



Wealth High Governance

15 de outubro de 2021

# Economic Insights

## China: Oportunidades de Investimentos



---

## Sumário Executivo

- Os acontecimentos recentes no mercado de renda variável e imobiliário na China trouxeram um maior questionamento sobre a atratividade em se investir em ativos chineses. Essa dúvida é bastante pertinente, especialmente pela falta de familiaridade de grande parte dos investidores em relação ao país asiático. A interferência do governo em certos setores do setor privado leva alguns investidores não considerarem a China como uma opção de investimento (“*uninvestable*”).
- Entretanto, queremos reforçar nessa carta que não podemos perder de vista as perspectivas de longo prazo da economia chinesa. E, assim como pontuamos em nossa carta de fevereiro<sup>1</sup>, investir em China é mais do que apenas adquirir ações de tecnologia. Carregar instrumentos de renda fixa chinesa geram uma boa proteção ao portfólio ao longo do tempo, além de serem descorrelacionados com a maior parte dos ativos globais.
- Mostraremos que uma combinação balanceada de renda fixa e renda variável gerou retornos positivos em 2021, mesmo com o aperto regulatório que afetou negativamente as bolsas nos meses de julho e agosto.

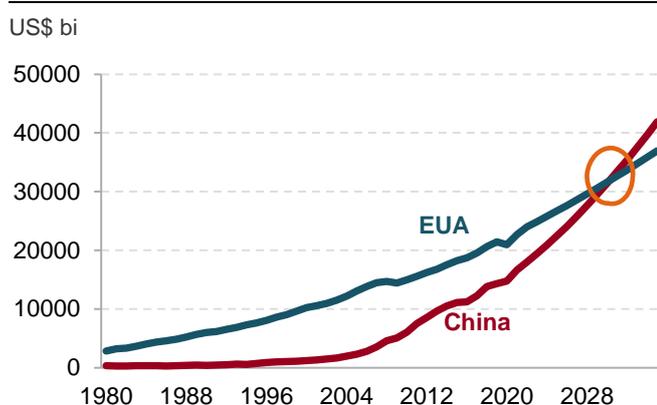
---

<sup>1</sup> Economic Insights (15/02/2021): “Acreditamos que ativos chineses em RMB se tornaram uma alternativa muito interessante dentro de um portfólio global. O retorno em renda fixa é um dos maiores do mundo na atualidade (controlado pelo risco) e há ainda a perspectiva de ganho com a apreciação da moeda”.

# China é relevante demais para ser ignorada

A China é a segunda maior economia do mundo, provavelmente ultrapassando os EUA até o final da década.

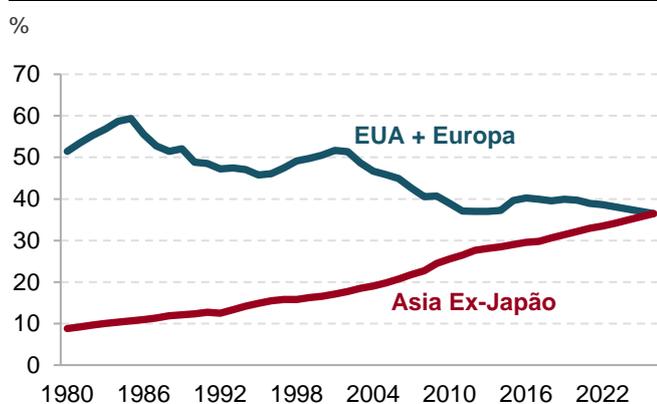
## PIB



Fonte: FMI, The Economist e WHG

De fato, o continente asiático ex-Japão terá a mesma participação de EUA + Europa no PIB global em 4 anos, segundo projeções do FMI. A crescente importância da região, com a China sendo seu principal expoente, não pode ser negligenciado quando se pensa numa alocação de portfólio global.

