Boletim de Risco

Ano IV . Nº 35. Setembro/2016

Cenário

Nosso Mapa de Riscos indicou repetição de dois movimentos identificados em nossa edição anterior, notadamente a queda no indicador de Risco de Liquidez (relacionado ao gráfico 3.1) e a elevação no indicador de Apetite Pelo Risco (relacionado aos gráficos 4.1 e 4.2). Além disso, o Mapa registrou queda no indicador de Risco de Mercado (relacionado aos gráficos 2.2 e 2.6). Tais movimentos se encontram correlacionados com o desempenho favorável de diversas classes de ativos ao longo do mês, tais como o mercado acionário brasileiro (gráfico 2.1), mercado de títulos corporativos de países emergentes (gráfico 2.3) e índices nacionais de títulos públicos e fundos imobiliários (gráfico 2.5).

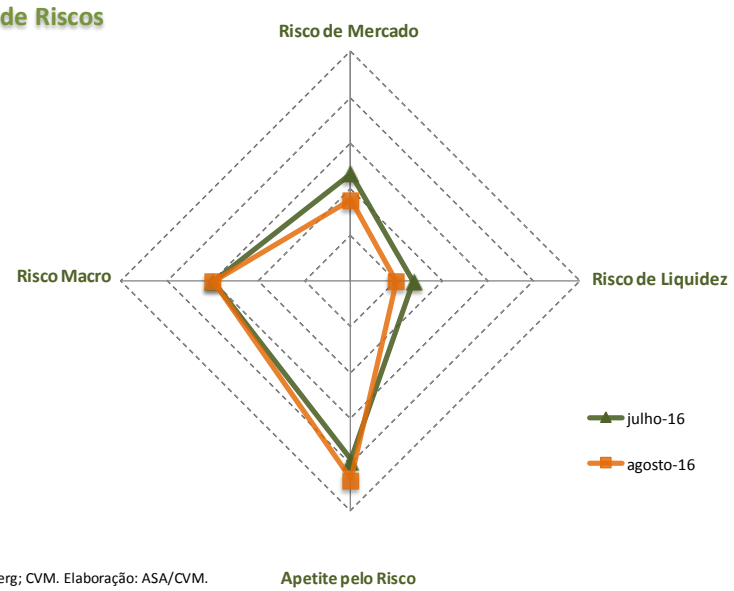
Em antecipação à confirmação do processo de afastamento da até então presidente Dilma Rousseff (finalizado no dia 31/08), os prêmios de CDS soberano (gráfico 1.3) e as taxas dos títulos públicos brasileiros (gráfico 1.2) seguiram sua tendência de queda, ao passo que a taxa de câmbio se manteve estável (gráfico 1.1). Considerando que a única proposta concreta de alterações na dinâmica fiscal anunciada até o momento foi a PEC do Teto de Gastos, que depende ainda da aprovação no Congresso e no Senado, é possível acreditar que o mercado acionário encontra-se otimista quanto a novos anúncios de reformas fiscais, bem como quanto à sua aprovação. Da mesma forma, pode-se reafirmar, em linha com o último Boletim, que a dependência de resultados favoráveis no campo político consiste numa variável importante no comportamento do mercado acionário brasileiro.

Como ilustração dessas expectativas e de seu impacto sobre o apetite pelo risco, o gráfico 4.1 mostra que a razão Preço/Lucro Estimado para um conjunto de companhias abertas brasileiras atingiu um pico de 3 desvios padrão no mês de agosto, ainda que correlacionada com movimento análogo para o conjunto dos mercados emergentes. O mesmo indicador para as economias desenvolvidas encontra-se em patamares mais baixos (1 desvio padrão), muito embora uma pesquisa do Deutsche Bank sinalize que um outro indicador correlato para o mercado acionário americano encontra-se em níveis historicamente elevados[1]. Ainda, o mesmo banco, em outra pesquisa, estima que, para o ciclo de valorização do mercado acionário americano de 2012-2016, a variável "compressão no prêmio pelo risco" pode explicar um avanço de 92% no índice S&P500, enquanto que as variáveis "expansão dos múltiplos" e "crescimento dos lucros" explicariam, respectivamente, um aumento de 17% e uma queda de 9% em seu comportamento[2]. Em conclusão, o apetite pelo risco, caso analisado por outras métricas, também pode ser considerado acima da média histórica no mercado acionário americano.

