Boletim de Risco

Ano IV . Nº 33. Julho/2016

Cenário

Nosso Mapa de Riscos não mostrou alteração significativa em nenhum de seus componentes em relação ao mês anterior, a despeito da pouca esperada vitória do "leave" no referendo que consultava a população do Reino Unido acerca de sua participação na União Europeia ("Brexit"). Ainda que o evento tenha resultado em quedas expressivas nos mercados globais tão logo após a vitória do SIM, elas já tinham sido parcialmente revertidas até o final do mês de junho – no caso do Brasil, o índice MSCI Brasil se recuperou rapidamente e atingiu o maior valor desde julho de 2015 (ver gráfico 2.1)[1].

Na sequencia do evento aludido, a libra esterlina caiu fortemente frente uma cesta de moedas globais, chegando, por exemplo, a recuar mais de 10% contra o dólar e mais de 5% contra o euro, movimentos esses que foram pouco revertidos até o final do mês de junho. Prêmios de CDS do Reino Unido e de diversos países europeus subiram, assim como o prêmio do Brasil (gráficos 1.3 e 1.4), porém com reversão parcial até o final do mês. No entanto, no que toca os índices globais de ações, tanto o índice S&P500 (EUA) o FTSE 100 (Reino Unido) sofreram as menores quedas (cerca de 5%) logo após o evento, as quais já haviam sido revertidas no final do mês de junho, ao passo que os demais principais índices da Europa sofreram quedas mais expressivas, que não foram revertidas completamente até o final do mês[2].

Essa rápida reversão parcial ilustra a manutenção de um nível alto de apetite pelo risco (identificado pelo Mapa de Riscos), mesmo diante do "Brexit". Os spreads entre os títulos de países emergentes e os treasuries se mantiveram em patamares historicamente baixos, com os títulos de emergentes acompanhando a forte queda dos juros pagos nos treasuries de 10 anos (queda de 141 pontos base em 31/5/15 para 111 um mês depois). O Fed, em suas últimas minutas, sugeriu que o evento do Reino Unido foi uma das razões para a manutenção da taxa básica no patamar atual.

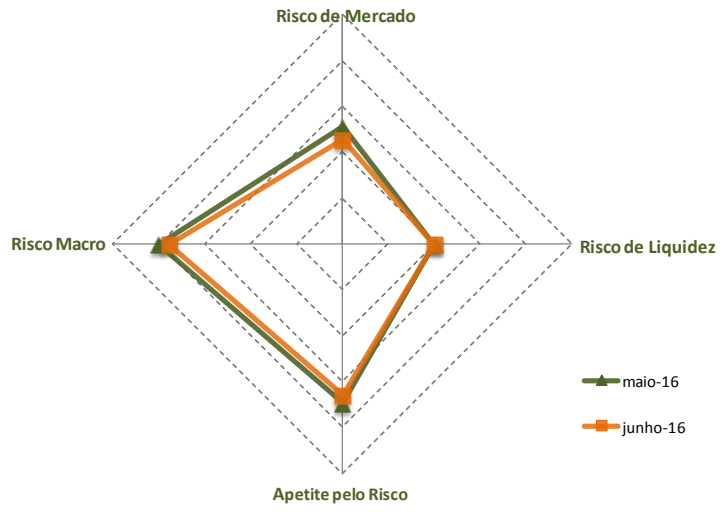
Essa queda nos juros pagos pelos treasuries relaciona-se com dois grandes riscos latentes na economia mundial – os riscos de duration de títulos de renda fixa e de déficit de planos de pensão provocados pelos programas de afrouxamento monetário, riscos esses que, segundo algumas análises, atingiram patamares historicamente elevados. Por exemplo, o Bank of America, em pesquisa recente, estima que há um montante de US$ 13 tri (de um total de mais de US$ 40 tri) em valor de face de títulos com juros negativos[3]. A busca por rendimentos aumenta a atratividade de títulos de países emergentes, contribuindo para que os juros, apesar de fragilidades macroeconômicas, fiquem abaixo do patamar que estariam na ausência desse fato (como por exemplo, no caso do Brasil, ver gráfico 1.2.).

Tal busca por rendimentos, fruto das políticas monetárias não convencionais utilizadas por parte dos bancos centrais após a crise financeira de 2008, também afeta diretamente os mercados acionários. Pesquisa recente do Citibank[4] mostra forte correlação entre os o ritmo trimestral de valorização de um índice acionário global (FTSE All Caps) e as compras líquidas trimestrais de ativos por parte dos principais bancos centrais mundiais. Ou seja, trata-se de outro vetor de manutenção de um alto nível de apetite pelo risco.