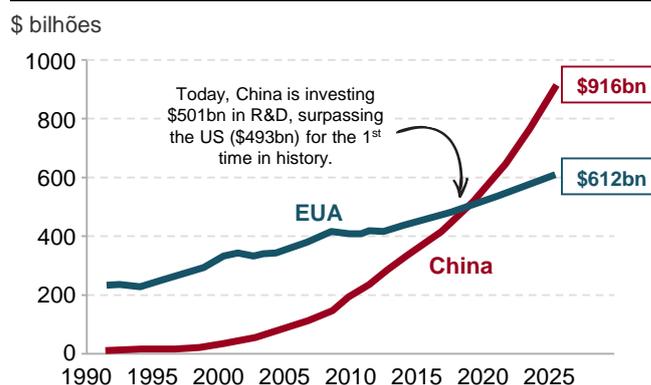
## Participação no PIB Global



Fonte: FMI, The Economist e WHG

O país também está bem-posicionado para capturar as novas tendências globais. A China está entre os líderes no setor de tecnologia, rivalizando com os EUA. É líder no mercado de patentes e está prestes a ultrapassar os EUA nos gastos com pesquisa e desenvolvimento. Também lidera o mercado de 5G, redes quânticas e avança rapidamente na sua mudança de matriz energética, com a produção de painéis solares e carros elétricos. Deve ser o primeiro banco central a ter uma moeda digital (expectativa é fevereiro de 2022).

## Gastos com Pesquisa e Desenvolvimento



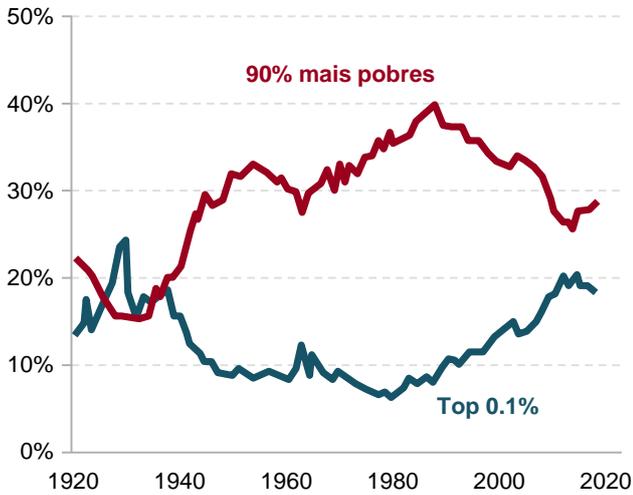
Fonte: BofA WHG

Assim, a **China é uma alternativa ao mundo ocidental**, cujos riscos econômicos pós-covid cresceram. Basta uma rápida olhada na excessiva expansão dos gastos públicos nos EUA conjugado com uma política monetária super-expansionista. Os riscos inflacionários e suas implicações negativas ao dólar americano são óbvias. Sem mencionar os fatores geopolíticos, onde talvez estejamos testemunhando o declínio do “império americano”, alimentado pela maior desigualdade de renda e riqueza e pela crescente polarização doméstica.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> “O maior desafio para o posicionamento global dos EUA é doméstico: a sociedade americana está profundamente polarizada, e tem enfrentado

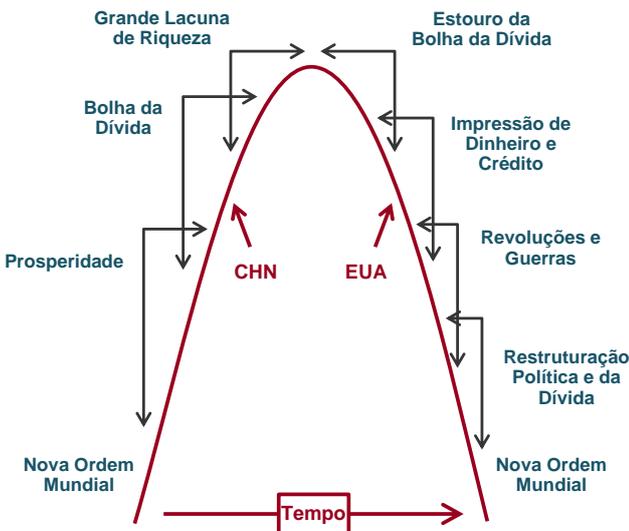
dificuldade para encontrar consenso em praticamente tudo. Polarização tem afetado diretamente a política externa.” (Francis Fukuyama)

