Boletim de Risco

Ano V . Nº 40. Fevereiro/2017

CVM
Comissão de Valores Mobiliários

Cenário

Na comparação com o mês de dezembro, nosso Mapa de Riscos sinalizou em janeiro um alívio nos indicadores de risco de liquidez e de risco de mercado. Tais movimentos, em especial a queda do risco de mercado, já eram esperados devido ao comportamento mais brando das métricas de volatilidade no final do mês de dezembro (gráficos 2.2 e 2.6). O indicador de apetite pelo risco se manteve relativamente alto, principalmente em função do comportamento do mercado de renda variável (gráfico 4.1), que compensou o comportamento oposto de renda fixa de mercados emergentes (gráfico 4.2).

No dia 22/02, o COPOM reduziu novamente a taxa SELIC em 75 pontos base, conforme esperado pelo consenso de mercado. Analistas apontam que o contínuo acúmulo de surpresas positivas (alívios) nos indicadores de inflação[1], especialmente no "núcleo" do setor de serviços[2], ou inflação subjacente, vem gerando condições para tal atuação por parte do COPOM. No que tange à atividade econômica, muito embora sinais adicionais de recuperação tenham aparecido em indicadores considerados antecedentes no setor industrial[3], em geral no varejo e no setor de serviços[4] ainda não se observa um início de recuperação significativa.

No que diz respeito ao panorama fiscal, levantamento do Banco de Investimentos Itaú BBA[5] mostra a importância da reforma da previdência para as finanças municipais. Se, por um lado, o levantamento aponta que a situação dos municípios, em geral, é de solvência, particularmente após a renegociação de sua dívida com o governo federal, por outro lado verifica-se uma série de problemas relativos à liquidez/caixa que podem persistir no futuro por causa do crescimento das despesas com pessoal inativo. O estudo aponta que a receita real dos municípios caiu menos do que a receita dos estados e do governo federal (2015 versus 2014) - contudo, uma grande parcela (80%) dos municípios da amostra[6] obtém mais da metade de suas receitas das transferências do governo federal, mostrando que, no curto prazo, não se pode ignorar a interligação entre a questão fiscal federal e a municipal.

No que abarca o cenário externo, destacamos no último boletim o avanço trimestral do índice de difusão PMI industrial chinês, em recuperação há cerca de quatro trimestres. Essa recuperação pode ser observada em outros indicadores, como por exemplo, preços de imóveis, venda de terrenos por parte de governos locais e volume de frete movimentado[7]. Nota-se que essa recuperação observada tem ocorrido concomitantemente com a retomada de estímulos monetários pelo PBOC, iniciada em meados de 2015[8]: os estímulos passados fizeram com que a taxa de crescimento da oferta monetária e de novos empréstimos bancários subisse fortemente desde então, além da elevação dos preços de commodities metálicas.

No último boletim notamos que os dados oficiais de crescimento na produção industrial chinesa encontravam-se estagnados, o mesmo também sendo válido para o crescimento nos investimentos em ativos fixos (excluindo ou não investimentos em eletricidade)[9]. No entanto, nova leitura dos dados permite observar que essa materialização dos estímulos monetários, via taxa de crescimento da oferta monetária e de novos empréstimos, perdeu muita força desde o final de 2016. Este fato, por sua vez, sinaliza uma possível reversão futura em diversos dos indicadores econômicos mencionados anteriormente, por exemplo, preços de imóveis e PMI industrial[10]. Em resumo, a bonança temporária oriunda da economia chinesa que se fez presente em 2016 poderia se dissipar e criar riscos à recuperação da economia brasileira, mantida a tendência de reversão verificada.