Expectativas de manutenção dos patamares historicamente baixíssimos de taxa de juros ainda possuem outro determinante: a possibilidade de novos programas de afrouxamento quantitativo na Europa, tendo em vista a absorção de mais perdas do sistema bancário. Outro risco latente, mas que voltou aos holofotes após o evento do Reino Unido, é o do sistema bancário italiano e o efeito contágio associado. O sistema bancário italiano possui um percentual de empréstimos em atraso acima de 15%[5], que continua subindo desde a crise financeira mundial de 2008. Pesquisa do Wells Fargo[6] mostra ainda que a maior parte da exposição aos bancos italianos é doméstica, porém os bancos franceses possuem mais de US$ 250bi em exposição à economia italiana, de onde o efeito contágio poderia se propagar. As ações de bancos italianos encontram-se em queda[7], e os spreads de CDS do sistema financeiro europeu encontram-se acima do nível médio verificado em 2015, tendo sido observado picos após o evento do Reino Unido[8].

Em conclusão, observa-se que, a despeito dos riscos globais e fragilidades macroeconômicas, os movimentos dos mercados acionários, de câmbio e de juros após o evento "Brexit" se mostraram benignos para o Brasil. Contudo, deve-se ponderar a influência dos fatores políticos e eventuais alterações no comportamento dos bancos centrais globais.

Mapa de Riscos



Fonte: Bloomberg; CVM. Elaboração: ASA/CVM.

Nota: Variações nos cenários representados pelo mapa são calculadas a partir de indicadores selecionados deste "Boletim"; pontos mais distantes do centro significam maiores riscos ou maior apetite pelo risco. Para uma descrição dos critérios utilizados para a construção do mapa, ver a seção "Notas Metodológicas".

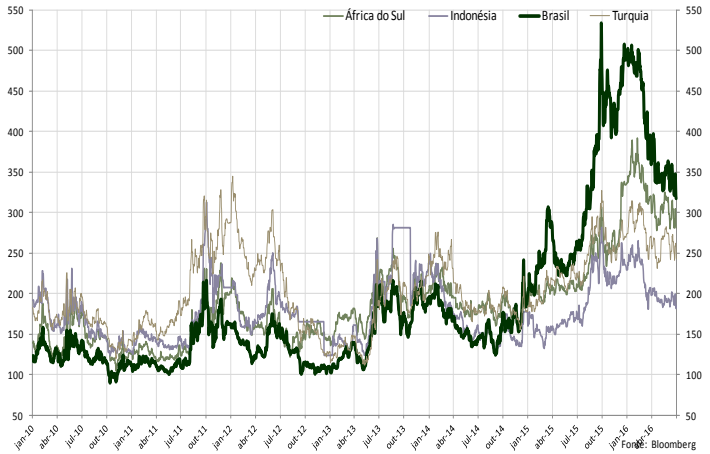
Nota: a data de corte das informações é 30/06/2016. Para mais detalhes sobre os indicadores, ver Notas Metodológicas na penúltima página. Notas de Referência na última página.

