



**MARCELO GUTERMAN, CFA**

Product Specialist

## **Política de Investimentos 2020 - O futuro chegou!**

**SETEMBRO 2019**

Em todos os anos, escrevemos um artigo com o objetivo de auxiliar os investidores institucionais em sua tarefa de definir a sua Política de Investimentos para o ano seguinte. Quando escrevemos o artigo do ano passado, a taxa Selic estava em 6,50% e o relatório Focus, na época, previa que a taxa básica iria atingir 8,00% no final de 2019. Este era o nível de taxa de juros que o mercado considerava de equilíbrio na época. Na Western Asset, estávamos um pouco mais otimistas do que a média do mercado: avaliávamos que a Selic chegaria a 7,50% no final de 2019.

O nível de 7,50% ou 8,00% já era bastante baixo, mas ainda havia os juros prefixados: os juros de vencimentos mais longos ainda estavam entre 9,50% e 10,00%, enquanto as NTN-B mais longas estavam pagando cupons pouco acima de 5% ao ano.

Apenas dez meses depois (o artigo do ano passado foi publicado em novembro), o quadro é dramaticamente diferente. A taxa Selic deve terminar o ano em 5,00%, enquanto os títulos prefixados mais longos estão pagando algo entre 7,00% e 7,50%. Ou seja, uma diferença de 2,5 pontos percentuais em relação às expectativas e taxas vigentes há apenas dez meses. No caso das NTN-B, as taxas estão em 3,80%, 1,3 ponto percentual mais baixas.

Há duas questões que envolvem este novo nível das taxas de juros:

1) Estas taxas baixas vieram para ficar? Ou são apenas mais um “voo de galinha”, neste eterno processo de “stop and go” do mercado brasileiro?

2) Se este é o novo nível das taxas de juros no Brasil, o que fazer?

Vamos procurar responder a estas duas questões neste artigo.

### **As taxas de juros baixas vieram para ficar?**

Em 23 de janeiro do longínquo ano de 2013, as NTN-B 2050 fecharam em 3,79% ao ano. Era o fim de um rally das taxas de juros que começado em 11/08/2011, quando a taxa havia fechado em 6,18%. No final daquele mês de agosto, o Banco Central, alegando receios de uma nova recessão global com epicentro na Europa, virou em 180 graus a política monetária que vinha sendo adotada até então. A expectativa para a inflação de 2011 estava em 6,3% e, para 2012, 5,2% (lembrando que a meta de inflação era de 4,5%). Pouco importava, no entanto: segundo o BC, a desaceleração global seria tão forte e derrubaria a atividade econômica local a tal ponto, que os índices de inflação recuariam mesmo com taxas de juros mais baixas. Portanto, no Copom de agosto/2011, o BC reduziu a taxa Selic em 50 pontos-base para 12,00%, invertendo uma política de aperto monetário que havia começado em abril/2010. A partir daí a Selic foi derrubada até 7,25% em outubro de 2012, alcançando o então recorde histórico de baixa das taxas básicas de juro. As taxas prefixadas e os cupons das NTN-B acompanharam a redução da taxa Selic, ainda que não na mesma magnitude.

A partir de fevereiro de 2013, no entanto, começou o pesadelo dos investidores: as taxas de juros começaram a subir, em um rally que duraria um ano: em janeiro de 2014, as taxas prefixadas mais longas chegaram a bater 13,5%, de um patamar de 9,3% um ano antes, enquanto os cupons das NTN-B 2050 bateram 7,1% no final

de janeiro de 2014. Estes movimentos, acompanhados pela retomada da política de aperto monetário por parte do Banco Central, podem ser observados no Gráfico 1.

Gráfico 1  
Taxa Selic vs. NTN-B 2050

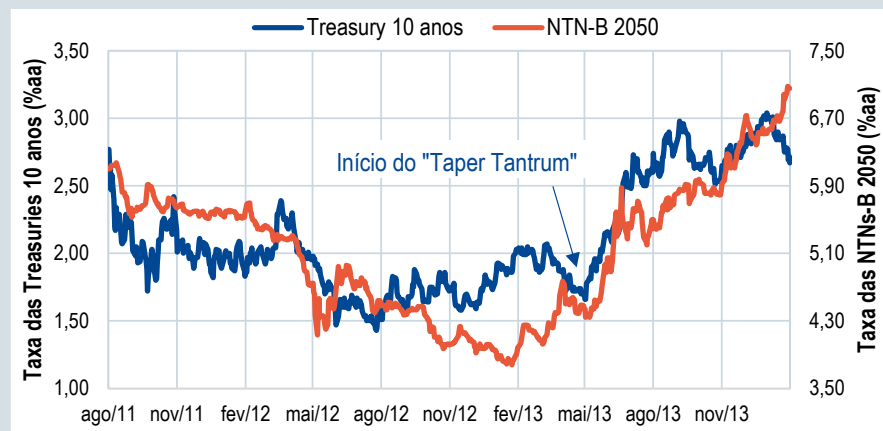


Fonte: BDS/Banco Central

A questão que se coloca é: qual o risco de uma nova virada do mercado como a que vimos em 2013? Ou, de maneira mais genérica: até que ponto este novo nível de taxas de juros é sustentável no longo prazo?

Com relação a uma virada a la 2013, entendemos que as chances são mínimas. Por dois motivos principais. Em primeiro lugar, o ambiente global é totalmente diferente hoje. Em maio de 2013, Ben Bernanke, então presidente do Fed, anunciou que estava preparando o fim dos estímulos monetários, o que deu origem ao "Taper Tantrum"<sup>1</sup>. Não somente no Brasil, mas no mundo inteiro, as taxas de juros subiram em resposta a este movimento. Podemos ver no Gráfico 2 como se comportaram as taxas de juros nos EUA e no Brasil.