É importante notar que incertezas que podem afetar esse quadro continuam presentes.

No dia 21/9 o FOMC irá se reunir para definir possível alteração nas taxas de juros básicas norte americanas. Em agosto, de acordo com indicadores referentes ao mercado de derivativos[6], pode-se destacar que a percepção de elevação dessas taxas subiu novamente (as mais altas desde junho). Tal alteração, caso se materialize, pode novamente pressionar a taxa de câmbio e, dentre outros efeitos colaterais, impactar os balanços das empresas brasileiras. Nesse sentido, um relatório publicado pelo CEMEC[3] sobre o endividamento das companhias brasileiras não financeiras abertas e fechadas[4] nos mostra que para as companhias abertas, a participação da dívida em moeda estrangeira frente à dívida total saltou de 27% em 2014 para 46% no segundo trimestre de 2016. Para as companhias fechadas da amostra, o percentual saiu de 4% em 2013 para 15% ao final de 2015 (últimos dados disponíveis). Uma retomada da depreciação cambial poderia pressionar ainda mais esse quadro.

Por fim, o mesmo relatório indica diversos sinais de deterioração nos balanços desde 2010. Para as companhias abertas, a mediana do indicador [EBITDA + Caixa do período anterior] ÷ [Despesas financeiras – Dívida de curto prazo do período anterior] despencou de um valor de 1,56 em 2010 para 0,96 no segundo trimestre de 2016. Isso significa que, dentro do conceito do regime contábil de competência, aproximadamente, 50% das companhias não conseguiriam fazer frente às suas despesas financeiras (isto é, não teriam recursos livres para financiar uma retomada dos investimentos, em linha com a estagnação do CAPEX abordada no último Boletim). De forma relacionada, o custo de capital de terceiros permanece alto. Estimativas com taxas de debêntures negociadas em mercado mostram que a média de spreads[5] em 2015 se manteve próxima a 110 pontos base, enquanto que subiu em 2016 (até agosto), para 240 pontos base. Dados do Banco Central, por sua vez, informam que o spread médio obtido em operações de crédito bancário com recursos livres para pessoas jurídicas saltou de 12,5% a.a. em 2014 para uma média de 17,9% a.a. em 2016 (até julho).



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".

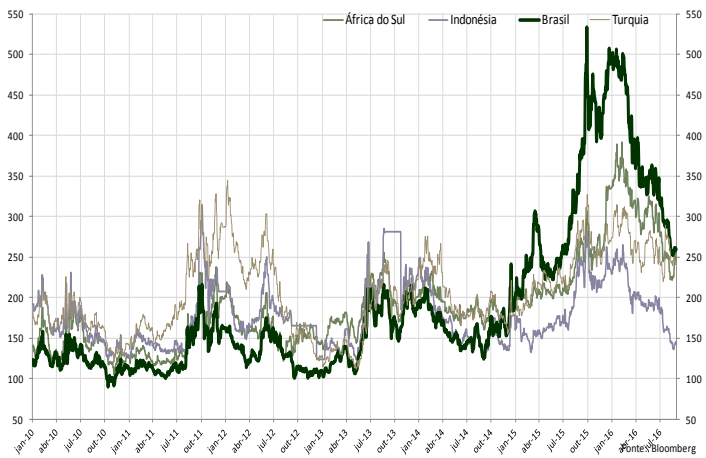
Nota: a data de corte das informações é 31/08/2016. Para mais detalhes sobre os indicadores, ver Notas Metodológicas na penúltima página. Notas de Referência na última página.

