



## Diversificação em tempos de choque: o caminho para carteiras verdadeiramente resilientes

Por: Prof. Doutor Pedro Rino Vieira | Professor de Finanças no ISEG | Coordenador Executivo do Master in Law and Management.

Num mundo de choques sucessivos e volatilidade imprevisível, a proposta de Warren Buffett — concentrar investimento em poucos “negócios maravilhosos” — é intrigante. Mas será adequada ao perfil da maioria dos investidores? Para a maioria, diversificar não é falta de convicção; é uma escolha racional de gestão do risco. Mais do que maximizar retornos, trata-se de otimizar a relação entre risco e rendibilidade e preservar capital no longo prazo.

Se lhe perguntassem se estaria disponível para comer uma quantidade insana da sua comida favorita ao almoço para depois passar uma semana inteira sem comer, ainda que pudesse beber água à discrição, qual seria a sua resposta?

Muito provavelmente negativa. Porquê? Porque as nossas necessidades de consumo são relativamente estáveis ao longo do tempo. Precisamos de energia de forma contínua para manter a nossa capacidade de agir e decidir.

Este exemplo simples ilustra algo fundamental: as necessidades de consumo são tendencialmente estáveis ao longo do tempo, incluindo no domínio financeiro. Em alguns momentos temos mais capacidade de consumo do que necessidade imediata. Essa diferença traduz-se em liquidez. O que fazer com ela? Entesourar é uma opção, mas implica perder poder de compra num contexto inflacionista. A alternativa é investir — não apenas para preservar, mas para aumentar a capacidade futura de consumo.

Investir é um exercício de elevada complexidade e coragem. Implica tomar decisões hoje sobre um futuro incerto. O desempenho de um ativo pode surpreender positiva ou negativamente. Não sabemos qual dos dois ocorrerá. O que sabemos, como mostraram Kahneman e Tversky na Prospect Theory<sup>1</sup>, é que somos particularmente avessos a perdas. Ganhos são desejáveis; mas perdas potenciais pesam muito mais do que ganhos potenciais nas nossas decisões.

É precisamente neste contexto — marcado por incerteza e pela nossa natural aversão às perdas — que a diversificação se afirma como o instrumento mais consistente de construção de resiliência.

Warren Buffett, o famoso “oráculo de Omaha”, tem

defendido convictamente que a diversificação é desnecessária e, muitas vezes, um seguro contra a ignorância. Segundo ele, dois ou três negócios verdadeiramente maravilhosos podem ser suficientes para um investidor competente. A lógica é simples: quem consegue analisar profundamente um negócio e avaliar a sua capacidade sustentável de gerar fluxos de caixa ao longo do tempo pode não necessitar de dispersar capital.

A estratégia de concentração, semelhante a investir no próprio negócio, pode funcionar para investidores com conhecimento profundo, capacidade financeira, disciplina extrema e horizontes temporais muito longos. Mas essa realidade não é adequada para a maioria dos investidores. Além disso, há um equívoco conceptual crítico que importa clarificar: o objetivo da diversificação não é maximizar a rendibilidade absoluta, mas otimizar a relação entre risco e rendibilidade. É uma questão de eficiência, não de ambição.

No período pós-Segunda Guerra Mundial, Harry Markowitz demonstrou que combinar ativos com correlação imperfeita permite reduzir o risco de uma carteira sem sacrificar a rendibilidade esperada. O que se perde num ativo pode ser compensado por ganhos noutra, desde que as fontes de risco não sejam perfeitamente coincidentes. É este co-movimento imperfeito que cria valor.

Esta lógica assenta na ideia de que diferentes ativos respondem de forma distinta a diferentes fontes de risco: desempenho dos recursos humanos, capacidade de negociação de taxas de juro favoráveis, capacidade de comunicação, crescimento económico, inflação, taxas de juro, ciclos de liquidez, risco geopolítico ou alterações regulatórias. Quando essas fontes de risco não afetam todos os ativos da mesma forma, surge espaço para reduzir risco através da combinação adequada.

Se alguns dos exemplos dados dizem exclusivamente respeito a cada empresa, muitos outros não o são. Existem choques sistêmicos que afetam mercados inteiros: a crise financeira global de 2008; a crise da dívida soberana europeia; o início dos confinamentos em março de 2020; a forte expansão monetária (quantitative easing) seguida de um choque inflacionista em 2022, em boa parte provocado pela guerra na Ucrânia; ou os recentes episódios de conflito no Médio Oriente em torno do Irão. Estes eventos provocam aumentos súbitos de volatilidade, alterações abruptas nas correlações e reavaliações generalizadas de risco.