Gráfico 2  
Comportamento das taxas de juros globais e locais



Fonte: BDS/Economática

<sup>1</sup>"Taper" é o movimento de diminuição dos estímulos monetários e "tantrum" significa algo como pânico. Então "taper tantrum" foi a reação algo irracional dos mercados à possibilidade do fim do quantitative easing e eventual aumento das taxas de juros, em uma economia ainda em convalescença após a crise financeira de 2008.

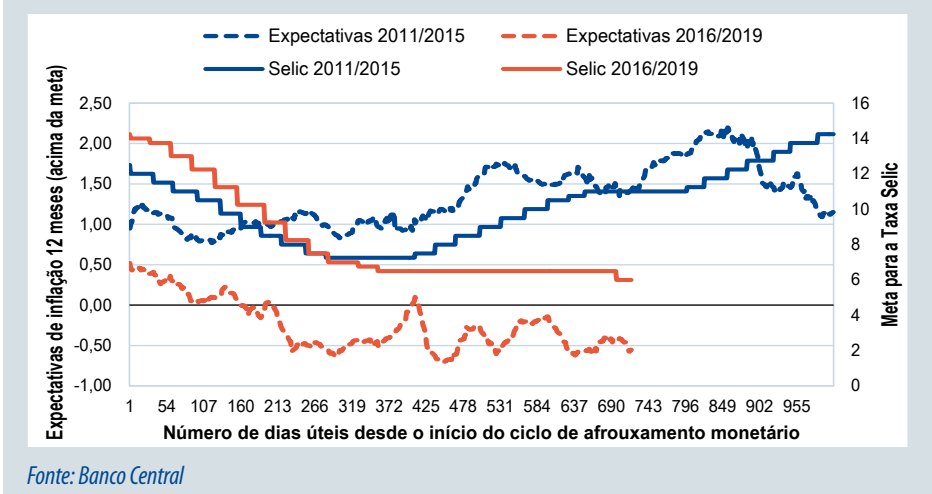
Hoje, a situação é completamente oposta: o Fed iniciou, em julho, um movimento de expansão monetária ao reduzir, pela primeira vez em 10 anos, as taxas de juros dos Fed Funds. Ao que tudo indica, este movimento deve continuar pelos próximos meses. O Fed se juntou a vários outros bancos centrais que estão fazendo o mesmo movimento, como podemos ver na Tabela 1. Portanto, o contexto global favorece políticas monetárias mais expansionistas.

**Tabela 1**  
**Movimentos dos Bancos Centrais**

	EUA	Euro	Japao	Inglaterra	Australia	China	India	Indonesia	Malasia	Turquia	Russia	Brasil	Chile	Colombia	Mexico
set-18	■									■	■				
out-18													■		
nov-18															■
dez-18	■										■				■
jan-19													■		
fev-19							■								
mar-19							■								
abr-19							■								
mai-19									■						
jun-19					■		■				■		■		
jul-19	■				■		■			■	■	■			
ago-19							■								■

O segundo ponto que diferencia a situação atual daquela vigente em 2013 é a credibilidade do Banco Central. Como podemos observar no Gráfico 3, quando o BC iniciou o ciclo de cortes da Selic em agosto de 2011, as expectativas de inflação para os 12 meses seguintes estavam cerca de 1 ponto percentual acima da meta. Este desvio oscilou em torno deste patamar até o fim do ciclo. Mesmo com o BC retomando o ciclo de aperto monetário em abril de 2013, as expectativas não somente não melhoraram como pioraram, com o desvio subindo até 2 pontos percentuais no final de 2014.

**Gráfico 3**  
**Taxa Selic vs. Expectativas de Inflação**



Hoje, como podemos observar no mesmo gráfico, a inflação esperada para os 12 meses seguintes ao início do ciclo de cortes da Selic, em outubro de 2016, estava meio ponto percentual acima da meta, mas em tendência de queda. Cerca de um ano depois, as expectativas já tinham recuado para meio ponto percentual abaixo da meta, e assim permanecem até hoje. Tanto é assim, que o BC se sentiu confortável em reiniciar o ciclo de corte de juros, o que deve levar a taxa Selic para inacreditáveis 5% ao ano.

Além disso, vale lembrar que a meta para a inflação é decrescente para os próximos anos, chegando a 3,50% em 2022. Só por esta diferença, as taxas prefixadas, tudo o mais constante, deveriam ser 1 ponto percentual menores do que as que prevaleciam quando a meta era de 4,50%.

Portanto, considerando o cenário global de baixas taxas de juros e a credibilidade do Banco Central, entendemos que as taxas de juros nesses patamares vieram para ficar. Quando a taxa Selic for elevada novamente, avaliamos que o novo patamar de equilíbrio será por volta de 7%, nível abaixo do recorde do ciclo de afrouxamento monetário de 2011/2012.

Com isso posto, o que fazer?

### **Como os investidores deveriam se posicionar neste novo cenário**

Tendo as taxas de juros recuado para níveis historicamente baixos, temos efeitos de dois tipos:

1) O estoque de recursos aplicados no mercado a taxas prefixadas valorizou-se pelo efeito da marcação a mercado; mas, por outro lado

2) O fluxo de caixa futuro será remunerado a taxas de juros mais baixas.

Os investidores que já tinham dinheiro aplicado no mercado em taxas prefixadas se aproveitaram da queda das taxas de juros, e seu estoque de recursos se valorizou pelo efeito da marcação a mercado. Por outro lado, para aqueles que estão construindo o seu patrimônio neste momento, o seu fluxo futuro de caixa será remunerado a taxas mais baixas. Mas mesmo os que já contam com um patrimônio terão seus recursos remunerados a taxas menores daqui em diante, de modo que ambos os investidores conseguirão menos recursos para o seu consumo futuro. Ou seja, todos nós, investidores, ficamos mais pobres.

