



Wealth High Governance

18 de junho de 2021 | Asset Management

Economic Insights

Sem lugar para se esconder:
as vantagens da diversificação global



Sumario Executivo

- Nesta edição do Economic Insights vamos analisar alguns princípios chave para a construção de portfólios eficientes para investidores brasileiros.
- Começamos demonstrando que o nível possível de diversificação nos mercados brasileiros é baixo.
- Em seguida, vemos que a correlação entre ativos é muito menor nos mercados internacionais. Também há um patamar menor de correlação entre ativos domésticos e internacionais, o que nos leva a recomendar uma alocação global para que o investidor atinja um grau adequado de diversificação.
- Hoje temos um cenário peculiar onde o asset allocation tradicional enfrenta limitações. Nesta carta avaliamos duas alternativas: uma carteira equilibrada de ativos chineses e uma alocação em ativos reais.

A importância da diversificação

Em 1952, o Nobel em economia e criador da teoria moderna de portfólios, Harry Markowitz, afirmou que a “diversificação é o único almoço grátis que existe nos investimentos”.

A importância da diversificação adequada é difícil de ser superestimada. Um nível adequado de diversificação pode anular boa parte dos riscos de uma carteira de investimento.

Mas nem todos os riscos podem ser controlados, especialmente **os tipos de riscos que impactam todos os ativos ao mesmo tempo**, como crises políticas ou choques macroeconômicos.

Uma forma de ver o nível efetivo de diversificação em um mercado é medir a correlação entre a classe de ativos de renda fixa e renda variável.

Isso porque **a renda fixa e a renda variável deveriam ter uma correlação baixa – ou até negativa**. Quando o crescimento econômico desacelera – o que normalmente afetar negativamente a renda variável – o banco central reduz os juros, o que eleva os preços dos ativos de renda fixa. Assim, nessa situação observamos **uma correlação negativa** entre os retornos da renda fixa e da renda variável.

Isso funciona no Brasil? **Infelizmente não**, como podemos ver neste gráfico¹:

Carteira Local - Correlação entre RF e RV

Janela de 6 meses - média móvel de 20 dias



Fonte: WHG

Aqui medimos a correlação entre uma carteira de renda fixa (incluindo aplicações pós e pré-fixadas, como também títulos atrelados a inflação) e uma carteira de renda variável (ações e fundos multimercados).

Notamos o seguinte:

- Exceto por um curto período em 2013, **a correlação é sempre positiva**, ou seja: quando o cenário é positivo, as três classes sobem e quando é negativo, as três caem;
- A correlação é **relativamente alta** – e crescente desde 2014.
- A correlação sobe em período de crises (parte assombreadas do gráfico).

Para destacar o último ponto, calculamos separadamente as correlações para o período integral e para os períodos de crise:

¹ Os ativos que compõem a carteira utilizada para calcular a correlação encontram-se no Anexo.

Correlação entre RF e RV+MM

Janela de 6m

Média de Todo o Período (2008 - 2021)	0,39
Média dos Períodos de Crise	0,54
Grande Crise Financeira (ago/08 - mai/09)	0,47
Taper Tantrum (mai/13 - set/13)	0,17
Crise Fiscal Brasileira + Crise Econômica Chines (ago/14 - jan/16)	0,45
Crise Política Governo Temer (mai/17-ago/17)	0,82
Eleições 2018 + Alta de Juros nos EUA (fev/18 - out/18)	0,59
Covid-19 (mar/20 - out/20)	0,76

Fonte: WHG

Enquanto a correlação média foi de 39% desde 2008, em períodos de crise ela sobe para 54%, tendo picos ao redor de 80%.

Isso gera o fenômeno de **“não ter onde se esconder” nos mercados brasileiros**, onde os efeitos da diversificação são fracos em geral, e quase nulos em períodos de crise.

Como resolver isso? Uma maneira seria **ter uma diversificação internacional**.

Fazendo o mesmo exercício para uma carteira de ativos internacionais² é possível perceber um grau de correlação muito mais baixo, e muitas vezes negativo, entre os componentes de renda fixa e variável:

Carteira Internac. - Correlação entre RF e RV

Janela de 6 meses - média móvel de 20 dias



Fonte: WHG

Uma maneira de constatar as vantagens da diversificação internacional é medir a performance relativa entre uma carteira inteiramente doméstica e uma que tenha alguma diversificação internacional.

Calculamos a razão Sharpe (o retorno da carteira ponderado ao risco) para dois portfólios: o primeiro deles composto apenas por ativos domésticos e o segundo, uma carteira “global” que é 70% doméstica e 30% internacional.

A carteira global tem um Sharpe três vezes maior, ou seja, ela gera uma melhor relação de retorno ponderado ao risco. Enquanto os retornos entre essas duas carteiras são similares, a carteira global, com 30% de ativos internacionais, tem um grau de risco menor graças aos efeitos da maior diversificação.

² Os componentes da carteira internacional também se encontram em tabela no Anexo.