CONFIDENCIAL - EXCLUSIVO PARA USO INTERNO

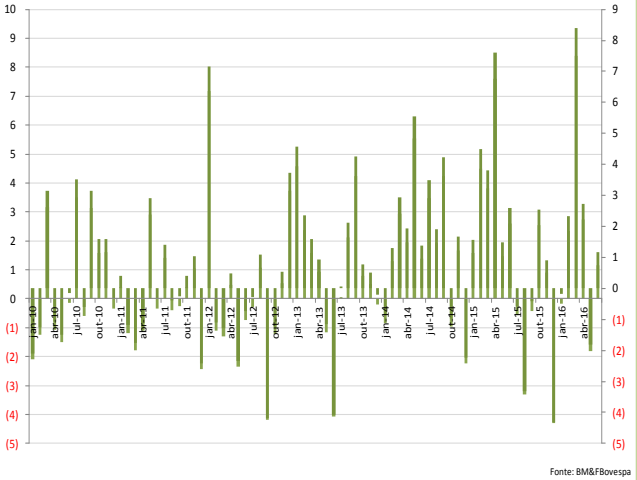
1. Riscos Macroeconômicos

1.1. Desempenho de moedas selecionadas contra o dólar - (2 jan. 2010 - 30 jun. 2016)

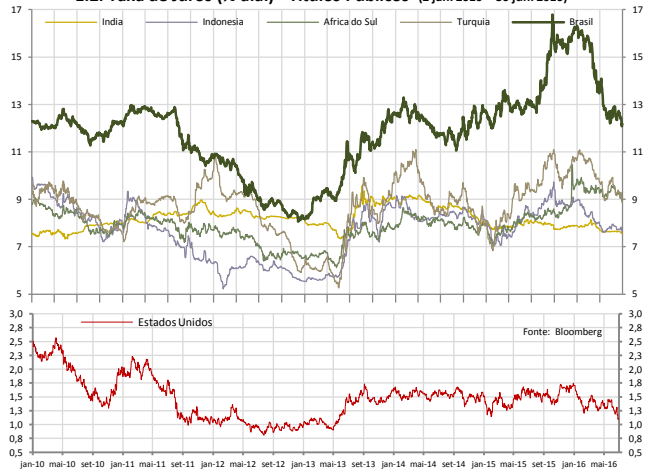
1.3. CDS Soberanos (p.b.) - Emergentes (2 jan. 2010 - 30 jun. 2016)



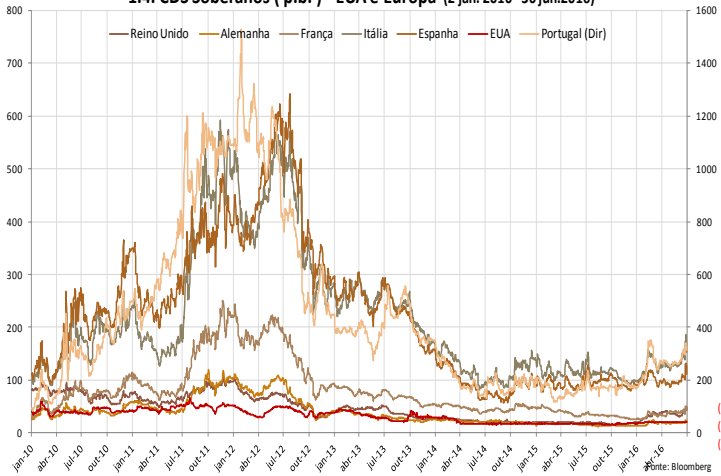
1.5. Investimento Estrangeiro em Bolsa (R$ bilhões) - (jan. 2010 - jun. 2016)



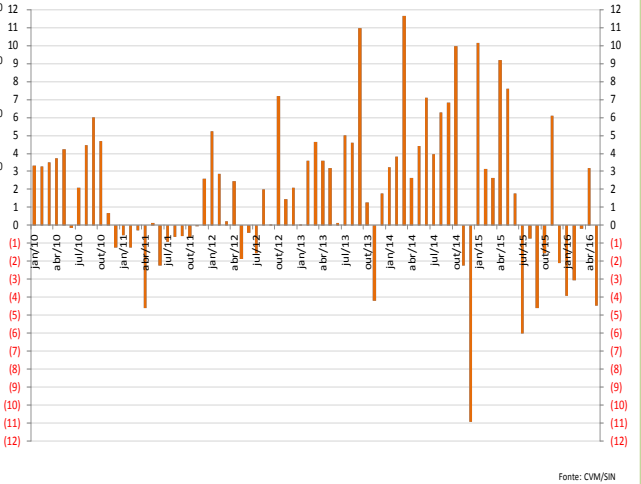
1.2. Taxa de Juros (% a.a.) - Títulos Públicos (2 jan. 2010 – 30 jun. 2016)



1.4. CDS Soberanos (p.b.) - EUA e Europa (2 jan. 2010 - 30 jun.2016)



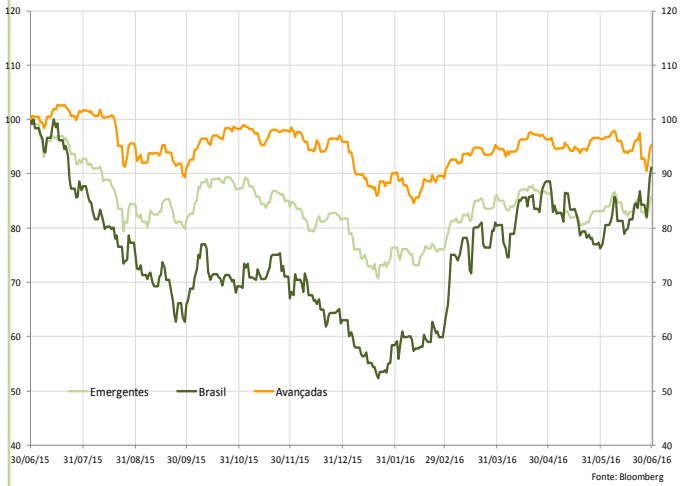
1.6. Investimento Estrangeiro em Carteira (R$ bilhões) - (jan. 2010 - mai. 2015)