### Divisão da Riqueza dos EUA



Fonte: The Changing World Order, WHG

### Ciclo de Ascensão e Declínio de Grandes Impérios



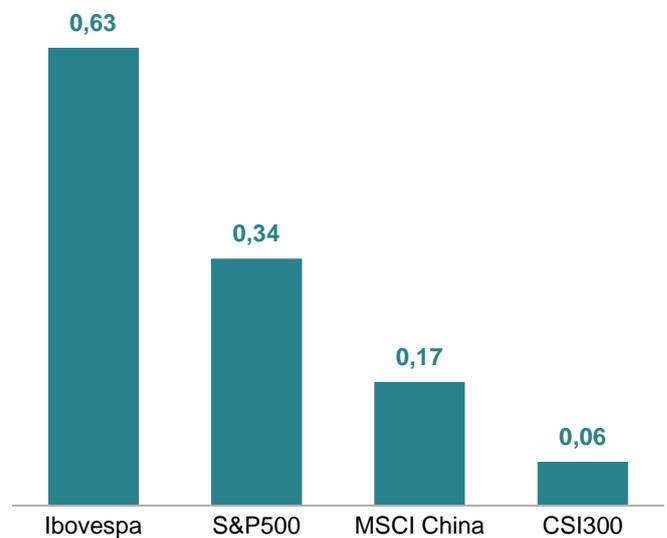
Fonte: The Changing World Order, WHG

A condução chinesa de sua política econômica durante a pandemia do Covid foi muito sóbria. O PBoC (Banco Central da China) foi o que menos cortou juros na crise, enquanto a política fiscal se manteve austera, sem “chuva de dinheiro” como vimos no Ocidente. Ao preservar seus instrumentos anticíclicos de política econômica, a China ganha liberdade de ação para reagir em cenários de desaceleração.

Por fim, os dados mostram que os ativos chineses (renda fixa e renda variável) possuem baixa correlação com os principais ativos globais, incluindo os ativos brasileiros. Por exemplo, a correlação dos retornos do IMA-B nos últimos 5 anos é de 63% com o Ibovespa, mas apenas 6% com a bolsa local chinesa (CSI 300). **O ganho de diversificação é bastante visível.**

### Correlação do Retorno Diário com IMA-B

Últimos 5 anos



Fonte: WHG

# Renda Fixa Chinesa

A renda fixa chinesa propicia uma combinação muito vantajosa: risco de crédito de país desenvolvido com taxa de juros de país emergente. Em termos reais, a taxa de juros soberana de 10 anos na China está 250bps acima da taxa americana e 360bps acima da taxa alemã. Uma das maiores dificuldades na alocação de patrimônio na atualidade é encontrar instrumentos contracíclicos que protejam o portfólio em momentos de crise (*risk-off*). Por exemplo, o grau de proteção em carregar um título de 10y na Alemanha é dramaticamente menor hoje, com a taxa de juros de -0,34%, do que em 2014, quando a taxa era de 2,0%. O mesmo pode ser dito, num grau menor, com as Treasuries americanas.

## Taxa de juros real de 10y (%)

A China tem a maior taxa de juros entre os países de moeda forte



Fonte: Bloomberg e WHG

A China nos parece como o candidato natural para substituir os títulos soberanos ocidentais como um ativo de proteção as carteiras. Historicamente, o título soberano chinês de 10y (CGB's) se comporta como um "porto seguro" durante episódios de crise global (ou seja, os juros caem em momentos de crise).

Ademais, **os títulos chineses também apresentam baixa correlação com outros ativos e possuem baixa volatilidade. Isso gera ganhos relevantes de diversificação em qualquer carteira.**