CONFIDENCIAL - EXCLUSIVO PARA USO INTERNO

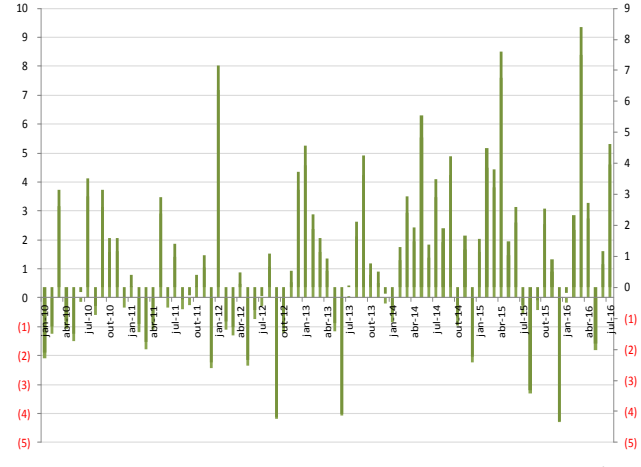
1. Riscos Macroeconômicos

1.1. Desempenho de moedas selecionadas contra o dólar - (2 jan. 2010 - 31ago. 2016)

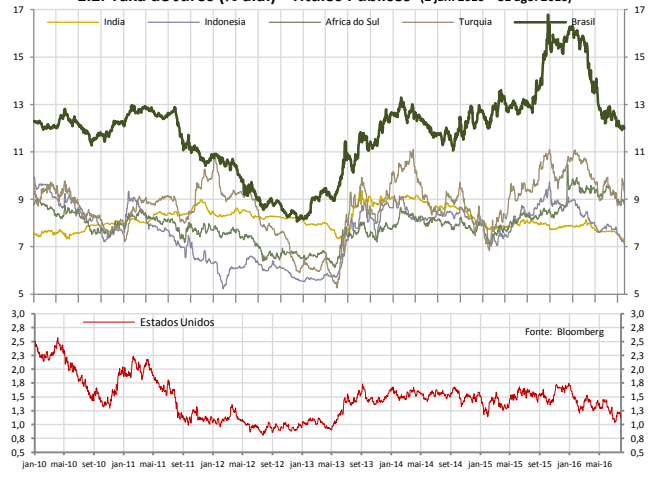
1.3. CDS Soberanos (p.b.) - Emergentes (2 jan. 2010 - 31 ago. 2016)



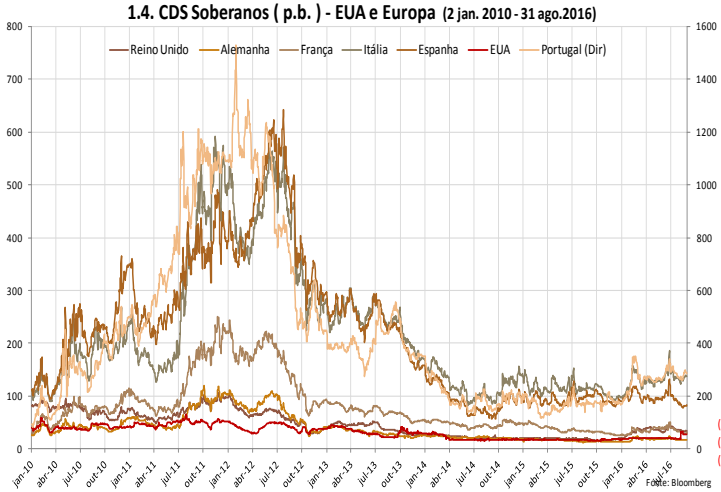
1.5. Investimento Estrangeiro em Bolsa (R$ bilhões) - (jan. 2010 - ago. 2016)