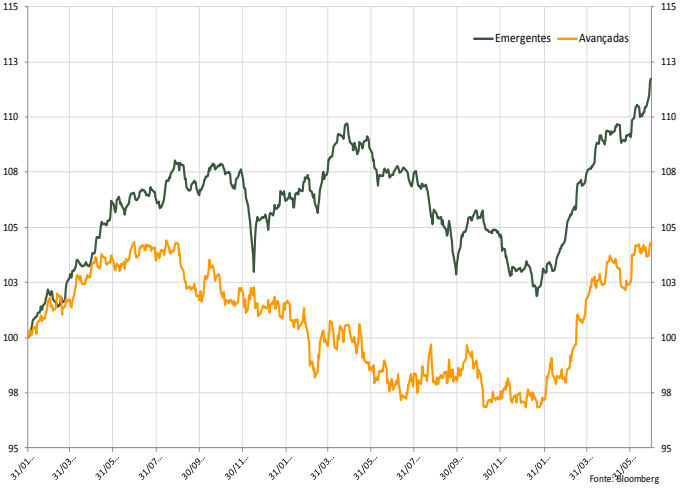
CONFIDENCIAL - EXCLUSIVO PARA USO INTERNO

2. Risco de Mercado

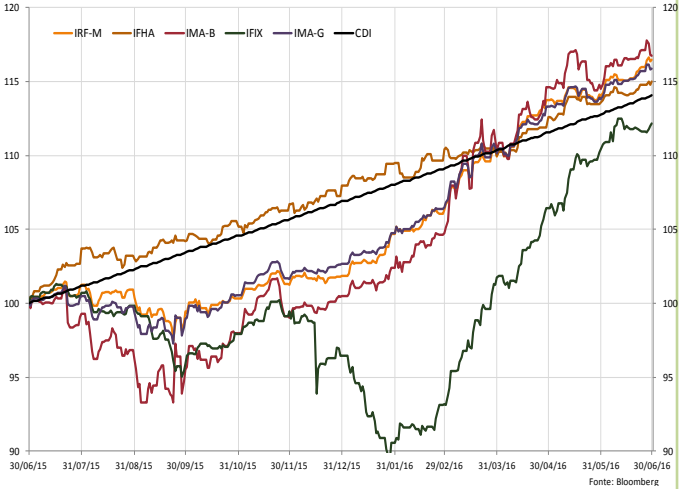
2.1. Índices de ações (MSCI) - últimos 12 meses (em dólar)



2.3. Índices de títulos corporativos - últimos 12 meses (em dólar)