## Correlação da taxa de juros de 10 anos

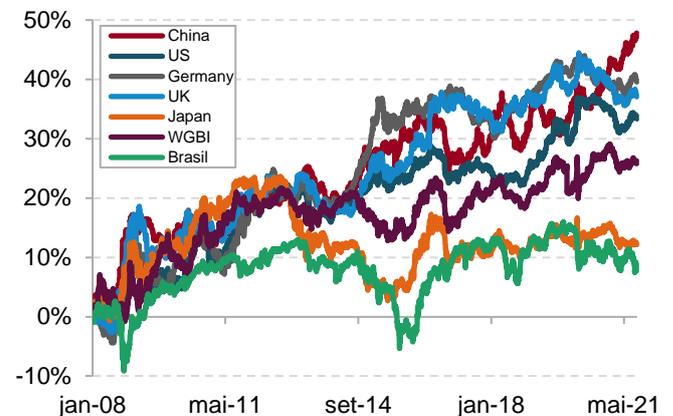
|               | Índice Global | China | EUA   | Alemanha | Japão | Brasil |
|---------------|---------------|-------|-------|----------|-------|--------|
| Índice Global | -             | 0.13  | 0.42  | 0.70     | 0.63  | 0.05   |
| China         | 0.13          | -     | 0.00  | 0.07     | 0.05  | 0.03   |
| EUA           | 0.42          | 0.00  | -     | 0.30     | 0.49  | -0.09  |
| Alemanha      | 0.70          | 0.07  | 0.30  | -        | 0.42  | 0.16   |
| Japão         | 0.63          | 0.05  | 0.49  | 0.42     | -     | -      |
| Brasil        | 0.05          | 0.03  | -0.09 | 0.16     | -0.08 | -      |

Fonte: WHG. Índice Global\*: WBGI – World Bond Global Index

Por fim, o retorno de um título de renda fixa chinesa em dólar americano superou a valorização vista dos títulos nos EUA e na Alemanha na última década, mesmo com o fechamento expressivo de suas taxas de juros nesse período.

## 10y Bonds em USD

Retorno Acumulado em 13 anos

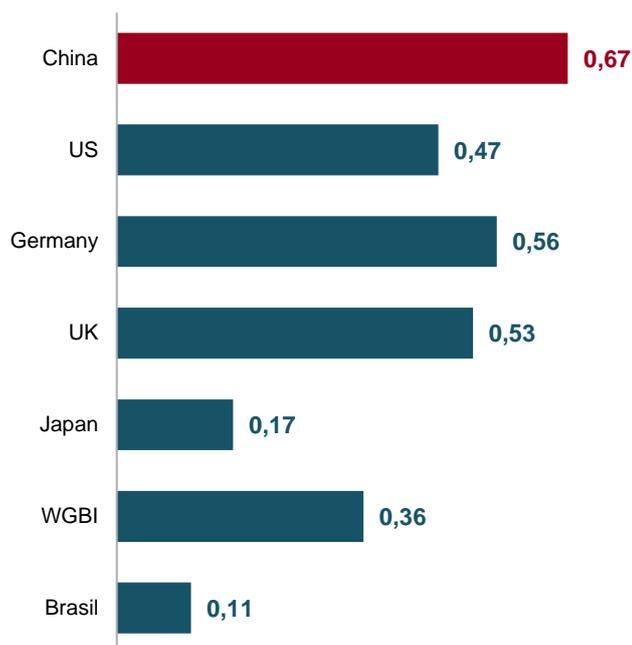


Fonte: Bloomberg e WHG

Melhor, isso aconteceu com baixa volatilidade dadas as características específicas do mercado de renda fixa na China. O resultado é o melhor o *sharpe ratio* (razão retorno / volatilidade) dentre os principais mercados de renda fixa no mundo.

### Sharpe 10y Bonds em USD

Sharpe = Retorno / Volatilidade



Fonte: Bloomberg e WHG

Olhando para frente, a abertura do mercado local de capitais iniciado em 2016 atrai cada vez mais investidores (tanto privados como soberanos). Em um mercado de US\$7tri, a participação do estrangeiro em renda fixa chinesa é de apenas 3%, enquanto nos EUA chega a 30%. Apesar de ser a segunda maior economia do mundo, a China não figura nem entre as 10 primeiras colocadas na parcela dos portfólios globais. Ou seja, o espaço para aumento nos fluxos de capitais à China é imenso. Quanto aos Bancos Centrais, estudos mostram que a diversificação de suas reservas em RMB gere um fluxo aproximado de US\$400bi até 2026. Haverá uma demanda natural e expressiva por títulos de renda fixa chinesa, que poderão levar a quedas adicionais da taxa de juros ao longo do tempo.