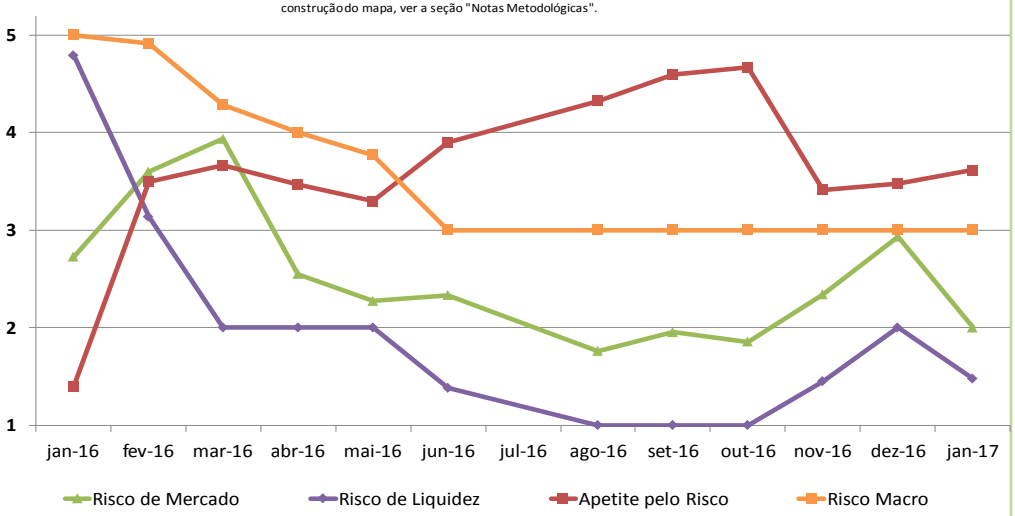
Ainda relativo ao cenário externo, o BCE encontra-se num processo de redução do ritmo de estímulos monetários, ao passo que observa seu principal índice de inflação avançar próximo a 2% em relação ao ano anterior[11]. Contudo, os riscos políticos, especialmente na França, aumentaram durante o mês, por exemplo, o crescimento das probabilidades de vitória da candidata Le Pen (anti-euro) fez o indicador de risco país francês subir em relação ao indicador alemão[12].

Quanto ao risco latente de elevação das taxas de juros americanas acima do esperado, aproxima-se o momento no qual o governo do presidente Trump terá que dar alguma sinalização mais contundente sobre as políticas macroeconômicas a serem adotadas, especialmente sobre a reforma fiscal prometida na campanha. Ao longo do mês de janeiro, estimativas da Bloomberg[13] indicavam que o consenso de mercado seria o de manutenção das taxas básicas pelo FOMC, na próxima reunião, a ser realizada no dia 15/3. No entanto, essa probabilidade implícita vem caindo ao longo de fevereiro (muito embora ainda seja dominante), dando a entender que pode haver uma "luz amarela" no que diz respeito ao risco mencionado.

Mapa de Riscos - Evolução

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".

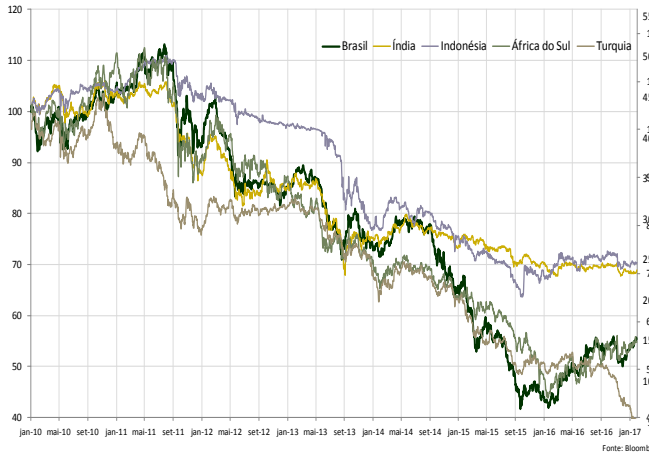


Nota: a data de corte das informações é 31/01/2017. Para mais detalhes sobre os indicadores, ver Notas Metodológicas na penúltima página. Notas de Referência na última página.