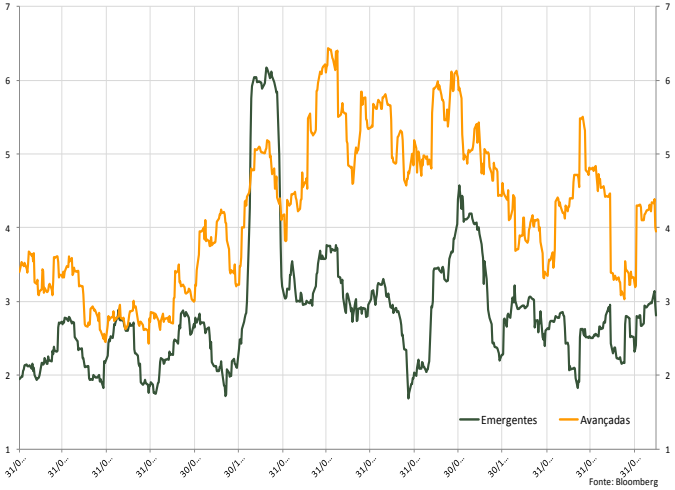


2.5. Índices de referência para fundos de investimento - últimos 12 meses

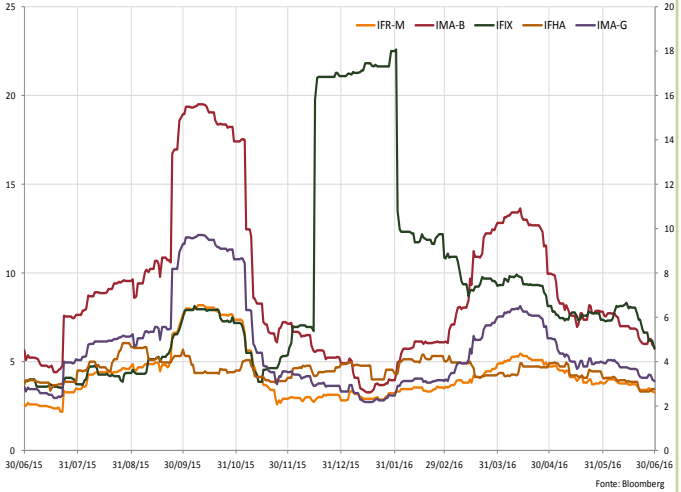


2.2. Índices de ações (MSCI) - volatilidade anualizada % (30d)

2.4. Índices de títulos corporativos - volatilidade anualizada % (30d)

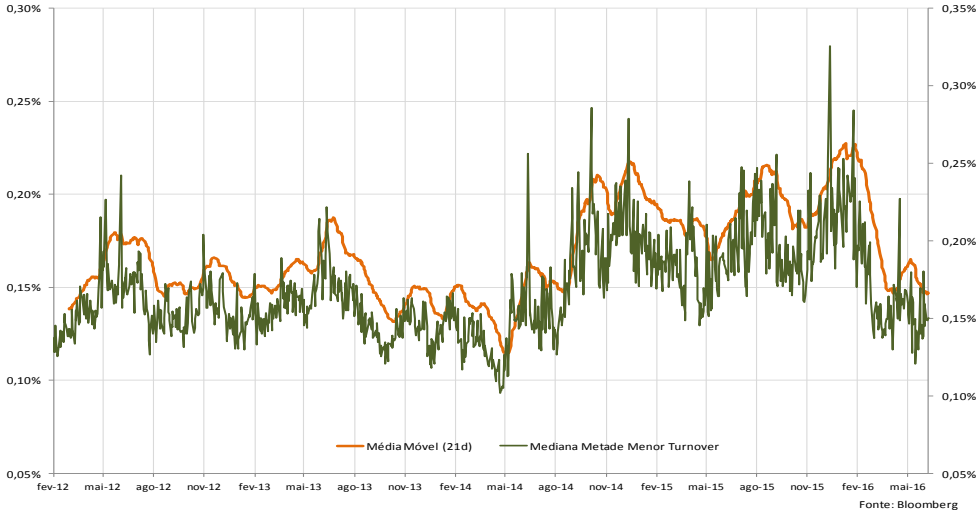


2.6. Índices de referência para fundos - volatilidade anualizada % (30d)

