riscos dos ativos financeiros com o objetivo de contribuir para que nossos investidores os compreendam melhor e assim, possam tomar decisões mais aderentes ao seu perfil de risco, que varia bastante de pessoa para pessoa.

Conforme ressalta Bernstein (1996), a ideia revolucionária que define a fronteira entre os tempos modernos e pós-modernos com o passado é o domínio do risco: a noção de que o futuro é mais do que um capricho dos Deuses e de que homens e mulheres não são agentes econômicos passivos ante a natureza.

Atualmente compreendemos bem a natureza aleatória do risco, imprevisível mesmo, de uma vasta gama de fenômenos.

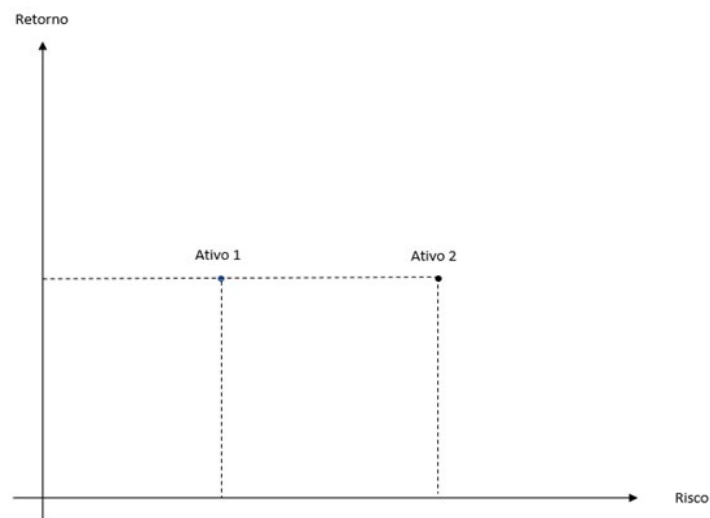
Quando falamos em risco de mercado de um ativo financeiro, por exemplo, estamos nos referindo à sua volatilidade ou à sua oscilação ao longo do tempo. Essa métrica é bastante difundida e vale para ativos que têm determinada liquidez em mercado secundário desenvolvido, ou seja, que tenha um volume mínimo negociado em bolsa de valores.

Se dois ativos têm a mesma rentabilidade num determinado período de tempo mas os caminhos percorridos ao longo do tempo são diferentes, conforme mostrado no gráfico abaixo, a preferência do investidor é por aquele ativo cujo caminho percorrido é mais suave ou, dito de outra forma, por aquele cuja volatilidade (oscilação) é menor.

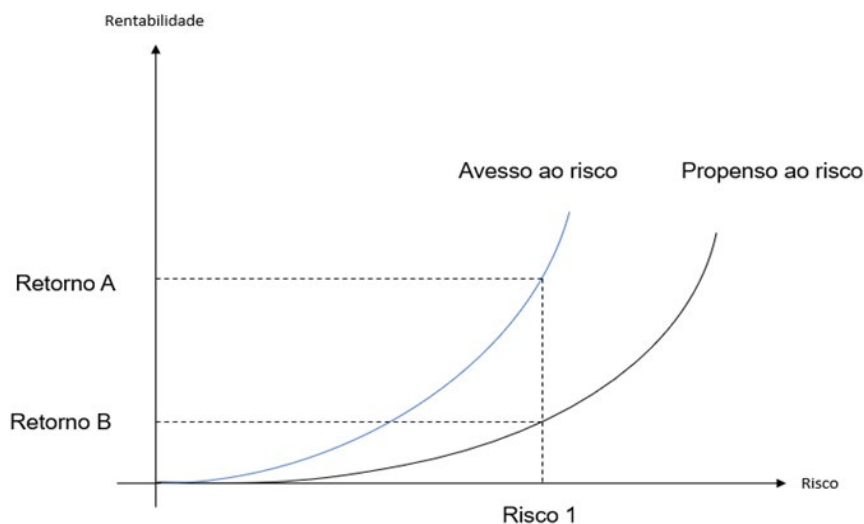


Medimos a volatilidade de um ativo calculando o desvio padrão dos seus retornos diários e padronizamos o desvio padrão anualizando-o, ou seja, multiplicando o desvio padrão por raiz de 252 (número de dias uteis de 1 ano). $\text{Raiz}(252) = 15,87$.