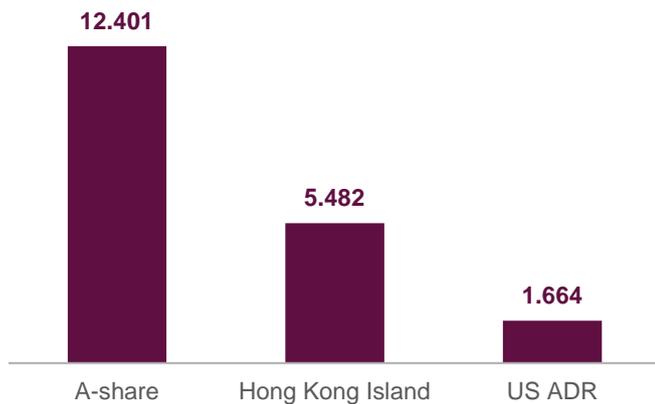
Claramente há riscos para o nível das taxas de juros na China, como o aumento muito rápido dos juros das Treasuries americanas ou uma recuperação cíclica robusta da China, levando a uma surpresa inflacionária. Julgamos o primeiro risco possível é bastante negativo para qualquer ativo de renda fixa e variável no mundo (e não só na China). O segundo risco não parece provável em nosso horizonte de investimentos.

# Mercado Chinês de Renda Variável

O mercado de renda variável na China é bastante amplo. O investidor está mais familiarizado com os índices e ações listadas fora da China, como o MSCI China (ações em sua maior parte listadas em Hong Kong e EUA) e o Hang Seng (Hong Kong). As ações listadas nesses índices totalizam cerca de US\$7tri em valor de mercado. Entretanto, não podemos nos esquecer das "A-Shares", ações listadas na própria China (onshore). O valor de mercado das suas duas principais bolsas (Shenzen e Shanghai) chega a US\$12tri

## Equities Chinesas Listadas por Mercado

Valor de mercado US\$ bi



Fonte: Bloomberg e WHG

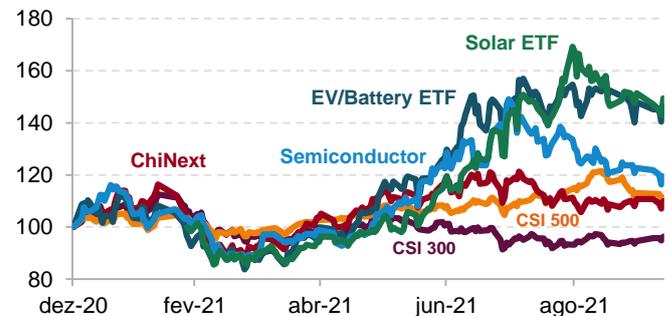
A extensão e profundidade do mercado de renda variável na China permite ao investidor acesso a diversas indústrias locais, ganhando assim uma importante fonte de diversificação. Um bom exemplo são os acontecimentos durante o mês de julho, quando os índices acionários mais tradicionais ao qual o investidor estrangeiro está mais exposto sofreram duras quedas. Apesar do setor de tecnologia e setores de serviços públicos serem bastante afetados pelo aperto regulatório promovido pelo governo<sup>3</sup>, outros setores da economia estão sendo incentivados.

<sup>3</sup> Mais detalhes sobre os eventos recentes na China estão no final desse texto.

O governo busca direcionar a poupança local para setores que são considerados prioridades no processo de desenvolvimento nacional. Por exemplo, o setor de hardware e semicondutores (para reduzir a dependência dos EUA); o setor de energia solar e carros elétricos (mudança de matriz energética). Tais apresentam ganhos expressivos em 2021.

## Bolsas na China - "Setores incentivados"

31/dez/20 = 100



Fonte: Bloomberg e WHG

Portanto, **nem todos os setores da bolsa chinesa vão mal**. A queda dos índices acionários utilizados por investidores ocidentais não é um sinal de crise na economia.