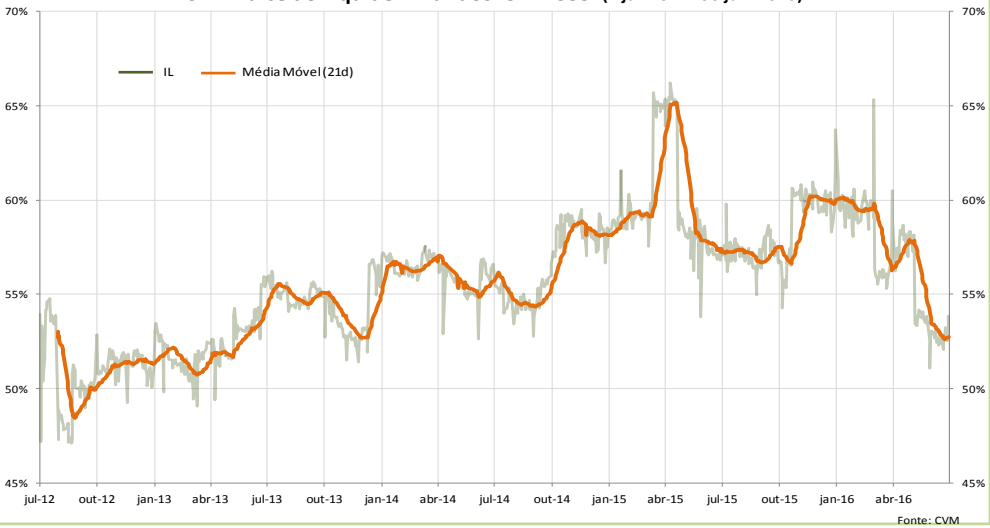


3. Risco de Liquidez

3.1. Bid-Ask Spread - Ações Ibovespa (23 fev. 2012 - 30 jun. 2016)

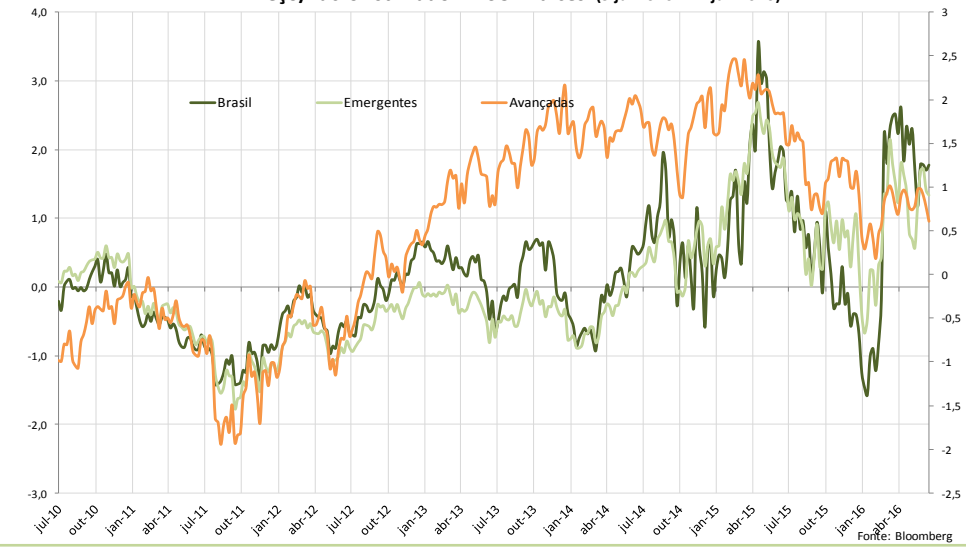


3.2. Índice de Liquidez - Fundos ICVM 555 (2 jul. 2012 - 30 jun. 2016)



4. Apetite pelo Risco

4.1. Preço/Lucro Estimado - MSCI Indices (9 jul 2010 - 24 jun 2016)



4.2. Spread Títulos de Emergentes vs *US Treasuries* (% a.a.) (1 jan. 2010 - 30 jun 2016)

Notas Metodológicas

Os gráficos e análises deste relatório são, completamente ou parcialmente, baseados em dados não proprietários da CVM, incluindo dados de provedores comerciais e autoridades públicas. A CVM utiliza estes dados em boa fé e não se responsabiliza por sua precisão ou completitude. O conteúdo deste relatório é meramente analítico e não constitui nem implica em recomendações de investimento.

Mapa de Riscos

Risco Macro: média aritmética mensal dos desvios padronizados (Z-score)da janela móvel de 2500 dias do CDS soberano brasileiro (gráfico 1.3). Intervalos de Z-score correspondentes a Escala de Risco: Acima de 2dp => 5 Entre 1,5 e 2dp => 4; Entre 0,5 e 1,5dp => 3; Entre -1 e 0,5dp => 2; Abaixo de -1dp => 1.

Risco de Mercado: média simples da média aritmética mensal dos desvios padronizados (Z-score) da janela móvel de 1250 dias da volatilidade anualizada de 30 dias dos índices MSCI Brasil e Anbima IMA-Geral. Intervalos de Z-score para ambos indicadores correspondentes a Escala de Risco: Acima de 2dp => 5 Entre 1,5 e 2dp => 4; Entre 0,5 e 1,5dp => 3; Entre -1 e 0,5dp => 2; Abaixo de -1dp => 1 .

Risco de Liquidez: média aritmética mensal dos desvios padronizados (Z-score) da janela contínua do indicador de bid-ask spread (gráfico 3.1). Intervalos de Z-score correspondente a Escala de Risco: Acima de 2dp => 5 Entre 1,5 e 2dp => 4; Entre 0,5 e 1,5dp => 3; Entre -1 e 0,5dp => 2; Abaixo de -1dp => 1.