Este é um problema que atinge igualmente os investidores institucionais. Como grande parte dos planos previdenciários está longe da maturidade, a acumulação de recursos está se dando neste momento, a taxas de juros mais baixas. E, mesmo os que já estão pagando benefícios, o estoque está também se valorizando a taxas mais baixas. Este problema se reflete, por exemplo, na rolagem de títulos marcados na curva, comprados a taxas mais altas no passado, mas que deverão ser, nos próximos anos, substituídos por títulos com remuneração mais baixa.

Há três alternativas para enfrentar este problema, que podem ser adotadas isoladamente ou em conjunto:

- 1) Sacar menos recursos no futuro.
- 2) Contribuir por mais tempo.
- 3) Procurar aumentar a remuneração dos recursos investidos.

Como gestor de recursos, a Western Asset pode ajudar os investidores institucionais através da oferta de produtos com remuneração maior.

## Aumentando o potencial de retorno

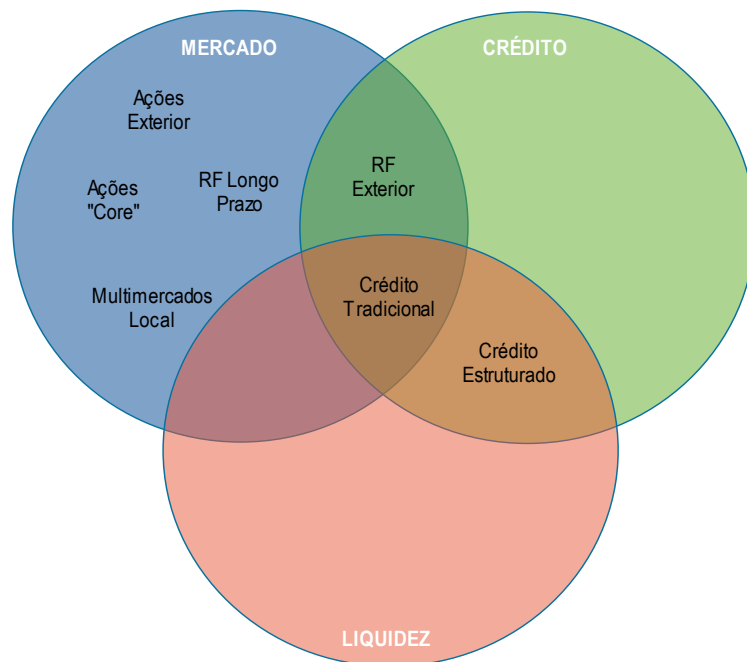
Há somente uma maneira de aumentar o potencial de retorno: aumentando o risco do portfólio. Não há mágica. O grande desafio é aceitar uma verdade financeira pacificada no mundo desenvolvido, mas que no Brasil ainda está para se provar: a de que investimentos mais arriscados provêm retorno superior no longo prazo. No Brasil das altas taxas de juros, das moratórias, dos voos de galinha, de fato ainda não tivemos esta experiência. Mas, se é verdade que as taxas de juros no Brasil consolidaram-se em um patamar estruturalmente mais baixo, talvez tenha chegado o momento de provar que a teoria econômica também vale abaixo da linha do Equador.

Há basicamente três modos de aumentar o risco de um portfólio:

- 1) Aumentando o **risco de mercado** (risco de oscilação dos preços no dia a dia)
- 2) Aumentando o **risco de crédito** (risco de default de uma obrigação de pagamento)
- 3) Aumentando o **risco de liquidez** (risco de não conseguir vender um ativo no momento desejado)

Na Figura 1, podemos observar como as diversas classes de ativo se distribuem em relação a esses três tipos de risco. Vale lembrar que a Western Asset oferece soluções de investimento em todas estas dimensões do risco, desde renda fixa até a renda variável, passando por crédito e multimercados, tanto no Brasil como no exterior.

Figura 1  
As classes de ativo e seus riscos



Fonte: Western Asset

Vamos observar um pouco mais de perto o risco de liquidez, talvez o menos compreendido dos três tipos de risco. A liquidez exige um prêmio que os investidores de longo prazo não precisam pagar. Pelo contrário, estes investidores podem **receber** este prêmio, pago por aqueles que precisam de liquidez. É comum nos depararmos com exigências de liquidez por parte de investidores institucionais que não têm real necessidade de caixa de curto prazo. O motivo por trás dessa exigência é manter um certo grau de liberdade, caso aquele investimento não apresente o rendimento esperado, ou ocorra algum problema na carteira.

Vejamos o investimento em crédito, o exemplo mais comum de prêmio pela liquidez. Há investidores institucionais que exigem liquidez de 60 dias, 30 dias ou até diária para um tipo de investimento que possui liquidez muito restrita no mercado. O efeito dessa exigência é diminuir o prêmio que poderia ser obtido pela iliquidez, pois o gestor será obrigado a manter uma determinada fatia da carteira em caixa, diluindo o retorno do portfólio. Qual o motivo dessa exigência? Os investidores desejam poder sair rapidamente do investimento caso ocorra algum problema no portfólio. Há dois problemas com essa abordagem: 1) É preciso que o investidor seja mais rápido do que os outros investidores do fundo. Trata-se da “regra do duelo”: ganha quem saca primeiro. Todo investidor pensa que será o mais rápido, mas alguns serão sempre mais rápidos do que outros; e 2) Se o investimento é para o longo prazo, não faz sentido preocupar-se com problemas de curto prazo. Se o gestor tem a expertise para a gestão de uma carteira de crédito, é de se esperar que eventuais problemas sejam compensados com uma performance superior no futuro. E, como já dissemos, o prêmio pela liquidez está inexoravelmente ligado ao prazo. Sem prazo, este prêmio não existe.

O mesmo ocorre com os riscos de mercado e de crédito. Sabemos que investimentos com maior volatilidade e com maior risco de crédito pagam maior prêmio no longo prazo. Mas, obviamente, isto implica em aceitar algumas perdas no curto prazo. Apesar de ser uma realidade conhecida em tese, na prática muitos investidores institucionais não toleram perdas no curto prazo. A pressão dos participantes dos planos por retornos de curto prazo muitas vezes leva os investidores institucionais a tomarem decisões que minam o seu retorno de longo prazo.

