



Wealth High Governance

20 de agosto de 2021

Economic Insights

Alocação em tempos incertos



Sumário Executivo

- Os ativos brasileiros têm apresentado uma performance volátil em agosto, com forte correlação nos retornos das diferentes classes de ativos, como a renda fixa em relação a renda variável.
- O ambiente econômico é de maior incerteza tanto externa como, principalmente, interna.
- Momentos de maior incerteza apenas reforçam a necessidade de diversificar a carteira de investimentos.
- Aplicando o conceito de fronteira eficiente de alocação, vemos que em momentos de crise, uma alocação mais elevada em ativos de renda fixa local em detrimento de um investimento menor em renda variável fornece uma melhor relação entre risco e retorno.
- Nos momentos de crise, os portfólios mais eficientes recomendam uma maior alocação em bolsas internacionais

Alocação em tempos incertos

No nosso *Economic Insight* de junho (“Sem lugar para se esconder: as vantagens da diversificação global”) comentamos o baixo nível de diversificação disponível nos mercados brasileiros, devido a frequente ocorrência de crises políticas e outros choques macroeconômicos. Assim observamos uma forte correlação nos retornos das diferentes classes de ativos, como a renda fixa em relação a renda variável.

O mês de agosto caminha nessa direção quanto aos ativos brasileiros. Os títulos de juro nominal de 10 anos sofreram queda de 5.6% até o dia 17 de agosto enquanto o Ibovespa caiu 6.2%.

O cenário internacional explica apenas uma parte dessa piora. Três fatores pesam no sentimento do mercado atualmente: (1) o surgimento da variante Delta da Covid19, (2) a redução do estímulo monetário pelo FED a ser anunciada até o final do ano e; (3) a “readequação regulatória” na China que tem afetado de forma dura alguns setores específicos.

A piora do ambiente doméstico é, sim, o grande responsável pela deterioração dos preços dos ativos no Brasil. Talvez o tema econômico mais importante da eleição de 2022 foi antecipado: o risco de desmonte do teto de gastos.

A discussão sobre como adequar o orçamento da União ao volume de precatórios a serem pagos em 2022 tem gerado muita apreensão no mercado. Dentre as várias possibilidades já levantadas, aquela em que um fundo extra-teto seja criado para o pagamento de precatório e de um bônus social é o que gera maior angústia ao mercado. A aprovação dessa estrutura permitiria um “furo” no teto de gastos, onde despesas sociais poderiam ser feitas sem uma restrição orçamentária clara.

Além disso, a postura mais dura do Banco Central do Brasil no combate à inflação trouxe uma grande

revisão para cima da trajetória da taxa Selic. Descontando um provável exagero do mercado quanto ao tamanho do ciclo de juros (projetamos 7,5% com risco de 8,5% vs o mercado que precifica 10% no final de 2022), a reação mais incisiva do Banco Central vai desacelerar a economia brasileira no ano que vem (nossa projeção é um crescimento de 1,60%).

Dado o cenário descrito acima, como o brasileiro deveria alocar seus ativos? Nossa visão é que um portfólio com maior alocação em instrumentos de renda fixa local e renda variável internacional traz uma melhor relação risco-retorno em tempos incertos.

Fizemos um estudo (detalhes no anexo) para calcular uma fronteira eficiente de alocação de ativos para períodos de crise e sem crise. Baseado em diversas correlações entre ativos globais e locais e assumindo as seguintes expectativas de retorno e volatilidade¹ para os ativos analisados, executamos uma otimização da carteira, buscando uma composição de portfólio que minimize o risco, para um dado nível de retorno esperado.

¹ Nossas expectativas foram calculadas tomando como base os retornos e volatilidades históricas para o período analisado, além de outras metodologias proprietárias de *valuation*.

