

## Investimento no exterior – Uma visão “contrarian”

Era uma vez um país fortemente fechado a investimentos no exterior e que tinha o chamado home bias (viés de aplicações no mercado local) muito apurado. Essa tendência era reforçada pela pornográfica taxa de juros reais que chegou a dois dígitos a partir de 1994 até a violenta redução ocorrida desde 2017. A pergunta que vinha à mente de qualquer investidor brasileiro era a seguinte: Por que investir fora do Brasil se temos um retorno tão alto com ativos brasileiros? Uma dúvida que fazia sentido para o leigo que não conheça o conceito de diversificação. Para sanar essa questão, sempre se repete a velha expressão: “Nunca coloque os ovos na mesma cesta”. A lógica é que se puder comprar outros mercados – diversificação por país, ações, renda fixa, moedas – não faz sentido ficar focado em uma só carteira local e/ou com um só ativo.

Nos últimos anos, o investimento no exterior foi bastante incentivado. O pioneirismo veio da Instrução CVM 555 que abriu a possibilidade de os fundos de investimentos aplicarem recursos fora do Brasil. Cabe lembrar que o número de contas ativas em fundos de investimentos atinge 24 milhões no nosso país, marca oito vezes superior aos investidores registrados na B3 (3 milhões). Portanto, a abrangência da permissão da CVM é bem ampla. Algumas exceções ainda causam certas polêmicas, como a classificação de ETFs e BDRs como ativos estrangeiros e ADRs de ativos brasileiros como investimentos dentro ou fora do Brasil.

Além disso, o Governo lançou o programa de repatriação de capitais em 2016, regularizando a posse de recursos antes não declarados de brasileiros no exterior. Uma combinação de uma conta local e outra no exterior seria perfeita para consolidar a tal da diversificação.

No entanto, expliquemos o aparente inabalável conceito de diversificação, baseada muito no termo estatístico coeficiente de correlação, que vai de -1 até 1. Quanto maior a correlação (mais perto de 1), menos esse ativo serve como diversificador de seu portfólio. O raciocínio inverso ocorre com a correlação se aproxima de -1, quando o desvio-padrão do portfólio tende a cair bastante. Portanto, toda a lógica vendida na diversificação no Brasil e no mundo espera, em uma carteira local + internacional, que os papéis comprados no exterior ajudem a suavizar a volatilidade de um portfólio. No nosso caso, essa diversificação parece ainda mais atrativa quando encontramos ações, por exemplo, dos segmentos de tecnologia e farmacêutico, que são subrepresentados na bolsa brasileira.

Portanto, qual é a lógica de não diversificar, não seria um “almoço grátis”? Segundo o BIS, o total de valor do mercado acionário mundial atinge US\$ 105 trilhões, onde o Brasil representa menos de 1%. O mais curioso é que, ao final da década de 80, o Japão respondia por 47% do total, com os EUA ficando com 28%. Hoje, os EUA subiram para 40%, enquanto o Japão despencou para apenas 7%, mostrando a diferença do dinamismo das duas economias nos últimos 40 anos. Já o valor de mercado mundial da dívida alcança US\$ 130 trilhões.

Apresentemos os números das correlações, retornos e volatilidade calculados pelo Professor Gordon Bodnar da Wharton School, Universidade da Pensilvânia. Vamos sempre pensar na ótica do investidor norte-americano. Digamos que esse desejo comprar ações europeias para compor seu portfólio. Nos últimos 50 anos, as ações nos EUA subiram, em média, 11% ao a.a com desvio-padrão de 17% a.a. Já as ações europeias se valorizaram em 10% anuais com 21% de volatilidade. Qual a nossa surpresa em constatar que o coeficiente de correlação entre os retornos dos

mercados europeu e dos EUA saltou de 0,35 na década de 80 para os atuais 0,82. Em outras palavras, qual é a graça para um investidor norte-americano, em ter diversificado seu portfólio com ações europeias com menor rentabilidade, maior volatilidade e com coeficiente de correlação próximo de 1?

Já a série que compara os dados das ações de mercados emergentes e dos EUA é mais curta, começando em 1995 (26 anos). As conclusões são ainda mais surpreendentes: Retorno médio anual (10% para o S&P, 7% a.a. para os emergentes); volatilidade (18% a.a para o S&P, 40% a.a para os emergentes); e correlação (0,88). Novamente, a ideia fácil da diversificação é desafiada, pelo menos para o investidor norte-americano que vê no emergente menos retorno, mais desvio-padrão e com um desanimador altíssimo coeficiente de correlação.

Entre 2011 e 2021, o cenário não muda muito quando falamos em renda fixa local de mercados emergentes sem hedge (retorno de 0,75% a.a. com volatilidade de 11% a.a) versus renda fixa norte-americana (retorno de 3,76% a.a. com desvio-padrão de 3,55% a.a.). Porém, nesse caso, o coeficiente de correlação é mais animador, de 0,26.

A globalização dos mercados pode ser apontada como principal fator que desafia a lógica da diversificação. Hoje em dia, os operadores têm acesso às informações em tempo real e reagem simultaneamente, às vezes em manada. Os vasos comunicantes abertos pela tecnologia permitem que, por exemplo, após a divulgação de um relatório de emprego nos EUA, que gestores brasileiros, norte-americanos, europeus e japoneses reajam simultaneamente, elevando a correlação dos movimentos dos ativos.

A conclusão que chegamos é que, para o investidor brasileiro e europeu nos últimos anos, teria sido ótimo investir a maior fatia de seu portfólio no mercado de ações norte-americano (mais rentável e menos arriscado), o que é um conceito bem diferente de diversificar.

A teoria da diversificação funciona perfeitamente quando temos as condições normais de temperatura e pressão de mercados com maior retorno e volatilidade versus outros mercados com menor rentabilidade e desvio-padrão, envoltos em um coeficiente de correlação baixo, de preferência negativo. Diversificar investimentos com ativos estrangeiros não pode ser apenas uma moda, deve estar baseada na convicção de que o aplicador conseguirá a melhor relação risco-retorno para a sua carteira. Os números apresentados desafiam essa tese.

Alexandre Póvoa  
Presidente Valorando Consultoria

**Autor do livro: “Valuation, Como Precificar Ações” e “Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor”**

[alexandrepoova@globo.com](mailto:alexandrepoova@globo.com)