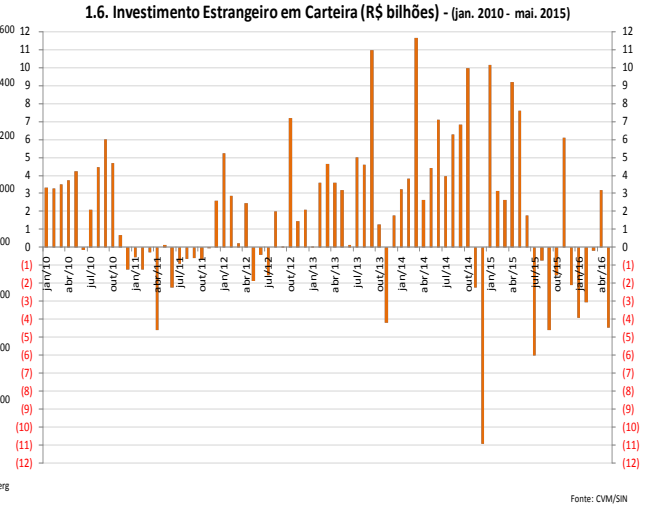
1.2. Taxa de Juros (% a.a.) - Títulos Públicos (2 jan. 2010 – 31 ago. 2016)



1.4. CDS Soberanos (p.b.) - EUA e Europa (2 jan. 2010 - 31 ago.2016)

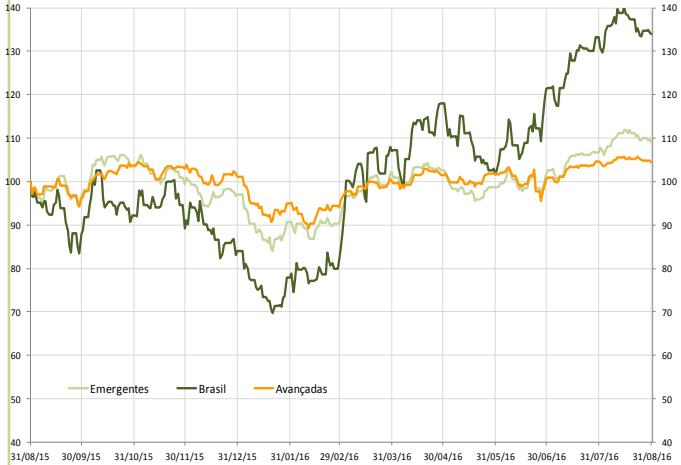


1.6. Investimento Estrangeiro em Carteira (R$ bilhões) - (jan. 2010 - mai. 2015)



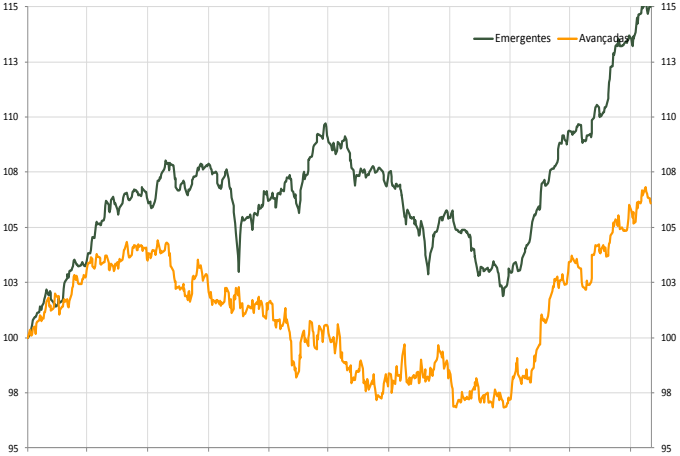
2. Risco de Mercado

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