Retorno e volatilidade dos ativos

Evolução em diferentes períodos

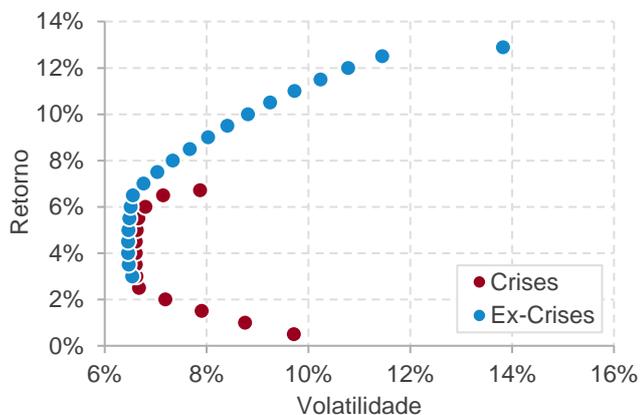
	Períodos de Crises Domésticas		Períodos Sem Crises	
	Retorno Médio Anualizado	Vol.	Retorno Médio Anualizado	Vol.
CDI	8,5%	2,0%	6,5%	1,2%
Pré	7,5%	5,0%	11,0%	6,0%
T-Bills	0,6%	0,5%	0,6%	0,5%
Treasuries	-2,7%	4,5%	-2,7%	4,5%
MSCI EUA	3,0%	17,0%	3,0%	17,0%
MSCI EM	8,0%	20,0%	8,0%	20,0%
Ibovespa	-5,0%	37,5%	23,0%	30,0%
Multimercado	8,0%	17,0%	10,0%	15,0%

Fonte: WHG

A otimização nos forneceu as seguintes fronteiras eficientes:

Fronteira Eficiente – Perfil 3

Retorno vs. Volatilidade



Fonte: WHG

Em relação aos resultados obtidos, algumas conclusões emergem:

- A presença de episódios de crise desloca a fronteira eficiente para a direita, evidenciando que, para um mesmo nível de risco, o retorno da carteira será menor em tais momentos;
- Os pontos da fronteira que fornecem uma melhor relação entre risco e retorno nos momentos de crise são aqueles com uma alocação mais elevada em ativos de renda fixa

local (especialmente o segmento pós-fixado), em detrimento de um investimento menor no Ibovespa.

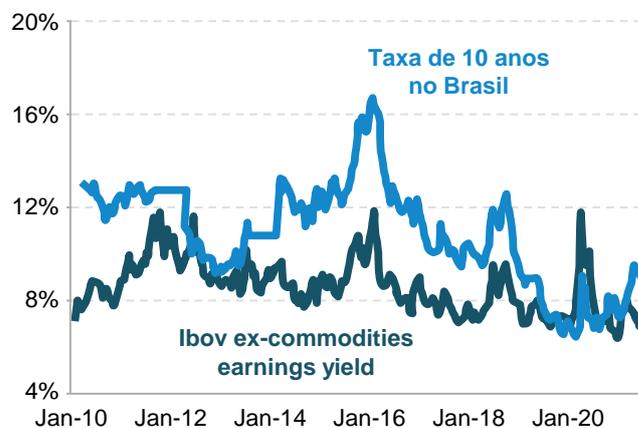
- Nos momentos de crise, os portfólios mais eficientes recomendam uma maior alocação em bolsas internacionais.
- Uma forma de reduzir a volatilidade do portfólio é adicionar renda fixa pré-fixada e renda fixa pós-fixada.

Sendo assim, tal exercício reforça a visão já mencionada, de que a alocação em renda fixa pós e pré-fixadas representa uma melhor alternativa de investimento em momentos de maior incerteza, como o atual. Ademais, para obter uma melhor relação risco-retorno, as carteiras também podem se beneficiar da diversificação em investimentos no exterior (como as bolsas globais). Ações brasileiras, por sua vez, não parecem ser um bom veículo de diversificação do portfólio. No anexo dessa carta detalhamos nosso estudo.

Além disso, olhando pela perspectiva tradicional de *valuation*, as ações brasileiras de qualidade estão menos atraentes do que renda fixa. O “earnings yield” do Bovespa excluindo ações ligadas a commodities já está abaixo da taxa de juros de 10y. Isso é o padrão histórico no Brasil, mas recentemente tinha sido uma exceção.