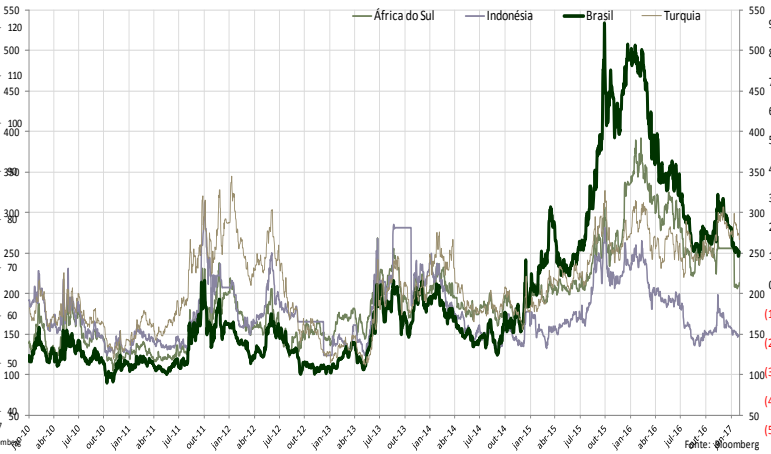
CONFIDENCIAL - EXCLUSIVO PARA USO INTERNO

1. Riscos Macroeconômicos

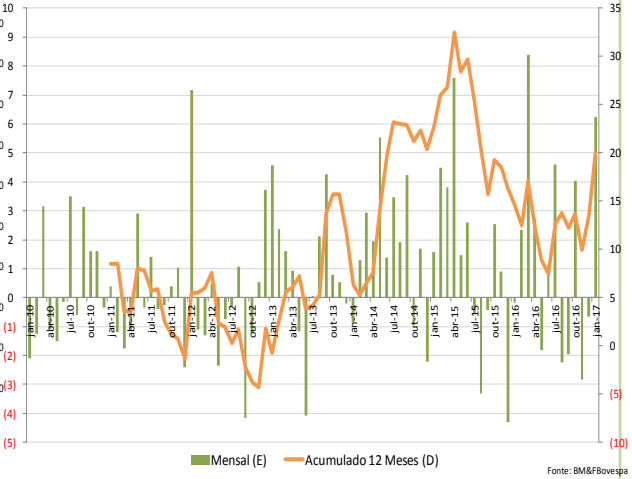
1.1. Desempenho de moedas selecionadas contra o dólar - (2 jan. 2010 - 31 jan. 2017)



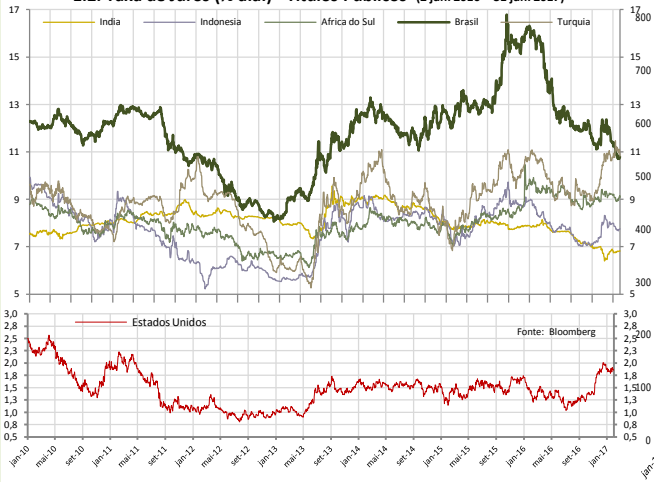
1.3. CDS Soberanos (p.b.) - Emergentes (2 jan. 2010 - 31 jan. 2017)



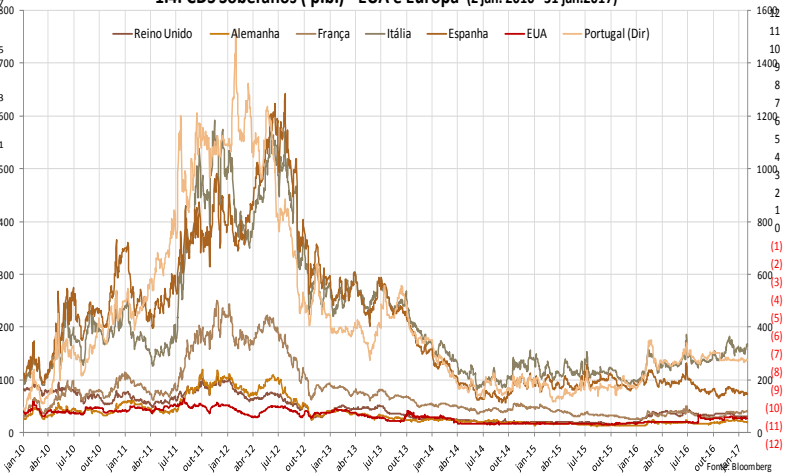
1.5. Investimento Estrangeiro em Bolsa (U$ bilhões) - (jan. 2010 - jan. 2017)