Vejamos um pouco mais de perto esta questão da dicotomia entre horizonte de longo prazo e tolerância a perdas de curto prazo.

### **Tolerância a perdas de curto prazo e horizonte de investimento**

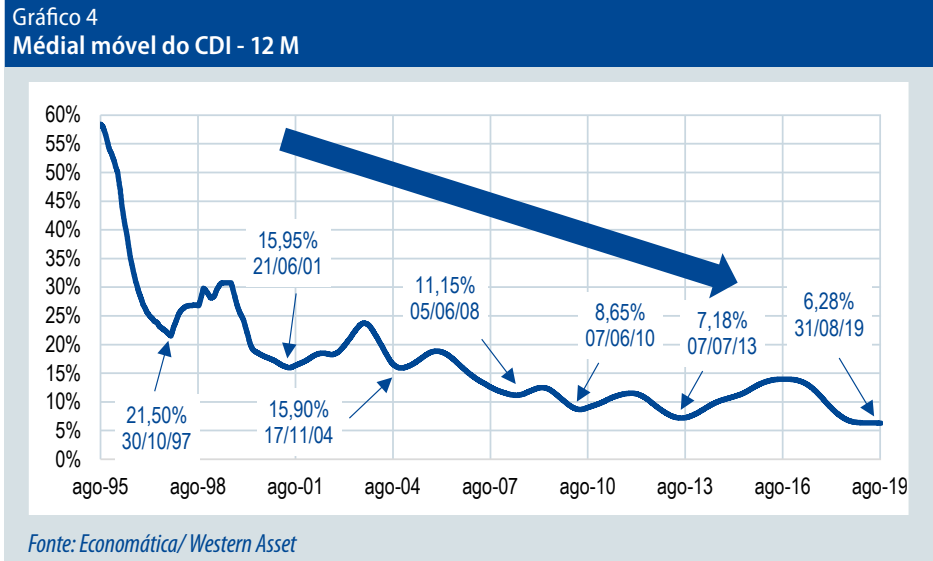
Estamos acostumados a identificar risco como volatilidade: a oscilação dos preços de um ativo seria uma medida de seu risco. É verdade, mas não é tudo. O risco que todos nós tememos de verdade é o de perder dinheiro. Se tivéssemos a garantia de que um determinado ativo iria apresentar performance superior, não estaríamos preocupados com sua volatilidade. É muito raro que haja reclamações quando um ativo apresenta uma excelente performance, mesmo que seja atípica. A poucos ocorre perguntar qual foi o risco incorrido neste caso.

Portanto, temos medo de perder dinheiro. Este é o problema. Mas vamos especificar um pouco mais este problema. Não se trata apenas de perder dinheiro, mas de perder dinheiro no longo prazo. Se pudéssemos entrar em uma câmara criogênica e dormir pelos próximos 30 anos com a consciência tranquila de que nossos investimentos apresentariam um bom rendimento neste período, pouco nos importaria a volatilidade no meio do caminho. O grande problema é esta incerteza sobre o rendimento de longo prazo, causada pela volatilidade de curto prazo. Perguntamo-nos se aquelas perdas serão realmente recuperadas.

No fundo, raciocinamos como se os ganhos de longo prazo fossem simplesmente o resultado da soma dos ganhos de curto prazo. Isto, obviamente, não é verdade. Um exemplo clássico é a análise do retorno diário do Ibovespa no longo prazo. O retorno do Ibovespa nos últimos 25 anos (setembro de 1994 a agosto de 2019) foi de 12,49% ao ano. Se excluirmos somente os 10 melhores pregões destes 25 anos (em um total de 6.182 dias), o retorno do Ibovespa teria sido de apenas 5,91% ao ano. Ou seja, tirando os 10 melhores pregões da bolsa, teríamos obtido menos da metade do retorno da bolsa em um período de 25 anos! Este exercício simples mostra que é muito arriscado tentar antecipar movimentos de curto prazo em ativos com risco.

O investidor institucional tem a grande vantagem de realmente poder contar com o tempo para realizar seus investimentos. No entanto, o que normalmente observamos é uma preocupação excessiva com o cenário econômico de curto prazo para a definição da política de investimentos. Um cenário que, assim como as nuvens, muda constantemente de forma, e torna-se um alvo móvel difícil de se antecipar.

Investidores com horizonte de longo prazo deveriam se preocupar em antecipar grandes tendências estruturais. Dar mais atenção à floresta do que às árvores. Enquanto investidores de curto prazo prestaram mais atenção ao sobe e desce dos mercados ano a ano, investidores de longo prazo aproveitaram, por exemplo, a queda estrutural das taxas de juros ao longo dos últimos 25 anos, como podemos ver no Gráfico 4.



Apenas um esclarecimento: até aqui, quando nos referimos a investidores institucionais de maneira genérica, estávamos focando em planos de previdência com benefício definido, onde o planejamento dos investimentos deve considerar a estrutura dos passivos futuros. Neste caso, o horizonte de investimento coincide com esta estrutura, que normalmente é de longo prazo.

Porém, ainda que os planos de contribuição definida não tenham uma obrigação atuarial a cumprir, eles expõem seus participantes às mesmas três alternativas ou dilemas apresentados no início deste texto. Em um “mundo CD” o horizonte de investimento dependerá do ponto do ciclo de vida de cada participante (ou da média dos participantes, no caso de um plano que não ofereça perfis de investimento), dado que cada um tem a sua própria poupança previdenciária.

Então, se o horizonte de investimento deveria ser o fator principal na definição do nível de risco do investimento, sabemos que não é possível escapar completamente da tolerância a risco (ou melhor, tolerância a perdas de curto prazo) como um dos fatores determinantes do risco do investimento. Por mais que um horizonte longo de investimento autorize a assunção de mais risco, a tolerância a perdas de curto prazo pode ser um limitante importante, principalmente quando se toma decisões em nome de terceiros, como é o caso dos responsáveis pelos fundos de pensão em relação aos participantes de planos previdenciários.