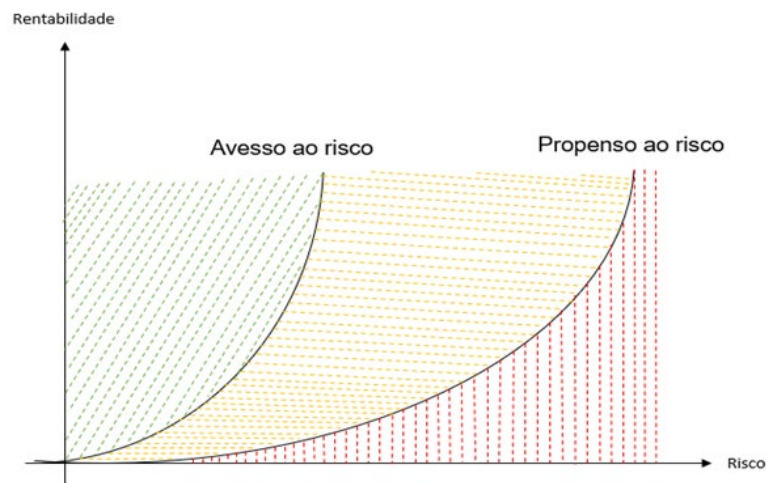
Quando plotamos os ativos do gráfico 1 em outro gráfico, de risco/retorno, obtemos os pontos abaixo. Aqui também fica clara a preferência do investidor pelo ativo 1, mais próximo ao eixo das ordenadas (retorno) pois com a mesma rentabilidade o ativo sujeitou o investidor a menos risco.



De acordo com a teoria CAPM, o investidor busca otimizar (minimizar) o risco/retorno de sua carteira de acordo com sua aversão/propensão a correr riscos. As curvas de indiferença do investidor avesso e propenso ao risco são mostradas no gráfico 3 abaixo.



O investidor avesso ao risco tem mais restrições na escolha de ativos para investir e só aceita fazê-lo em ativos que se encontram na área verde do gráfico. O investidor propenso ao risco, topa investir nos ativos das áreas verde e amarela do gráfico. Nenhum dos investidores aceita investir na área vermelha do gráfico pois para um determinado retorno esperado do ativo, o risco é maior do que eles suportam.



Alocamos nossos clientes primordialmente em ativos de crédito pois, pelos motivos já abordados em cartas anteriores, entendemos que é nessa classe de ativos que o risco/retorno é mais favorável ao investidor.

Indo mais a fundo nessa questão e olhando apenas para os produtos dessa classe de ativos, também podemos classificar cada um deles de acordo com o seu risco/retorno. Como a maioria dos produtos que investimos são de crédito estruturado e como geralmente ficamos com a oferta toda dos ativos que colocamos para nossos clientes, os produtos em que investimos não têm um mercado secundário desenvolvido. Embora os ativos de crédito estruturado também estejam sujeitos ao risco de oscilação das taxas de mercado, o risco de crédito é preponderante e é dele que trataremos em seguida, com uma abordagem análoga à que fizemos com o risco de mercado no início do texto.

O risco de crédito é mais difícil de ser mensurado por um único indicador calculado como a volatilidade serve ao risco de mercado. Desse modo, a estruturação dos produtos de crédito, adquire uma função muito importante pois vários tópicos são levados em conta para mitigar possíveis riscos. Este é um trabalho árduo e minucioso que envolve diversas áreas da Galapagos Capital. Resultado passado da empresa tomadora, área de atuação, comportamento passado da carteira de crédito a ser investida, detalhes legais, perspectivas futuras, entre outras, são variáveis minuciosamente destrinchadas antes da aprovação de cada produto.

A pulverização da carteira em vários ativos, como veremos adiante, é um fator preponderante para a mitigação dos riscos envolvidos e deve ser sempre observada pelos investidores.

Um quesito extremamente importante a ser levado em conta na percepção do risco de crédito envolvido numa estratégia é a sub-classe de ativo investida e sua robustez quanto à governança, procedimento de aprovação, comportamento no tempo, forma de pagamento, cobrança e principalmente à sua inadimplência histórica comparada às proteções oferecidas pelo produto.

Nesse aspecto gostaríamos de mencionar uma estratégia de investimento que, embora não tenham a maior taxa, possui uma estrutura de proteção muito abrangente e garantias que excedem em muito os riscos envolvidos.