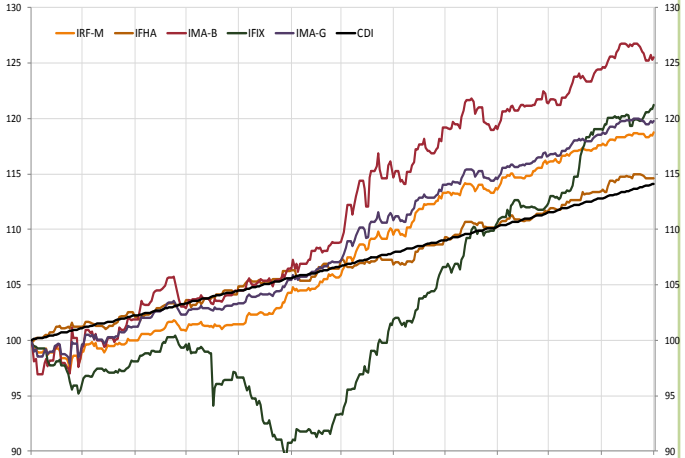
Fonte: Bloomberg

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



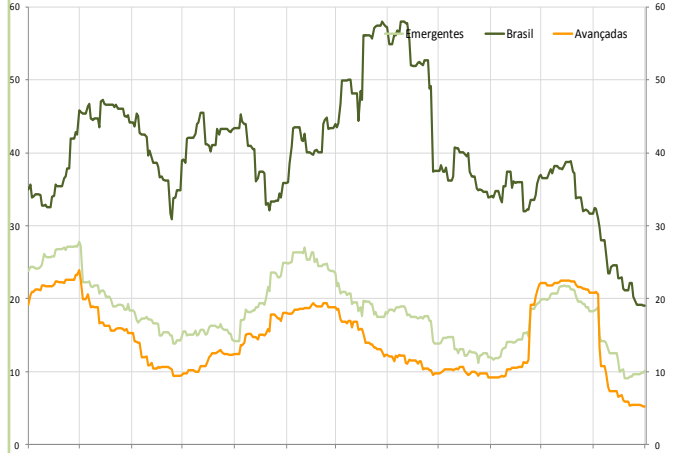
Fonte: Bloomberg

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



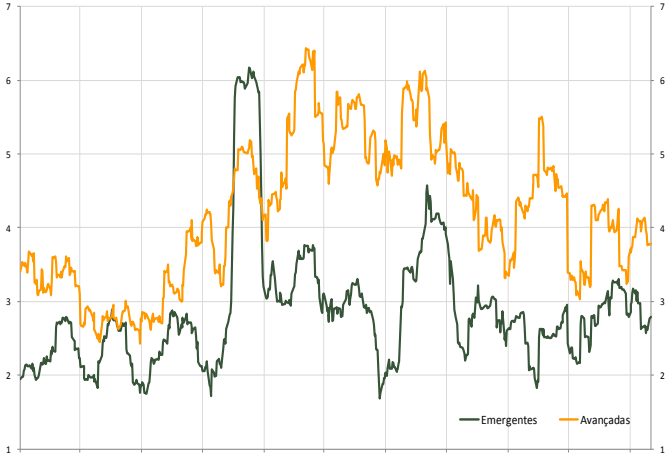
Fonte: Bloomberg

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



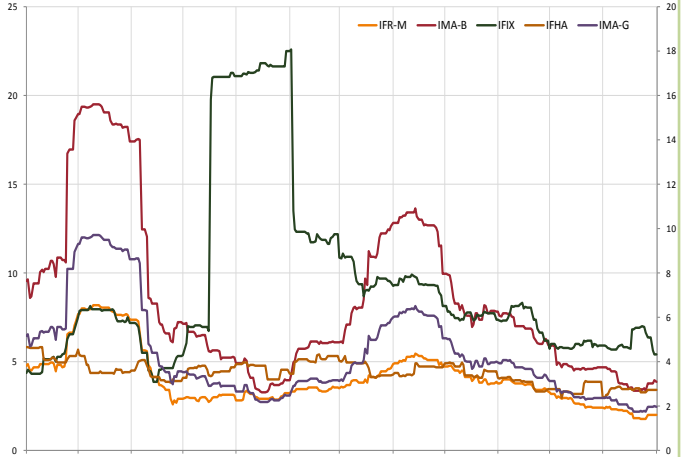
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