Ibovespa earnings yield vs. Taxa de juros de 10y

12m fwd and 2022E consensus estimates



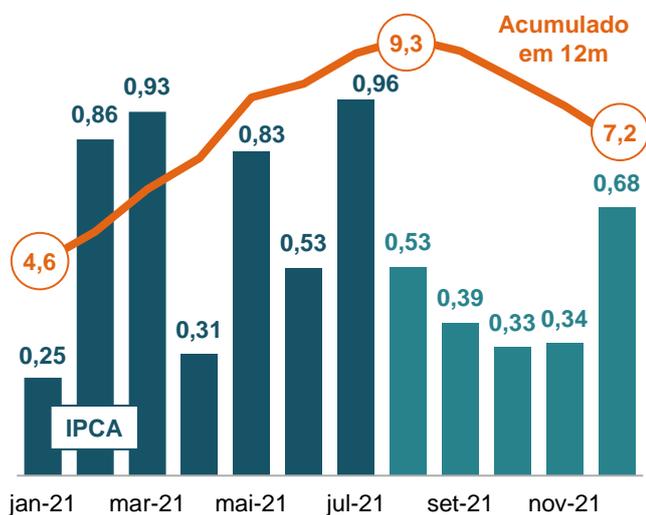
Fonte: WHG

(Uma ressalva importante: alguns setores importantes do Bovespa como commodities, bancos e estatais apresentam *valuation* atraente. Vamos discorrer mais sobre esse assunto em breve.)

Por fim, vale ressaltar que o cenário cíclico prospectivo deve ser muito favorável a renda fixa. O Banco Central já elevou a taxa Selic ao patamar de 5,25%, e pelas expectativas do mercado devemos ter a Selic atingindo pelo menos 7,50%. Isso significa não só uma **remoção total do estímulo monetário, como também o avanço para uma posição restritiva de política monetária**. Isso vai afetar de forma relevante o crescimento econômico de 2022. Além disso, acreditamos que as pressões inflacionárias já vão começar a se dissipar nos dados de agosto e setembro. O “pico da inflação” brasileira está muito próximo e quando essa tendência de desinflação ficar mais clara, é normal o mercado retirar prêmio da curva de juros.

O maior risco dessa visão fica no âmbito fiscal / político. Por mais que tenhamos um cenário mais benigno para a inflação nos próximos meses, o risco fiscal pode se sobrepor a isso. O mercado precisa ter uma maior confiança e visibilidade sobre esses temas e, infelizmente, o timing desse processo pode se arrastar por muito tempo.

IPCA – Projeção WHG



Fonte: WHG

Anexo

Para verificar qual a alocação ótima em períodos de crise, fizemos um exercício de otimização de carteira, considerando os seguintes ativos: CDI, Renda Fixa Local Pré-Fixada, T-Bills, Treasuries, Bolsa Americana (MSCI EUA), Bolsa de Países Emergentes (MSCI EM), Ibovespa e Multimercados (representados pelo índice IHFA da Anbima).

Começando em 2014, calculamos a correlação entre esses ativos para dois períodos distintos:

- **Períodos de Crises Domésticas:** ago/14 – jan/16 (Crise Fiscal Brasileira), mai/17 – ago/17 (Crise Política do Governo Temer); e fev/18 – out/18 (Greve dos Caminhoneiros e Eleições de 2018);
- **Períodos de ‘Normalidade’,** excluindo os momentos de crises domésticas citados acima e os episódios de recessão global (como a atual crise do Covid-19).

As tabelas abaixo mostram as correlações para os diferentes momentos:

Períodos de Crises Domésticas

Ago 2014-Jan 2016 / Mai 17-Ago 17 / Fev 18-Out 18

	CDI	Pré	T-Bills	Treasuries	MSCI EUA	MSCI EM	Ibovespa	IHFA
CDI	1,00	0,30	0,20	0,20	-0,30	-0,30	-0,20	0,10
Pré		1,00	0,10	0,30	-0,40	-0,25	0,55	0,35
T-Bills			1,00	0,60	-0,15	-0,20	-0,20	-0,20
Treasuries				1,00	-0,20	-0,30	-0,30	-0,10
MSCI EUA					1,00	0,80	0,55	0,25
MSCI EM						1,00	0,60	0,35
Ibovespa							1,00	0,40
IHFA								1,00

Fonte: WHG

Períodos Sem Crises

	CDI	Pré	T-Bills	Treasuries	MSCI EUA	MSCI EM	Ibovespa	IHFA
CDI	1,00	0,60	0,20	0,30	-0,40	-0,30	0,10	0,05
Pré		1,00	0,20	0,40	-0,35	-0,25	0,40	0,30
T-Bills			1,00	0,60	-0,15	-0,20	-0,30	-0,20
Treasuries				1,00	-0,20	-0,30	-0,30	-0,10
MSCI EUA					1,00	0,80	0,65	0,30
MSCI EM						1,00	0,65	0,35
Ibovespa							1,00	0,40
IHFA								1,00

Fonte: WHG

Pelas tabelas é possível notar que, em geral: (1) a correlação entre a renda fixa pré-fixada e a bolsa brasileira é ainda mais elevada em momentos de crise; e (2) os ativos domésticos ficam mais descorrelacionados dos ativos internacionais nos episódios de crise.