Para tentar mitigar esta dicotomia entre curto e longo prazos, vamos lançar mão de um conceito-chave em finanças: a diversificação.

#### **Diversificação: conjugando prêmio de longo prazo com limitação das perdas no curto prazo.**

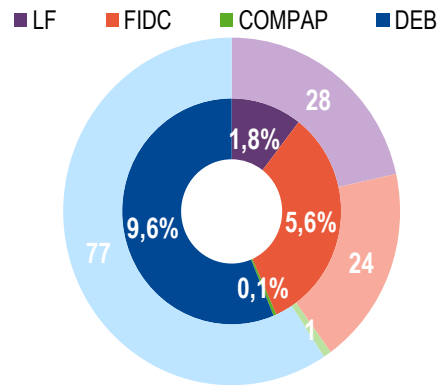
Afirmamos anteriormente que o horizonte de investimento de longo prazo deveria ser fator suficiente para a assunção de riscos maiores, mas que a baixa tolerância a perdas de curto prazo é um limitante. Pois bem, existe um mitigante para esta aversão a perdas: a diversificação dos investimentos.

A diversificação funciona em duas das três dimensões de risco vistas anteriormente: risco de mercado e risco de crédito. Começemos por este último.

O risco de crédito é diversificado pela pulverização da carteira de crédito. Com a pulverização, qualquer perda em um ativo particular é absorvida pelo restante da carteira. Pode haver alguma perda no curto prazo, mas a carteira de crédito, em seu conjunto, se for bem gerida, mais do que compensará a perda de algum ativo particular.

Na Western Asset, levamos a sério esta questão da diversificação do risco de crédito. Uma carteira madura de crédito por nós administrada conta tipicamente com mais de 100 emissores diferentes. A Figura 2 mostra o exemplo de uma composição de uma carteira real: são 77 emissores de debêntures, 28 emissores de letras financeiras, 24 emissores de FIDCs e um de Commercial Paper.

Figura 2  
Composição de uma carteira de crédito gerida pela Western Asset



Fonte: Western Asset

A diversificação do risco de mercado é um pouco mais complexa, mas não é difícil de entender. A ideia é reunir em uma carteira ativos que tenham baixa correlação entre si. Assim, quando um ativo não vai tão bem, outro pode compensar, diminuindo a volatilidade total da carteira. Na Tabela 2, podemos observar como funciona esta lógica.

Tabela 2  
Simulação de uma carteira diversificada

Período	A		B		Carteira	
0	1.000,00		1.000,00		2.000,00	
1	980,00	-2,00%	1.030,00	3,00%	2.010,00	0,50%
2	1.009,40	3,00%	1.009,40	-2,00%	2.018,80	0,44%
3	989,21	-2,00%	1.039,68	3,00%	2.028,89	0,50%
4	1.018,89	3,00%	1.018,89	-2,00%	2.037,78	0,44%
<b>Retorno</b>	1,89%		1,89%		1,89%	
<b>Risco</b>	2,89%		2,89%		<b>0,04%</b>	

Fonte: Western Asset



Trata-se de uma carteira teórica com dois ativos, observados durante quatro períodos. Ambos os ativos têm inicialmente o valor de 1.000, formando uma carteira no valor de 2.000. Os ativos se desvalorizam e valorizam de maneira alternada, mas ambos chegam ao final do quarto período valendo o mesmo. Portanto, a rentabilidade de ambos, em todo o período, é a mesma.

A mágica está na composição de ambos os ativos. Enquanto o risco de cada ativo (medido pelo desvio-padrão) é de quase 3% ao período, o risco do portfólio é quase zero pelo mesmo cálculo. Isto é facilmente constatável quando observamos os retornos em cada período: enquanto os ativos particulares têm retornos bastante positivos ou negativos, a carteira apresenta performance muito mais constante.

Muito importante é observar que o retorno de ambos os ativos é positivo no período completo. Diversificar não significa escolher ativos que “rendem bem” para compensar outros que “rendem mal”. Isto é verdade para o curto prazo, mas não para o longo prazo. Em prazos mais longos, espera-se que todos os ativos de risco do portfólio apresentem performance satisfatória. O problema é sempre o meio do caminho, enquanto o longo prazo não chega. A volatilidade dos ativos pode causar perdas de curto prazo. É neste ponto que entra diversificação. A Tabela 2 mostra como um portfólio formado por ativos com correlação baixa entre si pode mitigar este problema.

Portanto, a diversificação é a chave para que investidores preocupados com perdas de curto prazo possam tolerar um pouco mais de risco em busca de retornos melhores no longo prazo. Ao combinar ativos com baixa correlação, o investidor com baixa tolerância a perdas de curto prazo pode assumir mais riscos do que a sua tolerância, em princípio, permitiria.

Diversificar é reconhecer que não conseguimos antecipar o retorno de curto prazo dos ativos, mas, ao mesmo tempo, esperamos que a verdade universal das finanças se aplique: quanto maior o risco, maior o retorno potencial no longo prazo. A diversificação permite combinar estas duas constatações.