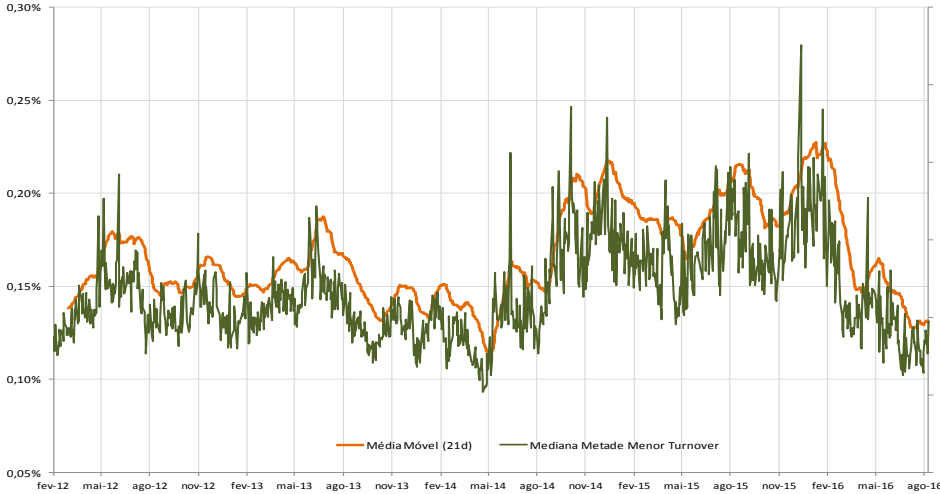
2.6. Índices de referência para fundos - volatilidade anualizada % (30d)



