

Palavra do *Especialista*

por **Francisca Brasileiro**

Diretora de Investment Solutions da TAG Investimentos

Construção de Portfólio

Insights das valiosas lições de Howard Marks

São Paulo, novembro de 2024

Uma nova forma de pensar a Construção de Portfólio

Em seu último MEMO, "Ruminating on Asset Allocation", Howard Marks compartilha reflexões sobre um insight recente ao analisar o processo de construção de portfólios, abordando a distinção entre Dívida e Equity. Aqui, entendemos equity como todas as classes de ativos que nos tornam sócios de uma empresa, como ações e Private Equity.

Marks discute a segurança e a estabilidade da Dívida em comparação com o prêmio e a volatilidade do equity, tanto em relação a empresas quanto a países, já que os títulos públicos podem ser vistos como dívida soberana.

Para mim, o insight veio ao pensar em toda a carteira em termos de exposição a diferentes emissores, seja por meio de Dívida ou Equity.

Podemos considerar o primeiro nível de construção de portfólio de um "Fundo de Pensão Brasileiro Padrão" como aproximadamente:

- 88% Dívida
- 12% Equity (incluindo offshore)

Diante dos níveis atuais de juros, essa distribuição parece razoável. Não é necessário assumir riscos excessivos em busca de retornos mais altos, e a segurança da Dívida não está particularmente ameaçada neste momento, apesar da alavancagem geral.

Ao analisarmos a distribuição por tipo de emissor, notamos:

- I. 70% ou mais em Dívida do governo brasileiro
- II. 13% em Dívidas de empresas brasileiras
- III. 1,5%, somente, em Dívida de empresas globais
- IV. 0,5%, no máximo, em Dívida de países desenvolvidos
- V. 3% ou menos, em empresas estrangeiras

São Paulo, novembro de 2024

Por fim, seguimos uma visão mais tradicional, focando na volatilidade de curto prazo em vez do risco real que enfrentamos. Isso se reflete na forte correlação entre os ativos da nossa carteira que, no fundo, estão todos ligados aos mesmos fatores de risco.

- **DISTRIBUIÇÃO REGIONAL**
Quando falamos de Dívida, há uma concentração significativa em um país emergente e “*high yield*” como o nosso, que não possui rating de grau de investimento.
- **EXPOSIÇÃO CAMBIAL**
Deve ser vista principalmente como um *hedge* contra o risco Brasil. Quanto maior a exposição ao nosso país, especialmente no *equity*, maior a necessidade de proteção. Em relação a outros países, esse risco pode e deve ser *hedge*, já que nosso passivo é local.
- **DIVERSIFICAÇÃO SETORIAL**
Estamos mal diversificados. No *equity* brasileiro temos uma grande exposição a commodities e quase nenhuma a tecnologia ou saúde. Em Dívida, a exposição ao setor de varejo e a outros setores menos sólidos está acima do desejado.
- **EXPOSIÇÃO A INDEXADORES**
Para proteger um passivo ligado à inflação, é crucial ter uma alta exposição a ativos que também acompanham a inflação. Muitas vezes, confundimos o risco de *duration* com o risco inflacionário, resultando em alta exposição ao CDI. A discussão sobre indexação deve focar mais na definição de metas e objetivos de retorno do que em oportunidades momentâneas.
- **EXPOSIÇÃO A DURATION/PRAZO**
Em um portfólio com 88% de Dívida, a maior fonte de volatilidade pode ser o prazo dessa Dívida. Quanto mais longa a Dívida, maior o risco de não recebermos nosso dinheiro de volta e maior a oscilação de mercado. Se as taxas forem atrativas e o prazo estiver alinhado com nossos compromissos, essa volatilidade pode não ser um risco a evitar.
- **EXPOSIÇÃO A RATING**
Aqui está o maior risco do nosso portfólio: a possibilidade de não recebermos o capital investido. Tanto em *equity* quanto em Dívida, a falência do emissor ou o aumento do risco de *default* podem resultar em perdas. Precisamos integrar essa avaliação ao conjunto do portfólio. No final, a análise do nosso portfólio deve considerar:

São Paulo, novembro de 2024

- XX% - Chance inferior a 1% de *default*.
- YY% - Chance inferior a 5% de *default*.
- ZZ% - Chance inferior a 10% de *default*.

Após este insight, inspirado pelo insight que Howard Marks teve na Austrália, é hora de revisitar nossas estratégias e considerar o que pode ser ajustado em nossos portfólios. O modelo tradicional de definição da macro alocação, baseado na fronteira eficiente, não contempla nenhuma das abordagens mencionadas acima. Precisamos urgentemente revisitar esse modelo e incluir novos olhares, mais alinhados com o nosso passivo e com a realidade de um mercado cada vez mais volátil e complexo. Não podemos ignorar a realidade: o viés de casa (home bias), a aversão à volatilidade de curto prazo e as complexidades do gerenciamento de passivos. No entanto, essa nova perspectiva nos oferece maneiras diferentes de analisar a carteira!



Francisca Brasileiro

Diretora de Investment Solutions da TAG Investimentos



TAG | 20

INVESTIMENTOS ANOS

Este material não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.