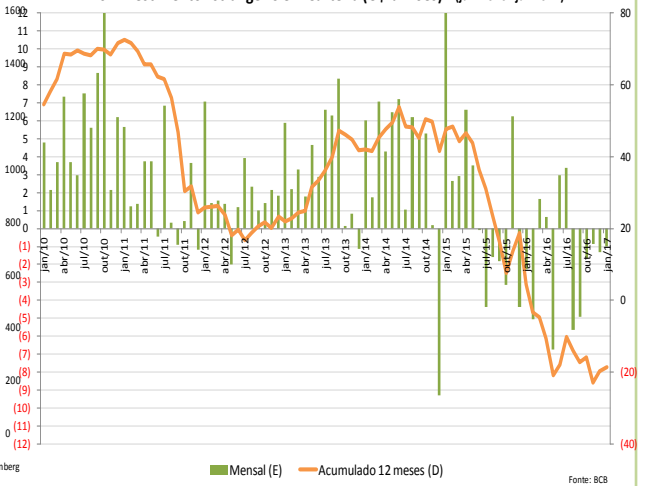
1.2. Taxa de Juros (% a.a.) - Títulos Públicos (2 jan. 2010 – 31 jan. 2017)



1.4. CDS Soberanos (p.b.) - EUA e Europa (2 jan. 2010 - 31 jan.2017)

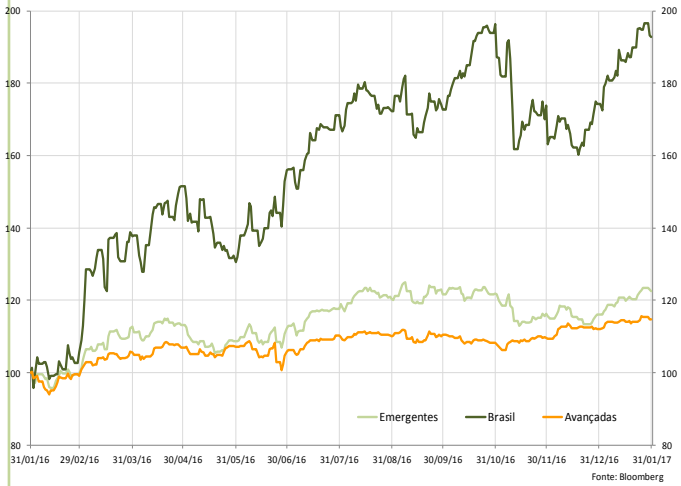


1.6. Investimento Estrangeiro em Carteira (U$ bilhões) - (jan. 2010 - jan 2017)

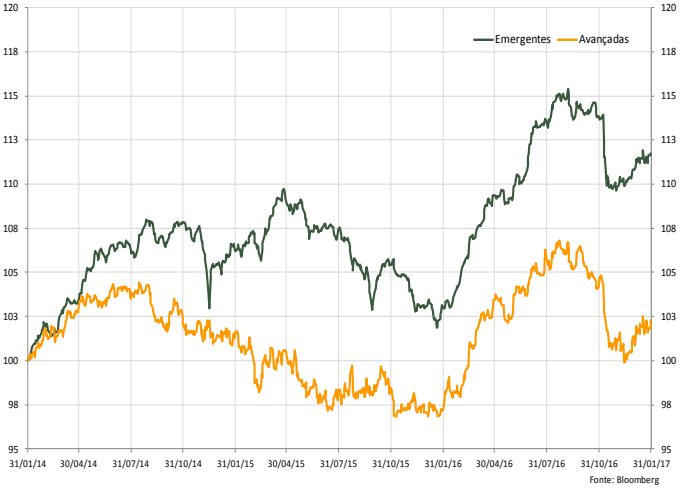