## Bolsas na China - "Índices Ocidentais"

31/dez/20 = 100

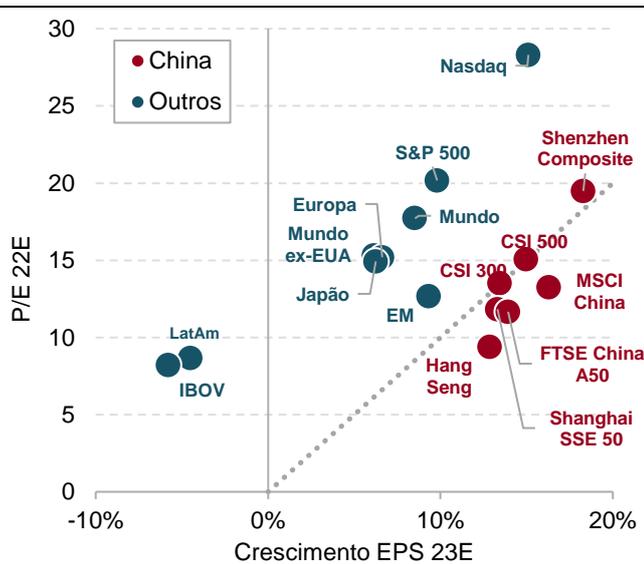


Fonte: Bloomberg e WHG

Outro ponto importante é a questão do *valuation*: A bolsa na China é barata em relação aos seus principais pares. A relação preço vs lucro (P/E) para 2022 do principal índice acionário *onshore* da China (CSI300) está em torno de 15, enquanto o P/E do S&P500 está ao redor de 21 e do EuroStoxx está em 17. Se considerarmos o crescimento de lucros para 2023, a atratividade da bolsa chinesa aumenta ainda mais. A relação entre preço vs lucro dividido pelo crescimento dos lucros (conhecido como PEG) do CSI 300 em linha com sua média histórica (~1x), enquanto EUA e Europa estão ~2 desvios padrões acima da média.

Por fim, a alocação de capital na bolsa da China *onshore* é uma forma de capturar as principais tendências globais da atualidade. A China rivaliza com os EUA em investimentos em *fintech*, *machine learning*, realidade virtual, carros autônomos e lidera a corrida por energias renováveis (energia solar e eólica). Não é por acaso que o fluxo de estrangeiros para a bolsa da China tem crescido a uma taxa de 80% ao ano, com o potencial de subir ainda mais.

**Razão Preço/Lucro para 2022 vs Crescimento de Lucros para 2023**



Fonte: Bloomberg e WHG

# Risk Parity Chinês

Para avaliar a performance dos ativos chineses no tempo, construímos uma estratégia de investimento baseada no conceito de *risk parity* (paridade de risco) chinês, ou seja, carteira balanceada com 60% do risco da carteira alocado em renda fixa (título soberano de 10 anos) e 40% em renda variável (CSI300). Há inúmeros índices acionários na China. A escolha pelo CSI300 é devido a maior exposição das ações a economia chinesa, dado que o índice é composto pela média e grandes empresas que operam na China.

Como critério de comparação, construímos a mesma estratégia para os EUA (treasuries de 10y e o S&P500) e para a Europa (título soberano da Alemanha e o Dax – Bolsa Alemã).

O retorno acumulado da carteira chinesa desde nov/2006 alcançou 257%. A carteira americana, que é considerada uma das estratégias de investimento mais vencedoras na última década, subiu 239% e a carteira europeia gerou ganhos de 94%.

## Risk Parity (60/40)

Retorno acumulado desde 2006



Fonte: WHG

Em 2021, o desempenho da carteira chinesa (7,25%) também supera o retorno da carteira americana (2,1%) e europeia (-1,30%), mesmo com a volatilidade vista nos mercados de renda variável. Isso acontece porque a taxa de juros de 10y do título soberano chinês caiu 25bps (de 3,15% para 2,90%), enquanto o RMB apreciou 1,5% vs o USD.

## Risk Parity (60/40)

Retorno acumulado no ano



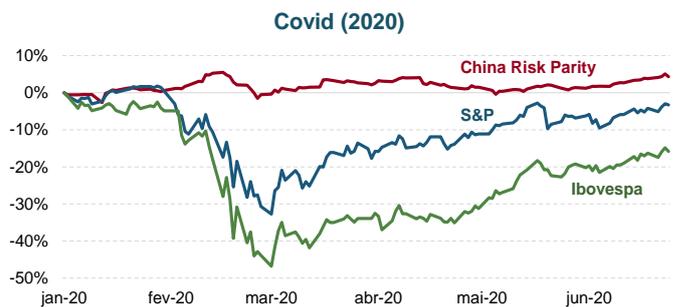
Fonte: WHG

Importante ressaltar que a perspectiva de uma carteira balanceada na China ainda é muito promissora exatamente porque a taxa de juros ainda é relativamente elevada para os padrões atuais (2,90%). Diferente do que vemos nos EUA (10y em 1,31%) e na Alemanha (10y em -0,31%).

