

O impacto dos cisnes negros nos mercados emergentes

Javier Estrada
24/09/2009

Usa-se o termo cisne negro para acontecimentos de forma inesperada, que têm um forte impacto na economia e, vistos em retrospecto, podem parecer previsíveis. São exemplos a Segunda-feira Negra de 19 de outubro de 1987 e os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001. Há dois anos venho estudando esses fenômenos. Como parte desse estudo, tento medir os efeitos de fatos fora do padrão sobre o comportamento dos investimentos nos mercados emergentes.

Temos aí duas questões: como os investidores podem saber quando entrar ou sair de um mercado e se eles podem prever esses fatos. Como acontece na natureza, cisnes negros são raros nas finanças. Mas investimentos de longo prazo nos emergentes que têm sucesso por meio do "timing" do mercado parecem ser ainda mais raros.

A sabedoria convencional diz que fazer um investimento é como colocar seu dinheiro em algum lugar e esperar. Seu capital aumenta de forma lenta, mas segura. Esta visão, porém, tem origem na abordagem estatística de um retorno distribuído de maneira normal. Questiono este princípio muito usado no mercado financeiro.

Já analisei mais de 110 mil retornos diários de 16 mercados emergentes. Os resultados mostram que, ao contrário do dito pela sabedoria convencional, todos os mercados passam por oscilações diárias muito grandes.

O mais alto dos máximos retornos diários, de 51,24%, ocorreu na Coreia do Sul, com uma média de 24,50% entre os mercados. O mais baixo dos retornos diários mínimos, de -51,16%, teve lugar também na Coreia do Sul, com média de -20,27%. Nenhum mercado emergente está livre de flutuações. Considero fora do normal retornos diários com mais de três desvios padrão com relação ao meio. Os dados colhidos sugerem que são mais frequentes do que julgam muitos acadêmicos.

Na Argentina, por exemplo, durante o período estudado, ocorreram 29 anormalidades negativas, quando só dez foram previstas. Quanto às anormalidades positivas, foram observadas 80, das quais dez foram previstas. Assim, ocorreram mais de cinco vezes o número de anormalidades inesperadas do que as previstas.

Ao observarmos o quadro mais amplo, envolvendo todos os mercados, verificamos que foram observados em média 119 fatos inesperados, quase seis vezes mais do que os 19 previstos. Imagine então a quantidade de dinheiro que os investidores teriam obtido se pudessem prever todos os fatos.

Assim, se esses fatos ocorrem com frequência maior do que pensamos, qual é seu efeito sobre o comportamento a longo prazo da carteira dos investidores?

Primeiro, calculei quanto o investidor teria ganhado se tivesse esperado simplesmente o resultado de cada mercado durante o período da amostragem. Depois, comparei este total com o obtido se os investidores tivessem perdido os 10, 20 e 100 melhores dias em cada mercado. Em média, teriam perdido 69,3%, 84,8% e 99,4% com relação ao resultado do investimento passivo. Por outro lado, se tivessem perdido os 10, 20 e 100 piores dias, os resultados seriam respectivamente 337,1%, 1.060,0% e 381.672,6% melhores do que os do investimento passivo.

Esses números mostram que os resultados a longo prazo não são criados de forma lenta e constante, com o passar do tempo. Eles são determinados por uma série de altos e baixos. Infelizmente, é extremamente improvável que o investidor consiga determinar com sucesso a maneira correta de entrar e sair de um mercado. Por exemplo, dez dias constituem apenas 0,15% do total de dias da média dos mercados considerados no estudo. Assim, prever corretamente os dias em que vão ocorrer as grandes oscilações é quase impossível.

Tentar prever a pequena proporção dos dias que determinam enormes criações e destruições de

riqueza é uma proposição vã, como jogar na roleta. Por isso, os cisnes negros são algo com o que os investidores precisam aprender a conviver. Isso é ainda mais correto quando se coloca dinheiro nos mercados emergentes, onde o impacto dos cisnes negros no comportamento a longo prazo dos investimentos é ainda maior do que nos mercados desenvolvidos.

Mas nem todos os fatos inesperados são negativos. Assim, os investidores devem estar seguros de que têm aplicações diversificadas. Minha recomendação é a de ter uma carteira diversificada e não tentar brincar de ler o futuro. Assim, temos ao mesmo tempo uma certa proteção contra os cisnes negros negativos e uma forma de aproveitar os positivos.

Javier Estrada é professor da escola de negócios IESE

E-mail: jestrada@iese.edu