Apetite Pelo Risco: média simples da média aritmética mensal do Índice Preço/Lucro Estimado (gráfico 4.1) e do Z-score da janela móvel de 1250 dias do indicador de Spread Títulos de Emergentes vs US Treasuries (gráfico 4.2) . Intervalo de Z-score para Índice Preço/Lucro Estimado correspondente a Escala de Risco: Acima de 2dp => 5 Entre 1,5 e 2dp => 4; Entre 0,5 e 1,5dp => 3; Entre -1 e 0,5dp => 2; Abaixo de -1dp => 1. Intervalo de Z-score para Indicador de Spread Títulos de Emergentes vs US Treasuries correspondentes a Escala de Risco: Abaixo de -2dp => 5 Entre -1,5 e -0,5dp => 4; Entre -0,5 e 1dp => 3; Entre 1 e 2dp => 2; Acima de 2dp => 1.

Macro-ambiente

Desempenho de moedas selecionadas contra o dólar. Evolução diária do dólar americano em relação às moedas locais de alguns países emergentes usualmente comparados ao Brasil.

Taxa de Juros. Evolução diária das taxas de juros anuais dos títulos públicos (em moeda local), calculadas a partir dos índices de títulos da Bloomberg, dos EUA e de alguns países emergentes usualmente comparados ao Brasil.

CDS (Credit Default Swap). Contrato derivativo de crédito no qual o comprador realiza uma série de pagamentos (conhecida como "*spread*" ou "prêmio") ao vendedor em troca de proteção contra evento de crédito (*default*) relacionado ao emissor do ativo. Quanto maior a probabilidade de *default*, maior será o prêmio do CDS, funcionando como medida de risco de crédito da entidade de referência. Os gráficos refletem o comportamento diário do preço de fechamento (em pontos-base) dos CDS soberanos (5 anos) de alguns países emergentes usualmente comparados ao Brasil, dos EUA e de alguns países europeus mais acompanhados pelos analistas.

Investimento Estrangeiro em Bolsa. Fluxo mensal líquido dos investimentos estrangeiros no mercado secundário da bolsa, segmento Bovespa (ações e derivativos de ações).

Investimento Estrangeiro em Carteira. Movimentação mensal líquida dos investidores não-residentes registrados na CVM, de acordo com a Resolução 2.689.

Risco de Mercado

MSCI Indices. Índices de ações calculados pela *Morgan Stanley Capital International.* O MSCI World Index (denominado, neste boletim, como 'Avançadas') reflete a performance dos mercados acionários de 24 países desenvolvidos. O MSCI Emerging Markets Index (aqui denominado como 'Emergentes') mede o desempenho das ações de companhias de 21 países emergentes, incluindo os BRICs. A MSCI também avalia os mercados individualmente, como é o caso do MSCI Brazil Index.

Índices de títulos corporativos. Índices desenvolvidos pela Bloomberg para medir o desempenho de títulos pré-fixados de dívida corporativa, de grau de investimento, denominados em dólar. O BIEM Index (aqui denominado como 'Emergentes') refere-se a títulos privados de emissores nos mercados emergentes, enquanto que o BCOR Index (denominado, neste boletim, como 'Avançadas') aos emissores dos países desenvolvidos. Na metodologia da Bloomberg,os títulos são ponderados pelo valor de mercado, sendo que o peso do Brasil no BIEM index é de aproximadamente 22%.

Índices de referência para fundos de investimento. IRF-M = índice composto por uma cesta de títulos públicos federais pré-fixados (LTN e NTN-F). Serve como *benchmark* para as aplicações de renda fixa pré-fixadas. *IMA-B* = índice de renda fixa que representa a evolução, a preços de mercado, de uma carteira de títulos públicos federais atrelados ao IPCA (NTN-B). *IHFA =* índice representativo da indústria de hedge funds no Brasil, cujo valor é reflexo, em moeda corrente, da evolução de uma aplicação hipotética em cotas de uma cesta de fundos multimercados selecionados de acordo com metodologia da ANBIMA. *IFIX* = carteira teórica composta pelas cotas de fundos imobiliários mais negociados na bolsa e serve para medir o desempenho da indústria de FIIs no Brasil. *IMA-G =* média ponderada dos retornos diários dos índices IMA-B, IMA-C (títulos públicos federais atrelados ao IGPM), IMA-S (títulos públicos federais pós fixados) e IRF-M.