Outra avaliação relevante é como essa carteira se comportaria durante tempos de crise. Escolhemos 4 períodos de bastante estresse nos mercados: Crise financeira de 2008, Crise Europeia de 2011, a depreciação do RMB em 2015 e a Pandemia do Covid em 2020.

Comparamos com a evolução do S&P500 e do Ibovespa, apenas para ressaltarmos a questão da diversificação e da resiliência dessa carteira chinesa em tempos de crise. Um portfólio balanceado de China teria amortecido de forma significativa as perdas incorridas em renda variável durante as 4 maiores crises desde 2008. **Dito de outra forma, um portfólio balanceado de China tem baixa correlação com riscos de mercado.**

Performance durante crises

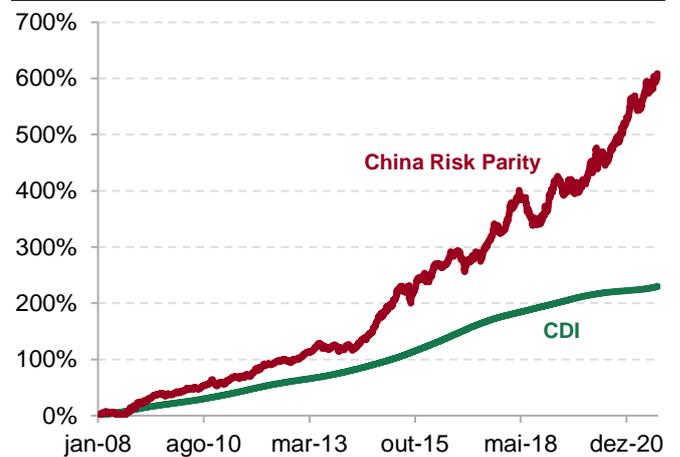


Fonte: WHG

Por fim, como se comportaria essa estratégia em R\$ vs o CDI? Importante ressaltar que os ativos em RMB são posteriormente convertidos para R\$. Isso permite que a estratégia receba o carregamento do Real (CDI) pela simples conversão da moeda e ainda capture o excesso de retorno da carteira balanceada em ativos chineses.

Portanto, **não podemos ignorar a China. Chamamos a atenção para a necessidade de construir um portfólio balanceado com a inclusão da renda fixa soberana como forma de reduzir a volatilidade e aumentar a diversificação.** Essa carteira tem mostrado resultados muito expressivos nos últimos 10 anos, mesmo em momentos de crise, o que apenas reforça o potencial de diversificação que ela carrega.

China Risk Parity (60/40) vs CDI



Fonte: WHG

# Anexo

## Acontecimentos recentes

No início de julho, o Partido Comunista Chinês comemorou seu 100º aniversário. Nele o líder do partido, Xi Jinping, fez um importante discurso baseado em dois pilares: (1) Prosperidade coletiva (“*common prosperity*”) - cujo objetivo é evitar uma crescente tensão social gerada por um aumento da desigualdade social. (2) “Independência”, ou independência do capital americano em relação as empresas chinesas.

Aquilo que é considerado um vetor de aumento das tensões sociais, tem sido combatido. O setor de educação a distância é um deles (mensalidades caras excluem os mais pobres e tiram a possibilidade de uma competição justa para acesso as melhores universidades). As *big techs* chinesas também, onde há um incômodo com o surgimento de bilionários na indústria que exacerbam a desigualdade social.

Setores com ausência de proteção social ou leis trabalhistas frágeis (*Meituan*) ou setores que promovem conteúdo considerado inapropriado e de valores morais questionáveis também estarão sujeitos a novas regulações (*short-video streaming*).

Esse reenquadramento regulatório<sup>4</sup> certamente foi feito de forma bastante dura e com pouca atenção sobre seus impactos no mercado acionário (fato que os próprios reguladores do mercado reconheceram como um erro posteriormente). Entretanto, a direção das medidas adotadas não é absurda, pelo contrário. O governo está atento à questão da desigualdade social (problema crescente nos EUA) e a proteção dos dados de seus cidadãos (ação também já tomada pelos europeus, mas não os americanos).