2. Risco de Mercado

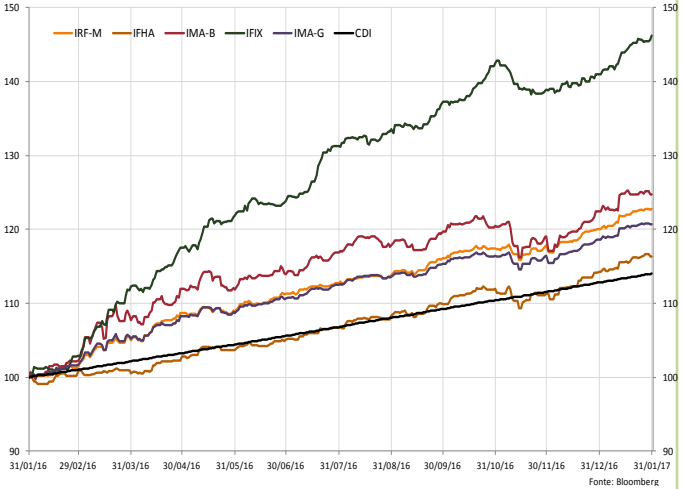
2.1. Índices de ações (MSCI) - últimos 12 meses (em dólar)



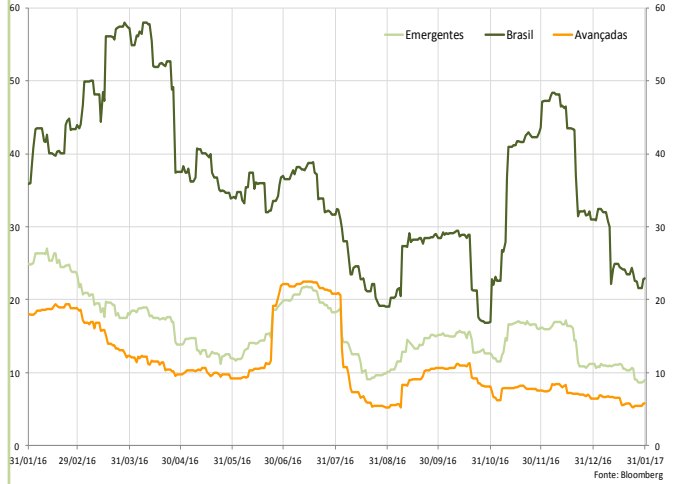
2.3. Índices de títulos corporativos - últimos 12 meses (em dólar)



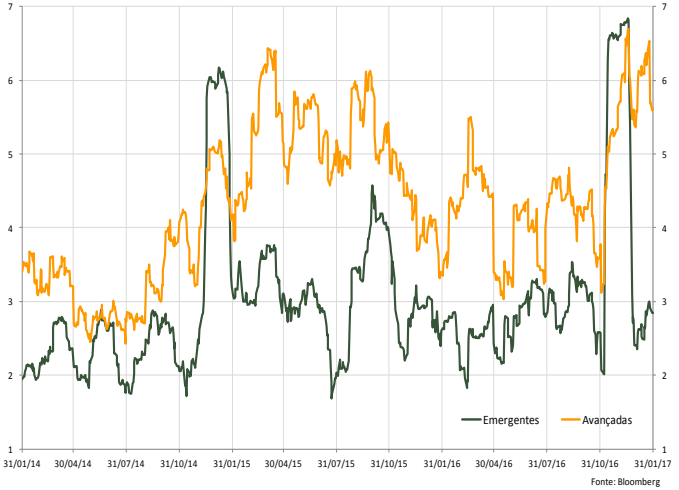
2.5. Índices de referência para fundos de investimento - últimos 12 meses