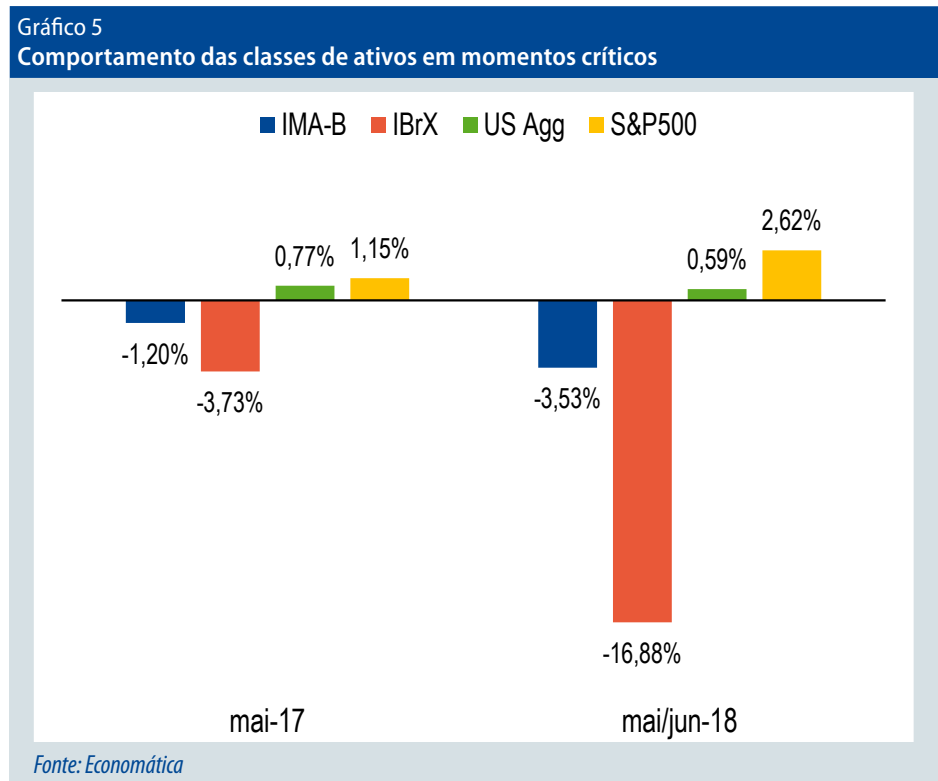
Uma última observação sobre o conceito de diversificação: quando diversificamos, é natural, e até esperado, que algumas classes de ativos apresentem rentabilidade satisfatória, enquanto outras apresentam rentabilidade um pouco pior no curto prazo. Portanto, não faz sentido esperar, ou mesmo cobrar, rentabilidade satisfatória de todos os ativos em prazos curtos de tempo, como meses ou até mesmo um ano. Quando estamos apontando para horizontes de vários anos à frente, é natural que ocorra este tipo de oscilação entre as classes de ativo em prazos mais curtos. O importante é o retorno total no longo prazo, como vimos na Tabela 2.

Vamos a um exemplo prático de diversificação. Para tanto, selecionamos 6 diferentes classes de ativo, três locais e três no exterior. As classes locais são o IMA-B representando a renda fixa, e o IBrX e o SMLL representando, respectivamente, o mercado de renda variável e as small caps. Para representar o exterior temos o US Aggregate, representando a renda fixa americana, e o S&P500 e o MSCI Europe, representando, respectivamente, os mercados de ações nos EUA e na Europa. Na Tabela 3, podemos observar a matriz de correlações entre estas classes de ativo, considerando um horizonte de investimento nos últimos 3 anos.

**Tabela 3**  
**Correções calculadas no período Set/2016 - Ago/2019**

	IBrX	SMLL	US Agg	S&P500	MSCI Europe
IMA-B	0,70	0,75	0,06	-0,08	0,04
IBrX		0,88	-0,09	0,06	0,10
SMLL			0,14	-0,04	0,04
US Agg				-0,15	-0,13
S&P500					0,78

Note que os ativos locais apresentam uma alta correlação entre si. Mesmo a renda fixa (IMA-B) e a renda variável (IBrX) têm correlação de 0,70<sup>2</sup>. Ou seja, investir em renda variável esperando obter diversificação pode frustrar o investidor. Isso porque os ativos de risco locais costumam andar juntos no chamado “kit Brasil”: quando aumenta a aversão a risco, todos os ativos brasileiros sofrem juntos. Um exemplo concreto pode ser visto no Gráfico 5. Este gráfico mostra o comportamento dos ativos locais e globais em dois momentos-chave de aversão a risco: maio de 2017 (denúncia contra o então presidente Temer) e maio/junho de 2018 (greve dos caminhoneiros).



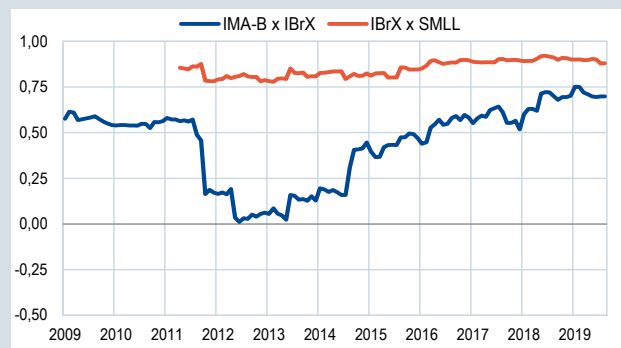
Nestes dois períodos, o risco foi idiossincrático, ou seja, afetou exclusivamente o Brasil. Observe a direção inversa dos ativos locais em relação aos ativos globais. Este tipo de comportamento explica a baixa correlação existente entre os ativos locais e globais, conforme pode ser observado na Tabela 3.

Voltando àquela tabela, outra característica que chama a atenção é a correlação negativa entre a renda fixa (US Aggregate) e a renda variável (S&P500) nos EUA. Ou seja, ao contrário do Brasil, onde todos os ativos de risco se movem na mesma direção, investir em renda fixa e em renda variável globalmente traz ganhos de diversificação.

Uma outra observação importante é que a correlação entre os ativos (e, portanto, o seu poder de diversificação), mudam com o tempo. A Tabela 3 mostra uma foto das correlações no final de agosto de 2019, o que não necessariamente vai se repetir no futuro. No conjunto de gráficos 6, podemos observar como as correlações evoluíram ao longo do tempo nos últimos 10 anos, em janelas móveis de 3 anos.