Com essas correlações em mãos e assumindo as seguintes expectativas de retorno e volatilidade² para os ativos analisados, executamos uma otimização da carteira, buscando uma composição de portfólio que minimize o risco, para um dado nível de retorno esperado.

Os resultados encontrados estão nas tabelas abaixo:

Retorno e volatilidade dos ativos

Evolução em diferentes períodos

	Períodos de Crises Domésticas		Períodos Sem Crises	
	Retorno Médio Anualizado	Vol.	Retorno Médio Anualizado	Vol.
CDI	8,5%	2,0%	6,5%	1,2%
Pré	7,5%	5,0%	11,0%	6,0%
T-Bills	0,6%	0,5%	0,6%	0,5%
Treasuries	-2,7%	4,5%	-2,7%	4,5%
MSCI EUA	3,0%	17,0%	3,0%	17,0%
MSCI EM	8,0%	20,0%	8,0%	20,0%
Ibovespa	-5,0%	37,5%	23,0%	30,0%
Multimercado	8,0%	17,0%	10,0%	15,0%

Fonte: WHG

Períodos de Crises Domésticas

Fronteira Eficiente

Retorno	Vol.	CDI	Pré	T-Bills	Treasuries	MSCI EUA	MSCI EM	Ibovespa	IHFA
0,5%	9,7%	5%	5%	10%	30%	30%	0%	16%	4%
1,0%	8,8%	5%	5%	10%	30%	30%	0%	12%	8%
1,5%	7,9%	5%	5%	10%	30%	30%	0%	8%	12%
2,0%	7,2%	5%	5%	10%	30%	30%	0%	4%	16%
2,5%	6,7%	5%	5%	10%	30%	30%	0%	0%	20%
3,0%	6,6%	10%	5%	6%	29%	30%	0%	0%	20%
3,5%	6,6%	15%	5%	4%	26%	30%	0%	0%	20%
4,0%	6,6%	20%	6%	0%	24%	30%	0%	0%	20%
4,5%	6,6%	20%	11%	0%	19%	30%	0%	0%	20%
5,0%	6,6%	20%	16%	0%	14%	30%	0%	0%	20%
5,5%	6,7%	20%	20%	2%	8%	30%	0%	0%	20%
6,0%	6,8%	20%	20%	5%	5%	22%	8%	0%	20%
6,5%	7,2%	20%	20%	5%	5%	12%	18%	0%	20%
6,7%	7,9%	20%	20%	0%	5%	15%	20%	0%	20%

Fonte: WHG

² Nossas expectativas foram calculadas tomando como base os retornos e volatilidades históricas para o período analisado, além de outras metodologias proprietárias de valuation.

Períodos Sem Crises

Fronteira Eficiente

Retorno	Vol.	CDI	Pré	T-Bills	Treasuries	MSCI EUA	MSCI EM	Ibovespa	IHFA
6,0%	6,5%	20%	18%	1%	10%	29%	1%	0%	20%
6,5%	6,6%	20%	20%	5%	5%	26%	4%	0%	20%
7,0%	6,8%	20%	20%	5%	5%	19%	10%	1%	20%
7,5%	7,0%	20%	20%	5%	5%	15%	11%	3%	20%
8,0%	7,3%	20%	20%	5%	5%	12%	12%	5%	20%
8,5%	7,7%	20%	20%	5%	5%	9%	13%	8%	20%
9,0%	8,0%	20%	20%	5%	5%	6%	14%	10%	20%
9,5%	8,4%	20%	20%	5%	5%	2%	15%	12%	20%
10,0%	8,8%	20%	20%	5%	5%	0%	15%	15%	20%
10,5%	9,3%	20%	20%	5%	5%	0%	12%	18%	20%
11,0%	9,7%	20%	20%	5%	5%	0%	9%	21%	20%
11,5%	10,2%	20%	20%	5%	5%	0%	5%	25%	20%
12,0%	10,8%	20%	20%	5%	5%	0%	2%	28%	20%
12,5%	11,4%	20%	20%	2%	5%	0%	3%	30%	20%

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