Imediatamente após a escalada militar no Médio Oriente, observou-se uma reação diferenciada entre mercados: enquanto a 2 de Março o S&P 500 registava uma variação praticamente nula (+0,04%), o Eurostoxx 50 recuava 3,13% e o FTSE 100 caía 2,51%, ao passo que o TA-125, em Telavive, valorizava 4,75%. No dia seguinte, as obrigações tenderam a subir de forma generalizada, o dólar apreciou-se face ao euro e as matérias-primas energéticas registaram ganhos adicionais. Em contraste, o CBOE Volatility Index registou um aumento expressivo.

Estes episódios recordam-nos a importância de suavizar a trajetória das quedas — limitar os drawdowns (quedas acumuladas), reduzir a volatilidade e, sobretudo, diminuir a probabilidade de decisões emocionais em momentos adversos. A diversificação surge, assim, como uma ferramenta lógica de proteção contra fenómenos com impacto abrupto no valor da nossa carteira de investimento, dando-lhe resiliência, ou seja, garantir que a nossa carteira tem a capacidade de absorver perdas em choques e recuperar com eficiência, preservando o caminho de valorização no longo prazo.

Diversificar não é uma proteção contra a ignorância, nem acumular uma quantidade indiscriminada de ativos semelhantes. Possuir vinte títulos altamente correlacionados com a mesma fonte de risco não é diversificar (p. ex., ações globais “growth” dominadas por tecnologia). Investir em múltiplos ativos do mesmo setor, país ou estilo pode criar a ilusão de dispersão quando, na realidade, a exposição à mesma fonte de risco permanece concentrada. O risco cambial pode amplificar ou anular ganhos obtidos em ativos estrangeiros. E a sobreposição entre risco profissional e risco financeiro — investir predominantemente no setor onde se trabalha — pode aumentar a vulnerabilidade em cenários adversos.

A diversificação é multidimensional, com foco na diversidade de fontes de risco, como por exemplo:

- Classes de ativos tais como ações, obrigações (soberanas, investment grade, high yield), real estate e commodities. Historicamente, a evolução da rentabilidade destas classes de ativos está longe de ser perfeitamente correlacionada.
- Geografia e moedas: economias com regimes monetários e ciclos distintos. Enquanto o mercado europeu de ações e o Euro reagiram em queda ao mais recente conflito militar, o mercado americano está mais estável e o USD segue a valorizar.
- Fatores/estilos como optar entre ações de valor ou de crescimento, de diferentes indústrias ou em obrigações com diferente duration que permitam maiores ganhos de acordo com a evolução previsível das taxas de juro.

Diversificar exige, portanto, intencionalidade e compreensão das verdadeiras fontes de risco. Evidentemente que não é um Santo Graal. Não protege contra todos os cenários e tem um custo implícito: reduz o potencial de ganhos extraordinários em mercados altamente direcionais. Mas compra algo mais valioso — resiliência.

Resiliência significa capacidade de absorver choques, preservar capital e manter a trajetória de valorização no longo prazo. Nos mercados financeiros, sobreviver é condição necessária para prosperar.

Num mundo caracterizado por choques mais frequentes, complexos e interligados, a diversificação não deve ser estática. Deve ser dinâmica, ajustada às fontes de risco predominantes. O objetivo não é evitar todas as perdas, mas construir carteiras capazes de transformar períodos de instabilidade em oportunidades de realocação disciplinada.

A diversificação não promete retornos extraordinários. Promete continuidade. E, em investimento, continuidade é o verdadeiro motor da criação de valor no longo prazo.

(1) Kahneman, D., & Tversky, A. (2013). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I (pp. 99-127).

As opiniões expressas são pessoais e vinculam apenas o autor

Para além da Direção de Estratégia, a Direção de Supervisão e Compliance contribuiu para a elaboração deste documento através da revisão de conteúdos.

Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.

Sede Social: Av. João XXI, 63 - 1000-300 Lisboa

Capital Social € 9.300.000 - NIPC 502 454 563

[www.caixagestaodeativos.pt](http://www.caixagestaodeativos.pt)

*Esta informação é realizada com um objetivo informativo. Não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato ou investimento que possa ser realizado. Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.*

*A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. (empresa do Grupo Caixa Geral de Depósitos) e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A., por perdas ou danos causados pelo seu uso.*

*As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rentabilidade futura.*

*A presente informação não dispensa, de modo algum, a consulta dos Documentos Constitutivos dos Fundos disponíveis em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) e [www.caixagestaodeativos.pt](http://www.caixagestaodeativos.pt).*

*Salvo autorização expressa da Caixa Gestão de Ativos, não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Gestão de Ativos não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.*

**Caixa. Para todos e para cada um.**



Caixa Gestão de Ativos