Alternativas para uma carteira global

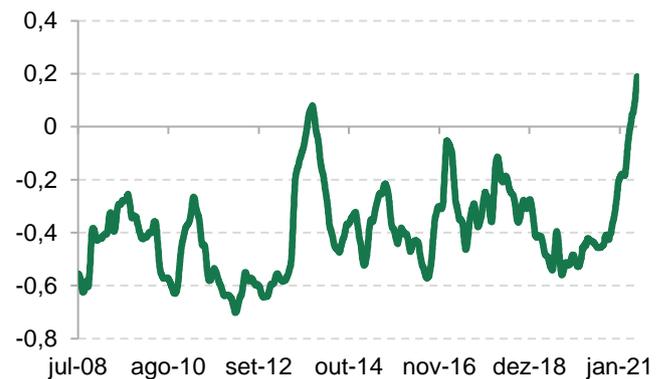
Os números mostram que a diversificação global de investimentos é uma ferramenta muito poderosa para aumentar a rentabilidade e minimizar a queda nas carteiras em momentos de crise.

A correlação negativa entre renda fixa e renda variável no mercado internacional talvez seja o mais poderoso fator de diversificação das carteiras globais. Entretanto, **o impacto da pandemia gerou dois efeitos importantes nos mercados, que prejudicam uma simples composição entre renda fixa e renda variável nas carteiras:**

1. O juro nominal ficou muito baixo no mundo desenvolvido e bastante negativo em termos reais. Isso limita o ganho num título de renda fixa em um momento de crise, porque as taxas de juros não têm muito espaço para queda.
2. **A correlação entre renda fixa e renda variável nos EUA se tornou positiva em 2021.** Ou seja, a bolsa tem caído em momentos nos quais a taxa de juros sobe.

EUA - Correlação do Retorno da Treasury vs MSCI

Janela de 6 meses - média móvel de 20 dias



Fonte: Bloomberg, WHG

Nesse cenário, é preciso buscar títulos de renda fixa global que ainda tenham uma taxa de juros nominal alta ou **alternativas à renda fixa que possuam uma taxa de retorno real positivo.** Dentro desses critérios, vemos boas opções de investimentos na China e em ativos reais em geral.

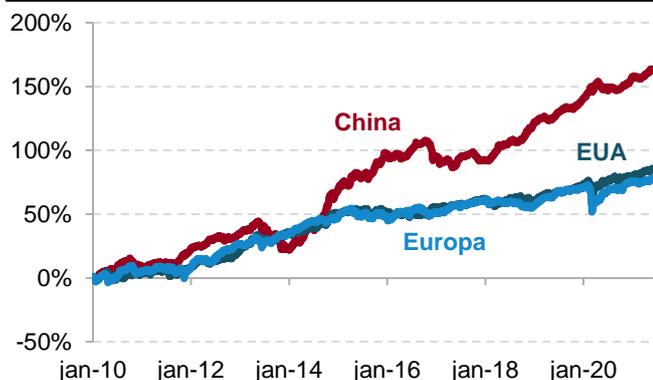
Uma carteira equilibrada de renda fixa e variável chinesa

Enquanto a taxa de juros de 10 anos nos EUA está em 1,50% e na Alemanha está em -0,24%, a **China oferece ao investidor um interessante retorno de 3,15%.**

A política monetária na China é completamente diferente daquela implementada pelo FED e pelo ECB. Ao invés de super estimular a economia, o Banco Central Chinês (PBoC) pouco cortou as taxas de juros. A política fiscal também está sendo conservadoramente gerida, o que implica que o governo chinês terá seus instrumentos de política econômica reabastecidos para reagir a uma futura desaceleração econômica.

A estratégia equilibrada consiste em alocar uma carteira em ativos de renda fixa e renda variável chineses em proporções tais que se aproveitem da correlação baixa entre as duas classes de ativos. Uma proporção muito utilizada é conhecida por 60/40, ou seja, 60% do risco alocado em renda fixa e 40% em renda variável. Essa estratégia foi muito popular e vencedora nos EUA nas últimas décadas. Desde 2010 o S&P 500 subiu 182%, enquanto a taxa de juros de 10 anos caiu 198 pontos base.

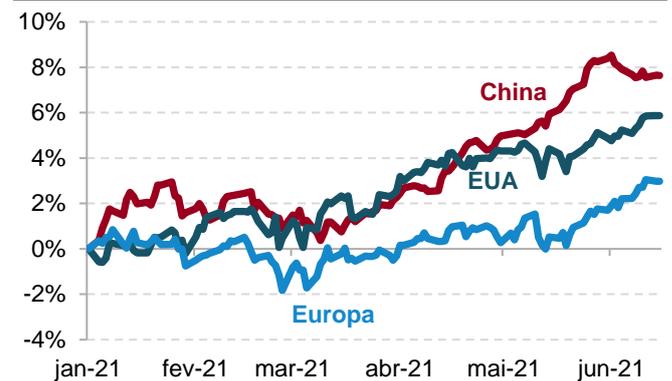
Carteira balanceada (60/40) desde Jan/2010



Fonte: WHG

Aplicando o mesmo conceito para a China, vemos que essa estratégia gerou uma rentabilidade duas vezes superior à mesma alocação feita nos EUA e na Europa. A perspectiva é que a China continue liderando na rentabilidade dessa estratégia pelos motivos listados acima, algo que a torna uma alternativa muito interessante de alocação global.