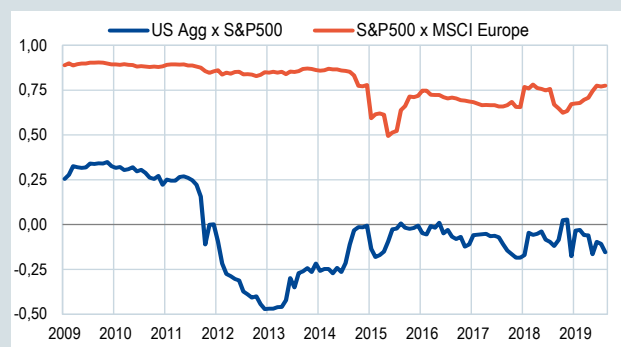
<sup>2</sup>A correlação é uma medida que vai de -1 a +1. Quanto mais próximo de -1, mais poder de diversificação têm os ativos entre si. Já correlações próximas de +1 mostram poder fraco de diversificação.

**Gráfico 6.1**  
Correlações mercado local (janela de 3 anos)



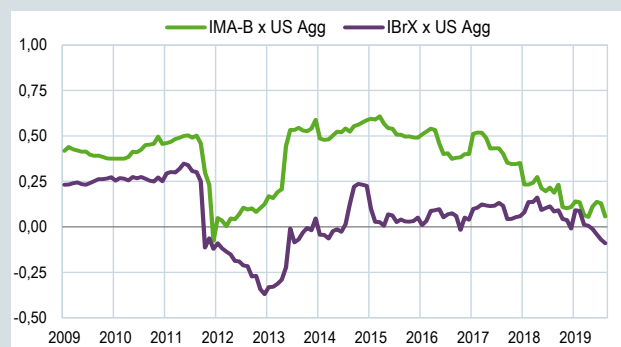
Fonte: Ecomática/Bloomberg/Western Asset

**Gráfico 6.2**  
Correlações mercado global (janela de 3 anos)



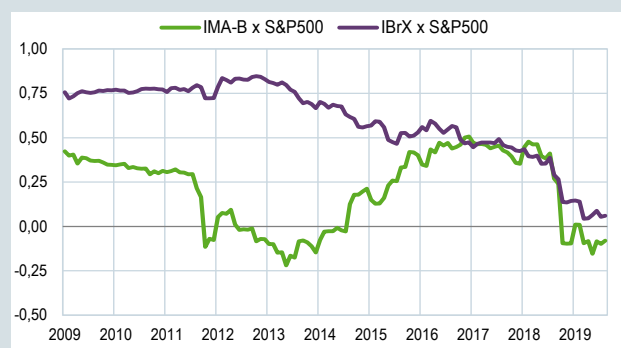
Fonte: Ecomática/Bloomberg/Western Asset

**Gráfico 6.3**  
Mercado local x renda fixa EUA (janela de 3 anos)



Fonte: Ecomática/Bloomberg/Western Asset

**Gráfico 6.4**  
Mercado local x bolsa EUA (janela de 3 anos)



Fonte: Ecomática/Bloomberg/Western Asset

No gráfico 6.1, podemos observar como a correlação entre os ativos locais de renda fixa e renda variável vem aumentando consistentemente ao longo dos últimos anos, e nos últimos dois anos estabilizou-se em um patamar alto, corroborando a ideia de que os ativos locais não servem para diversificar.

Por outro lado, o gráfico 6.2 confirma a ideia de que aplicar em renda fixa e em renda variável no exterior fornece diversificação bastante satisfatória ao longo do tempo, e essa correlação tem ficado negativa nos últimos anos. Ou seja, vale a pena investir tanto na renda fixa quanto na renda variável globais. Por outro lado, investir em renda variável nos EUA ou na Europa parece indiferente, do ponto de vista da diversificação, pois a correlação entre essas duas classes de ativos sempre foi alta.

O gráfico 6.3 mostra que uma carteira local de renda variável tem muito a ganhar com a diversificação em renda fixa global. Mais recentemente (nos últimos 3 anos), também a correlação da renda fixa local com a renda fixa global atingiu um nível de correlação bastante interessante.

Por fim, no gráfico 6.4 podemos ver que a correlação entre a bolsa local e o S&P500 vem caindo nos últimos anos, e está hoje em patamar muito interessante do ponto de vista da diversificação. No caso da renda fixa local, a correlação com a bolsa americana é um pouco mais instável no tempo, o que dificulta tirar conclusões definitivas sobre o poder da diversificação neste caso.

Para encerrar o assunto diversificação, vamos utilizar os fundos de investimento no exterior oferecidos pela Western Asset no Brasil para ilustrar o conceito. Na Tabela 4, podemos observar as correlações entre os principais fundos entre si e entre estes e o IMA-B e o IBrX. Nesta tabela temos os seguintes fundos:

- LM **MARTIN CURRIE** EUROPEAN ABSOLUTE ALPHA FIM IE: fundo gerido pela Martin Currie, uma gestora escocesa, que adota estratégia “long biased” com ações europeias.
- LM **CLEARBRIDGE US LARGE CAP** GROWTH FIA IE: fundo gerido pela Clearbridge, uma gestora norte-americana, que investe em ações de grande capitalização nos EUA.
- WESTERN ASSET FIA **BDR NIVEL I**: fundo gerido pela Western Asset com a assessoria da Clearbridge, que investe em BDRs no Brasil, correndo risco cambial.
- LM **RARE** INFRASTRUCTURE VALUE FIA IE: fundo gerido pela Rare, uma gestora australiana, que investe em ações de infraestrutura listadas em todas as bolsas globais.
- LM **ROYCE** US SMALL CAP OPPORTUNITY FIA IE: fundo gerido pela Royce, uma gestora norte-americana, que investe em ações de baixa capitalização nos EUA.
- WA **MACRO OPPORTUNITIES** FIM INVESTIMENTO NO EXTERIOR: fundo gerido pela Western Asset, que tem como estratégia investir em renda fixa e moedas com base em macro temas globais.
- LM **BRANDYWINE** GLOBAL CREDIT OPPORTUNITIES FIM IE: fundo gerido pela Brandywine, uma gestora norte-americana, que investe em crédito global.