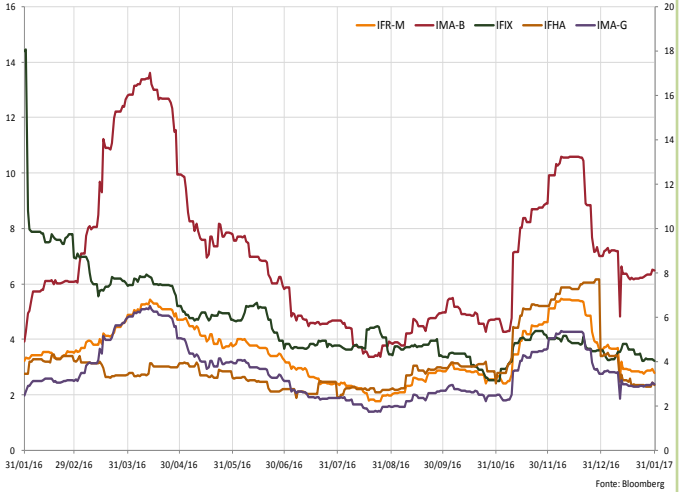
2.2. Índices de ações (MSCI) - volatilidade anualizada % (30d)



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

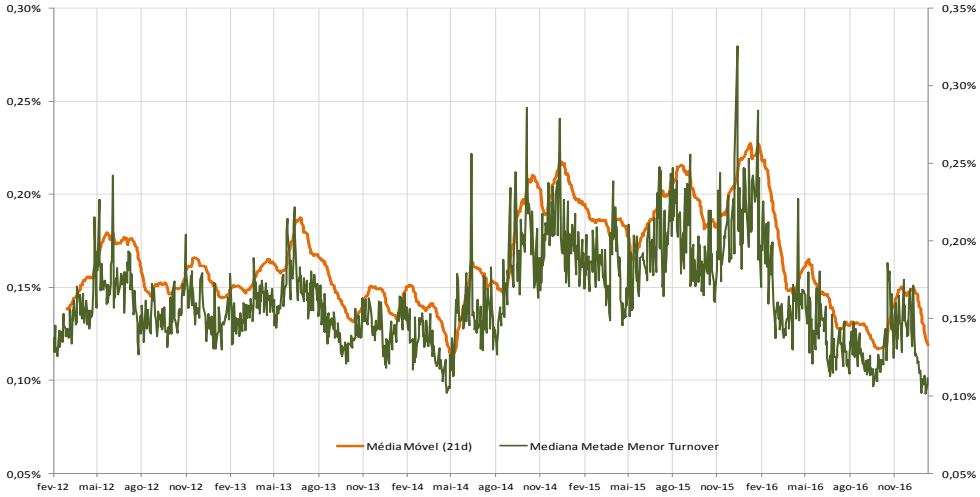


2.6. Índices de referência para fundos - volatilidade anualizada % (30d)