Carteira balanceada (60/40) desde Jan/2021

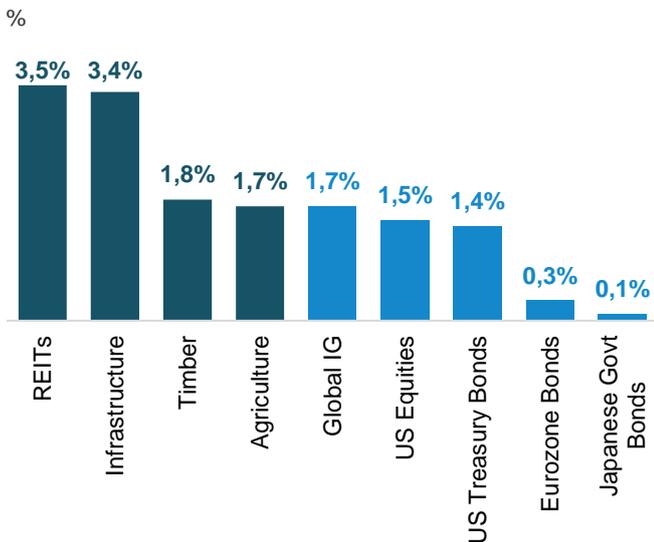


Fonte: WHG

Ativos Reais

Outra alternativa interessante num mundo de juros muito baixos **é investir em ativos reais**. Além de receber uma rentabilidade acima da maioria dos títulos de renda fixa global (cerca de 3,5% vs 1,5% dos títulos de renda fixa americana), os ativos reais são uma proteção natural à surpresas inflacionárias.

Comparação de retornos entre ativos reais e financeiros



Fonte: BAML

Deter ativos reais ainda traz as vantagens de (i) estarem baratos historicamente em relação aos ativos financeiros e (ii) apresentarem cerca de metade da volatilidade do S&P500.

Entre os principais ativos que representam essa alocação estão as commodities agrícolas e metálicas, as ações de setores ligados a commodities e bancos, além de ativos associados ao setor imobiliário e infraestrutura.

Mínimas históricas...valor de ativos reais em relação a ativos financeiros

Ativos reais (commodities, imóveis, artigos para coleção) vs. Ativos financeiros (ações, renda fixa) desde 1925



Fonte: BAML

Anexo

Usamos a seguinte carteira para calcular o nível de correlação entre renda fixa e variável nos mercados domésticos:

Carteira Doméstica

55,0%	Renda Fixa	
20,0%	Pós Fixado	CDI
15,0%	Pré Fixado	Índice IRF-M Anbima
20,0%	Inflação	Índice IMA-B Anbima
45,0%	Renda Variável	
20,0%	Multimercados	Índice de Hedge Funds Anbima (IHFA)
25,0%	Ações	Ibovespa

Fonte: WHG

Para a carteira internacional, a alocação utilizada se encontra na tabela a seguir:

Carteira Internacional

60,0%	Renda Fixa	
10,0%	Caixa	Treasury de 1 a 3 meses
20,0%	Treasury	Treasury de 10 anos
10,0%	IG	Crédito Corporativo Investment Grade nos EUA (baixo risco)
10,0%	HY	Crédito Corporativo High Yield nos EUA (risco mais elevado)
10,0%	EM	Crédito Corporativo de Países Emergentes
40,0%	Renda Variável	
10,0%	EM	Índice MSCI Países Emergentes
20,0%	EUA	Índice MSCI EUA
10,0%	Ex-EUA	Índice MSCI Europa, Australásia e Extremo Oriente

Fonte: WHG

Este material de divulgação é meramente informativo e foi elaborado para os clientes da Wealth High Governance (“WHG”), e não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Capital Ltda. (“WHG Capital”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. Os parâmetros aqui descritos são meramente referenciais e exemplificativos, podendo ser alterados pela WHG Capital a seu exclusivo critério, a qualquer momento, sem prévio aviso. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, consultoria de investimentos, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento ou sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Recomendamos uma consulta a profissionais especializados para uma análise específica e personalizada antes da sua decisão sobre produtos, serviços e investimentos. Este material pode apresentar conclusões e opiniões feitas sob determinadas premissas. Ainda que o time de gestão da WHG acredite que essas premissas sejam razoáveis e factíveis, não pode assegurar que sejam precisas ou válidas em condições de mercado no futuro ou, ainda, que todos os fatores relevantes tenham sido considerados na determinação dessas conclusões, opiniões, sugestões, projeções e hipóteses. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG.



Wealth High Governance

Andrew Reider

Chief Investment Officer (CIO)
andrew.reider@whg.com.br

Fernando Fenolio

Economista-chefe
da Asset Management
fernando.fenolio@whg.com.br

Tony Volpon

Estrategista-chefe
tony.volpon@whg.com.br

Bruno Diniz

Head de Produtos
bruno.diniz@whg.com.br