O setor imobiliário também tem sido alvo de atenção do governo chinês. Isso não é de agora. Começou em agosto de 2020, quando foram introduzidas medidas para controle de alavancagem das incorporadoras locais<sup>5</sup>. Foi ao não se enquadrar dentro dessas novas regras que a Evergrande, um ano depois, se viu impossibilitada de acessar o mercado bancário local. Sem acesso a liquidez, deixou de honrar com os pagamentos de seus títulos corporativos. O risco de um efeito cascata (ou efeito-Lehman em referência a crise de 2008) nos parece pequeno também, porque a situação vivida pela Evergrande foi induzida pelo governo. Há quatro aspectos importantes aqui:

- 1) A China está bastante atenta aos riscos vindos do setor imobiliário há pelo menos 10 anos. Beijing teme que o país repita o cenário vivido pelo Japão no final dos anos 80, quando a bolha imobiliária estourou, interrompendo definitivamente sua trajetória de crescimento. O governo chinês quer evitar algo semelhante em sua economia.
- 2) Estas ações têm sido tomadas exatamente porque o governo chinês pode correr esse risco, nesse momento. Esse, por sinal, tem sido um padrão: introdução de medidas regulatórias / prudenciais quando o crescimento da economia está forte (PIB21 acima de 7% e a economia mundial vai bem). Já vimos esse cenário em 2015 (aperto regulatório sobre as empresas estatais) e 2018 (aperto sobre o shadow banking system). **A China busca reduzir riscos futuros para que sua economia mantenha um crescimento sólido à frente.**

<sup>4</sup> Ou ESG chinês, como foi cunhado por Stephen Jen.

<sup>5</sup> As incorporadoras têm que se enquadrar em três aspectos: (i) Dívida Total / Ativo Total; (ii) Dívida Líquida / Equity; (iii) Caixa / Dívida de Curto Prazo

- 
- 3) O governo chinês também está endereçando o problema do risco moral (*moral hazard*) no mercado de crédito corporativo. A percepção do investidor sempre foi que os títulos corporativos possuem uma garantia implícita do governo central. Isso gera uma má precificação de risco e uma má-alocação de capital. Ao permitir que o credor da Evergrande sofra um *default*, o governo busca romper essa percepção. Pode ser doloroso à primeira vista. Mas é bastante saudável para a economia ao longo dos próximos anos.
  - 4) A propriedade de um imóvel é um dos principais ativos que compõem a riqueza do chinês e onde há um crescente aumento da desigualdade. O aperto regulatório visa corrigir / limitar esse ponto. Uma das medidas sendo consideradas é a introdução de um imposto bem tradicional no ocidente: o imposto sobre a propriedade de imóveis (IPTU).

Naturalmente, há efeitos negativos secundários sobre a economia. Já estamos testemunhando uma desaceleração importante do setor imobiliário<sup>6</sup> com impactos potencialmente grandes na economia como um todo. Estudos realizados pela Morgan Stanley e pela Goldman Sachs mostram que o setor imobiliário, incluindo todas as suas ramificações<sup>7</sup>, totaliza algo entre 15% a 23% do PIB da China. Isso significa que podemos testemunhar um impacto negativo entre 1p.p. a 1.5 p.p. no PIB do país em 2022.

Como o objetivo de neutralizar sua emissão de carbono até 2060, a China tem adotado várias medidas para reduzir sua dependência de carvão em sua matriz energética. Para se enquadrar as metas do governo central, várias províncias cortaram de forma abrupta a geração de energia baseada em carvão, gerando blecautes pelo país. Novamente, o objetivo final é nobre e vai de encontro com a demanda da comunidade internacional.

O resultado para a economia e para a sociedade será bastante positivo ao longo do tempo. Talvez a forma de implementação pode ser questionada e, provavelmente, será suavizada.

Portanto, **as diversas medidas adotadas até agora têm um objetivo claro de longo prazo e buscam reduzir riscos relevantes para a economia** e para a sociedade como desigualdade social, bolha imobiliária e mudança de matriz energética.

---

<sup>6</sup> [Chinese developers report sharp drops in monthly home sales \(WSJ\)](#)

<sup>7</sup> Construção, incorporação, serviços e mobiliário

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  
fernando.fenolio@whg.com.br

### Tony Volpon

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

### Bruno Diniz

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