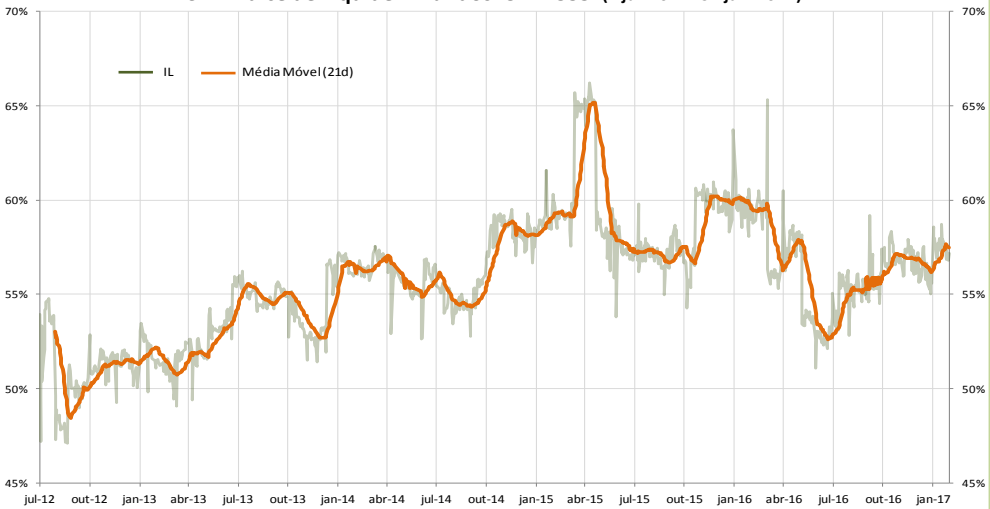
3. Risco de Liquidez

3.1. Bid-Ask Spread - Ações Ibovespa (23 fev. 2012 - 30 jan. 2017)



Fonte: Bloomberg

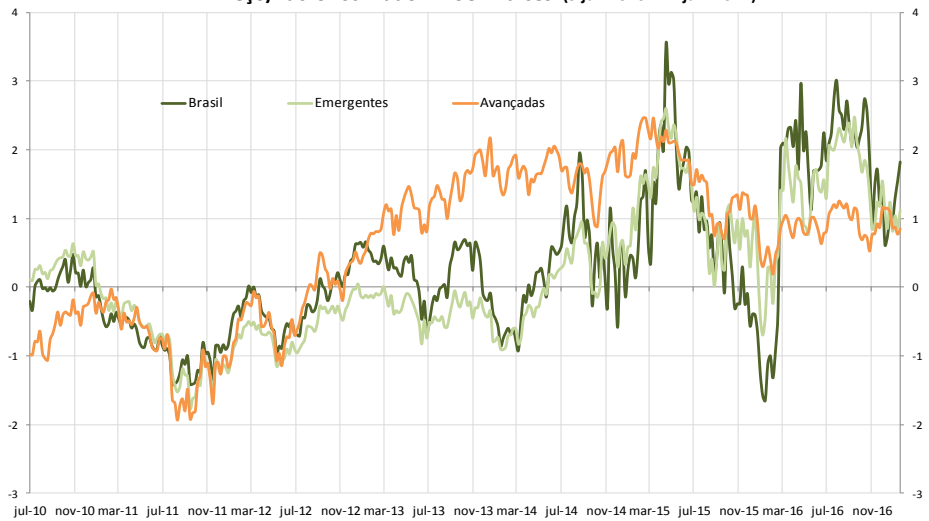
3.2. Índice de Liquidez - Fundos ICVM 555 (2 jul. 2012 - 31 jan. 2017)



Fonte: CVM

4. Apetite pelo Risco

4.1. Preço/Lucro Estimado - MSCI Indices (9 jul. 2010 - 27 jan. 2017)



Fonte: Bloomberg

4.2. Spread Títulos de Emergentes vs *US Treasuries* (% a.a.) (1 jan. 2010 - 31 jan. 2017)

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. Dados do Balanço de Pagamentos fornecidos pelo Banco Central do Brasil, referentes ao resultado da rubrica "Investimentos em carteira – passivos".

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] Itaú BBA – Macro Brasil – February 17, 2017; Informe Econômico BRAM – 10 de Fevereiro de 2017.
[2] Garde Asset Management - Carta-Mensal-Fevereiro-17-1
[3] Produção de automóveis e papelão ondulado. Informe Econômico BRAM – 10 de Fevereiro de 2017
[4] Conforme últimos dados (dezembro) disponibilizados pelo IBGE na PMC e na PMS.
[5] Itaú BBA – Macro Vision – February 21, 2017.
[6] Municípios acima de 200 mil habitantes.
[7] Ver pesquisa do banco Goldman Sachs referenciada na matéria: http://www.zerohedge.com/news/2017-02-22/chinas-housing-minister-admits-there-bubble-axiom-warns-sell-commodities-now.
[8] O PSL (pledged suplementary lending) já injetou um estoque de 2,1tri de yuans (Fonte: Bloomberg) no sistema bancário chinês, o que, pela cotação atual, aproxima US$ 315bi. Ver: https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-04/pboc-opens-taps-to-china-policy-banks-in-bid-to-sharpen-stimulus.
[9] Itaú BBA - Latam Macro Monthly – January 20, 2017.
[10] Nos casos do preço de imóveis e PMI industrial, os efeitos são mais rápidos e já se pode verificar uma possível inflexão.
[11] Sob influência dos preços de energia e alimentos - o avanço do núcleo do índice ainda está próximo a 1% ao ano.
[12] http://www.zerohedge.com/news/2017-02-14/le-pen-odds-surge-french-stock-market-risk-hits-5-year-high
[13] Com base em preços do mercado de derivativos americano, função WIRP.

CONFIDENCIAL - EXCLUSIVO PARA USO INTERNO