Essa estratégia é uma carteira de crédito consignado estadual cuja inadimplência histórica raríssimas vezes ficou fora da faixa de 1% a 3%. O fato de o crédito consignado ser descontado em folha e de seu processo de concessão e cobrança já estar sacramentado, faz dele uma modalidade muito segura de empréstimo, com alta previsibilidade dos recebimentos.

Além disso, se considerarmos que o fundo oferece ao cotista sênior 40% de subordinação, os riscos são imensamente reduzidos. Finalmente, quando se limita a alocação nesse ativo em 10% da carteira, as probabilidades de perda e sua magnitude são trazidas para um patamar muito baixo.

Desse modo, esse ativo deve fazer parte de uma carteira de crédito. Ainda que sua taxa seja ligeiramente menor que outros produtos da gestora, seu risco/retorno extremamente favorável faz dele um alicerce importante em qualquer alocação que se pretende saudável.

Uma carteira com esse ativo tem seu risco bem menor que outra carteira semelhante sem o ativo.

Alguns clientes da gestora têm mostrado aversão a alocarem nessa estratégia, alegando sua baixa taxa de retorno. Nós gestores discordamos disso, dado que a taxa de CDI + 5% aa é bem interessante.

Segue um exemplo abaixo de comportamento do investidor que mostra sua aversão ao risco. Com esse exemplo, queremos mostrar que produtos com baixíssimo risco devem compor também a carteira de nossos investidores.

Nas últimas décadas, houve algumas tentativas de pesquisadores, insatisfeitos com a teoria convencional de utilidade, ou desconcertados com a dimensão do apoio empírico a ela dado, de descobrir caminhos alternativos para explicar a aversão ao risco. O ponto de partida para muitos dos questionamentos acerca da teoria da utilidade esperada de Neumann-Morgenstern foi o paradoxo exposto por Maurice Allais (1979) em dois pares de escolhas de apostas apresentadas no Quadro 1.

QUADRO 1 – APOSTAS POSSÍVEIS

Aposta1	\$ 100 com 100% de chance
Aposta2	\$ 0 com 1%; \$ 100 com 89% e \$ 500 com 10% de chances.

Pela utilidade esperada teríamos

- Opção 1** Utilidade = R\$ 100,00 x 100% = R\$ 100,00 x 1 = R\$ 100,00
- Opção 2** Utilidade = R\$ 0,00 x 1% + R\$ 100,00 x 89% + R\$ 500,00 x 10% = R\$ 89,00 + R\$ 50,00 = R\$ 139,00

A maioria dos indivíduos preferiu a opção 1, contrariando a lógica da teoria da utilidade, mais consistente com a teoria de aversão ao risco do indivíduo, pois na aposta 1, não há risco de perder.

Em suma, parece haver uma clara evidência de que os seres humanos, em geral, são avessos ao risco e de que esse sentimento aumenta quanto maior a quantia em jogo. Também há evidências de diferenças significativas em aversão ao risco entre indivíduos, pois alguns não demonstram qualquer sinal de aversão, enquanto outros mesmo buscam o risco.

Esse exemplo de um fato empírico que a princípio refuta a lei da maximização da utilidade pode ser considerado um paradoxo em nosso texto já que estamos tentando mostrar que produtos com menos risco devem compor a carteira do investidor para conferir maior robustez à mesma.

No entanto, respeitar os fatos empíricos e espelhar nas carteiras de nossos clientes seus reais anseios, nos parece importantíssimo do ponto de vista da gestão.

Costumamos dizer que fazer gestão significa scanear os desejos mais profundos de nossos investidores e refletir em suas carteiras as imagens obtidas.

Para construirmos carteiras mais equilibradas, temos que colocar ingredientes de tudo que a teoria econômica a respeito do risco nos ensina, desde as mais complicadas equações das funções utilidade, até os resultados empíricos aparentemente paradoxais. É importante passarmos para nossos investidores que quando pulverizamos suas carteiras com ativos diferentes, de diferentes setores, estamos minimizando os riscos analisado sob diversas óticas.



BAIXE O APP DA
GALAPAGOS.

Sua carteira de investimentos na palma
da sua mão. Simples e intuitivo.



DÚVIDAS?
FALE COM A GENTE
PELO WHATSAPP:
(11) 98550-0230



SIGA A PÁGINA DA
GALAPAGOS WM
NO LINKEDIN.