Com exceção do fundo de BDRs, todos os outros têm hedge cambial, ou seja, não correm o risco cambial.

Tabela 4  
Correlações dos retornos diários de Dez/2017 a Ago/2019

	US Large Caps	BDR	Rare	Royce	M O	Brandywine	IMA-B	IBrX
Martin Currie	0,21	0,29	0,24	0,21	0,05	0,20	-0,01	0,05
US Large Caps		0,52	0,61	0,84	0,24	0,18	0,18	0,38
BDR			0,37	0,43	-0,08	0,03	-0,31	-0,03
Rare				0,53	0,15	0,19	0,07	0,28
Royce					0,25	0,11	0,18	0,37
Macro Opportunities							0,35	0,28
Brandywine							0,13	0,09
IMA-B								0,59

Observe como, com exceção dos fundos de ações entre si, todos os outros fundos apresentaram correlação muito baixa entre si. E, o que é mais importante, todos os fundos apresentaram correlação muito baixa com os índices locais de renda fixa e de renda variável, o que os torna fortes candidatos a fazerem parte de uma política de diversificação de riscos.

### Concluindo

O Brasil, ao que tudo indica, finalmente se junta ao restante do mundo em um cenário de baixas taxas de juros por um longo período de tempo. Este novo cenário deve levar os investidores institucionais a buscarem maior retorno em suas carteiras de investimento, com o correspondente aumento do risco. Com o novo nível das taxas de juros, é de se esperar que os livros-texto de finanças, que afirmam que investimentos mais arriscados têm maior potencial de retorno, finalmente se apliquem ao Brasil.

Aumentar o risco, no entanto, pode levar a perdas de curto prazo. Existem investidores que têm baixa tolerância a perdas, a ponto de abrir mão de um maior potencial de retorno, mesmo com um horizonte de investimento de longo prazo. Uma alternativa a ser considerada, neste caso, é a diversificação dos investimentos, que pode mitigar as perdas de curto prazo, tornando-as mais palatáveis para investidores com menor tolerância a risco e, deste modo, permitindo a assunção de mais risco por parte dos investidores institucionais.

*Este material de divulgação possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material de divulgação não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.*

*As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material de divulgação, constituem julgamento dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio.*

*ESTE MATERIAL DE DIVULGAÇÃO NÃO CONSTITUI OFERTA OU DISTRIBUIÇÃO DAS ESTRATÉGIAS OFFSHORE MENCIONADAS. O INVESTIMENTO EM TAIS ESTRATÉGIAS É VIABILIZADO POR MEIO DE FUNDOS LOCAIS DEVIDAMENTE CONSTITUÍDOS E REGISTRADOS JUNTO A CVM.*

*A GESTÃO DAS ESTRATÉGIAS NO EXTERIOR É REALIZADA DE FORMA INDEPENDENTE, SEM QUALQUER INTERFERÊNCIA, DIRETA OU INDIRETA, DA WESTERN ASSET MANAGEMENT COMPANY DTVM LTDA.*

#### *DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES*

<i>LM CLEARBRIDGE US LARGE CAP GROWTH FIA IE Exterior</i>	<i>CNPJ: 28.320.600/0001-56</i>	<i>Tipo ANBIMA Ações Investimento no Exterior</i>
<i>WA US INDEX 500 FI MULTIMERCADO Específica</i>	<i>CNPJ: 17.453.850/0001-48</i>	<i>Tipo ANBIMA Multimercado Estratégia Específica</i>
<i>LM ROYCE US SMALL CAP OPPORTUNITY FIA IE Exterior</i>	<i>CNPJ: 28.320.626/0001-02</i>	<i>Tipo ANBIMA Ações Investimento no Exterior</i>
<i>LM MARTIN CURRIE EUROPEAN ABSOLUTE ALPHA FIM IE Investimento no Exterior</i>	<i>CNPJ: 26.369.994/0001-01</i>	<i>Tipo ANBIMA Multimercados Investimento no Exterior</i>
<i>LM RARE INFRASTRUCTURE VALUE FIA IE Exterior</i>	<i>CNPJ: 26.370.126/0001-41</i>	<i>Tipo ANBIMA Ações Investimento no Exterior</i>
<i>LM CLEARBRIDGE GLOBAL EQUITY FIA IE Exterior</i>	<i>CNPJ: 23.872.729/0001-53</i>	<i>Tipo ANBIMA Ações Investimento no Exterior</i>
<i>WA MACRO OPPORTUNITIES FIM IE Investimento no Exterior</i>	<i>CNPJ: 22.282.992/0001-20</i>	<i>Tipo ANBIMA Multimercado Investimento no Exterior</i>
<i>WA MACRO OPPORTUNITIES CLASSE DOLAR FIM IE Investimento no Exterior</i>	<i>CNPJ: 23.872.712/0001-04</i>	<i>Tipo ANBIMA Multimercado Investimento no Exterior</i>
<i>LM BRANDYWINE GLOBAL CREDIT OPPORTUNITIES FIM IE Investimento no Exterior</i>	<i>CNPJ: 26.370.141/0001-90</i>	<i>Tipo ANBIMA Multimercado Investimento no Exterior</i>

*RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA.*

*A RENTABILIDADE DIVULGADA É LÍQUIDA DE TAXA DE ADMINISTRAÇÃO, MAS NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS.*

*FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC.*

*AS ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO DO FUNDO PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PARA OS COTISTAS.*

*LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR, OS QUAIS ENCONTRAM-SE DISPONÍVEIS EM [HTTP://WWW.WESTERNASSET.COM.BR/PT/ PRODUCTS/](http://www.westernasset.com.br/pt/products/)*