Fonte: Bloomberg

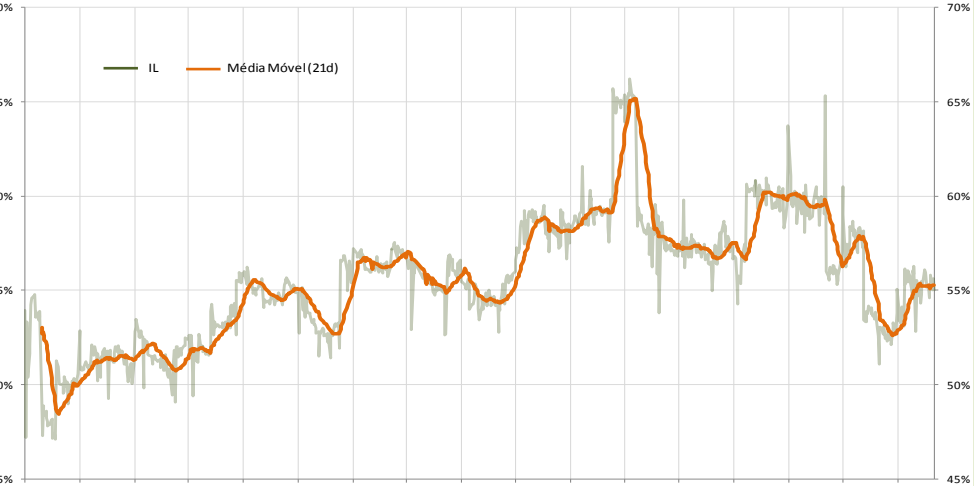
3. Risco de Liquidez

3.1. Bid-Ask Spread - Ações Ibovespa (23 fev. 2012 - 31 ago. 2016)



Fonte: Bloomberg

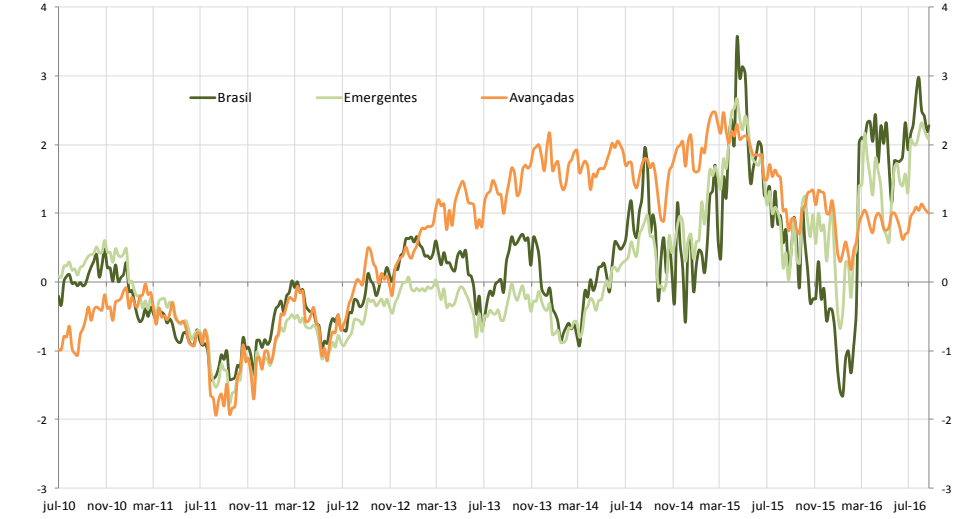
3.2. Índice de Liquidez - Fundos ICVM 555 (2 jul. 2012 - 31 ago. 2016)



Fonte: CVM

4. Apetite pelo Risco

4.1. Preço/Lucro Estimado - MSCI Indices (9 jul 2010 - 31 ago 2016)



Fonte: Bloomberg

4.2. Spread Títulos de Emergentes vs *US Treasuries* (% a.a.) (1 jan. 2010 - 31 ago 2016)

Fonte: Bloomberg

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] *Indicador de Preço/Lucro Histórico em relação ao VIX (índice de volatilidade) para as companhias do S&P500. Ver: http://www.zerohedge.com/news/2016-09-10/deutsche-warns-10-decline-market-reaches-mania-level*

[2] *Ver: http://www.zerohedge.com/news/2016-08-30/deutsche-bank-calculates-how-much-sps-value-due-central-banks*

[3] *Ver: http://ibmec.org.br/cemec/notas-cemec/agosto2016-nota-cemec-06-endividamento-empresas/*

[4] *Excluindo Petrobras.*

[5] *O indicador foi estimado com base em dados da ANBIMA e da Economatica para taxas de títulos públicos e debêntures. Para cada debênture com duration calculada acima de 180 dias, fez-se um ajuste para gross-up de impostos (com base na tabela de prazos da receita federal) em sua taxa indicativa caso a debênture fosse incentivada pela Lei 12.431/11. O procedimento de cálculo de cada spread consistiu em computar a taxa de juros real e a inflação implícita para cada duration, tendo como base a curva de NTN-B. Para as debêntures indexadas no IPCA, deflacionou-se a taxa indicativa (corrigida por impostos) pela taxa de juros real apenas, ao passo que para debêntures indexadas em percentual do DI, spread nominal acima do DI e prefixadas, calculou-se a taxa indicativa nominal (corrigida por impostos) e deflacionou-se pela taxa de juros real e pela inflação implícita, de forma a encontrar o spread de crédito real. Com a série histórica, analisou-se o spread mediano diário. Vale ressaltar que a duration associada à debênture mediana em 2015 foi em média de 603 dias úteis (base 252), enquanto em 2016 o valor é de 554.*

[6] *Fonte: Bloomberg.*

CONFIDENCIAL - EXCLUSIVO PARA USO INTERNO