Volatilidade. É uma medida de dispersão dos retornos de um título ou índice de mercado. A volatilidade 30d refere-se ao desvio-padrão anualizado das variações de preço (fechamento) nos últimos 30 dias de negociação, expresso como uma percentagem. É um dos parâmetros mais frequentemente utilizados como forma de mensurar o risco de mercado de um ativo financeiro. Quanto maior a volatilidade, maior o risco de preço do ativo considerado.

Risco de Liquidez

Bid/Ask Spread. É a diferença entre os preços de venda (*ask*) e compra (*bid*) de um ativo, sendo utilizada como uma medida da profundidade do mercado. Na comparação de diferentes ativos, é comum referir-se à razão do *spread* em relação ao seu preço médio. Quanto menor esta percentagem, maior a liquidez do ativo. O gráfico refere-se à mediana do *spread* da metade das ações da carteira teórica do Ibovespa com menor volume de negócios acumulado num determinado mês.

Índice de Liquidez – Fundos ICVM 555. Razão entre o valor dos Ativos Líquidos (de acordo com a definição da ICVM 512) e do Patrimônio Líquido ajustado do dia, expresso em percentagem. Na construção da série histórica diária, foram excluídos os Fundos de Cotas (FIC).

Apetite pelo Risco

Índice Preço/Lucro Estimado (P/L). O quociente da divisão do preço corrente pelo lucro líquido por ação estimado para os próximos 12 meses, de acordo com o consenso médio de analistas de mercado, excluídas empresas com projeção de prejuízo por ação. Assim, o P/L é o tempo que se levaria para reaver o capital aplicado na compra de uma ação, pelo recebimento do lucro gerado por uma empresa. Um elevado P/L indica que as ações da companhia estão sobrevalorizadas em relação à sua performance recente. Inversamente, um baixo P/L aponta que as ações estão subvalorizadas em comparação com seu potencial de lucro. Neste Boletim, a avaliação por país ou região é realizada tendo como referência os dados semanais dos P/L dos índices de ações da MSCI. A unidade refere-se aos desvios padronizados (*z-score*) em relação à média móvel das últimas 250 semanas de negociação. Desta forma, mais de 2 desvios-padrão indicam que as ações, em média, estão sobrevalorizadas (+2 d.p.) ou subvalorizadas (- 2 d.p.).

Spread Títulos de Emergentes vs US Treasuries. Diferença entre o retorno de uma cesta de títulos corporativos e públicos (*investment grade*) de países emergentes em relação ao rendimento dos títulos do Tesouro dos EUA, expressa em percentagem anual. Os cálculos têm como referência o BEMI Index (índice composto de títulos corporativos e públicos de países emergentes) e o BUSY Index (índice de títulos do Tesouro dos EUA) , ambos desenvolvidos pela Bloomberg. O peso do Brasil no BEMI Index é de cerca de 20%.

CONFIDENCIAL - EXCLUSIVO PARA USO INTERNO

Notas de Referência

[1] *Um relatório recente da agência de classificação de risco Moody's atribui baixo impacto para a América Latina. Vale também ressaltar que a economia brasileira é muito fechada (de acordo com dados do FMI de 2014, as exportações brasileiras para a Europa representaram 18% do total, sendo que o total representa apenas 1.9% do PIB, contra média de 3.2% para a América Latina). Ver: http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/07/brexit-tera-impacto-limitado-na-america-latina-diz-moodys.html*

[2] *Fontes: Blooomberg.*

[3] *http://www.wsj.com/articles/black-hole-of-negative-rates-is-dragging-down-yields-everywhere-1468174982*

[4] *Ver: http://www.zerohedge.com/news/2016-07-12/mystery-who-pushing-stocks-all-time-highs-has-been-solved*

[5] *Dados da Thomson Reuters. Ver: http://www.ft.com/cms/s/0/af047134-c509-11e5-808f-8231cd71622e.html#axzz4ElV7aJB3*

[6] *Ver: https://www08.wellsfargomedia.com/assets/pdf/commercial/insights/economics/international-reports/italy-banks-20160713.pdf*

[7] *Índice MSCI Italy Finance em queda de 43.2% no ano (até o final de junho). Fonte: Bloomberg.*

[8] *Índices da Markit para obrigações (seniores e subordinadas) de bancos europeus. Fonte: Bloomberg.*

CONFIDENCIAL - EXCLUSIVO PARA USO INTERNO