



MARCELO GUTERMAN, CFA
Product Specialist

Diversificação em investimentos cambiais

FEVEREIRO 2020

Proteção cambial, uma forma de diversificação

Fazer investimentos cambiais (atrelados ao dólar) é uma decisão difícil em qualquer contexto. Mesmo para aqueles investidores que têm passivos em dólar (empresas importadoras, indivíduos com viagem marcada para o exterior, etc), investir em dólar para fazer o hedge pode significar, se o câmbio vai na direção oposta ao hedge, “perder dinheiro” em relação à alternativa de não ter feito a proteção. Mesmo nesse caso, o fato de o passivo também ter se desvalorizado (os bens importados e a viagem ao exterior ficaram mais baratas), a tendência do investidor é olhar apenas o lado do ativo.

No entanto, investimento cambial, no contexto do mercado financeiro brasileiro, vai além da questão do hedge. Mesmo para quem não tem passivos em dólar, uma certa exposição à moeda estrangeira pode fazer sentido sob o aspecto da diversificação.

Antes de mais nada, é bom deixar claro que o processo de previsão do câmbio é muito imperfeito. É comum, na conversa com investidores, estes perguntarem qual a previsão para o câmbio. A má notícia é que o câmbio talvez seja a variável mais difícil de ser prevista no mercado financeiro. O câmbio reflete uma série de variáveis macroeconômicas, desde o balanço de pagamentos até o fluxo global de capitais, passando pelo risco-país. Cada uma dessas variáveis depende de uma série de fatores macro e microeconômicos, de forma que qualquer modelagem para o câmbio sempre estará sujeita a muito erro.

No Gráfico 1, mostramos duas medidas de variação do câmbio desde o ano 2000, quando tivemos o primeiro ano completo no regime de câmbio flutuante. As barras vermelhas mostram a variação esperada do câmbio para cada ano, calculada com base na expectativa do relatório Focus no início do ano. As barras azuis, por outro lado, mostram a variação observada do câmbio naquele ano. Podemos notar algumas coisas interessantes:

Gráfico 1
Diferença entre expectativa e realidade no câmbio



Fonte: BCB / BDS / Western Asset

- 1) As previsões muito raramente passam de 10% de valorização do dólar. Isso aconteceu em apenas 3 dos 20 anos da série, sendo que a última vez foi em 2005. Ou seja, podemos concluir que o câmbio atual tem grande influência sobre as previsões dos analistas. Por outro lado, a variação observada ultrapassou o nível de 10% em 13 dos 20 anos da série.
- 2) As previsões são normalmente na direção da valorização do dólar. Em apenas 3 dos 20 anos tivemos previsão de desvalorização. No entanto, o movimento real foi muito mais diversificado: em 8 dos 20 anos tivemos desvalorização do dólar. Essa tendência dos analistas é provavelmente fruto do teorema da paridade descoberta das taxas de juros, que diz que a expectativa de valorização de uma moeda em relação a outra é dada pelo diferencial de taxas de juros. Como as taxas de juros no Brasil são maiores que nos EUA, a expectativa é sempre de desvalorização do Real.
- 3) Em função do item anterior, a direção do movimento normalmente não é prevista corretamente: em apenas 11 dos 20 anos o câmbio andou na direção prevista pelos analistas.

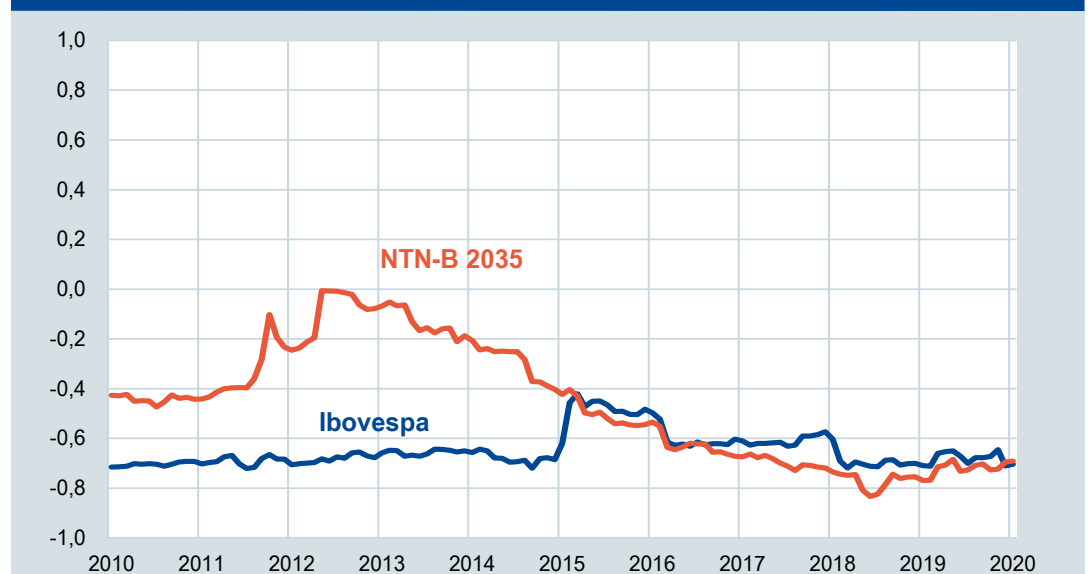
Deste exercício simples, podemos concluir que é, no mínimo, arriscado confiar na previsão dos analistas para o câmbio. Isto, obviamente, não significa que gestores de fundos multimercados que operam câmbio não possam fazê-lo com sucesso. Mas, neste caso, há duas diferenças importantes:

- 1) A primeira diferença é o timing da decisão: enquanto para os investidores institucionais a decisão de investimento cambial se dá normalmente em periodicidade anual, o gestor pode mudar suas posições de maneira muito mais dinâmica, adaptando sua estratégia na medida em que novas notícias chegam ao mercado.
- 2) Os gestores contam com outras moedas além do dólar para implementar suas estratégias. Desta forma, não se trata de uma decisão binária, existe uma diversificação do risco cambial, o que ajuda a diminuir o risco dessas apostas.

Sendo assim, o melhor que o investidor pode fazer é considerar o investimento cambial do ponto de vista de uma diversificação para o seu portfólio. E, para este fim, o risco cambial é o melhor diversificador de risco, adequado para a complementação de estratégias de risco no mercado local.

Intuitivamente, sabemos que o câmbio tende a caminhar na direção inversa da de outros ativos de risco: quando as coisas vão bem, a bolsa e a renda fixa de longo prazo tendem a se valorizar e o câmbio tende a se desvalorizar, e vice-versa. No Gráfico 2 medimos esta intuição através da evolução da correlação do câmbio tanto com a bolsa (Ibovespa) quanto com a renda fixa de longo prazo (NTN-B 2035). Podemos observar que as correlações nunca

Gráfico 2
Correlações históricas com o câmbio R\$/US\$



Fonte: Economática / Western Asset - Correlações calculadas com dados mensais em janelas de 3 anos

são maiores que zero e, além disso, nos últimos 4 anos ambas ficaram na faixa de -0,7, o que é uma correlação extremamente baixa.

Podemos testar de modo prático o efeito dessa baixa correlação montando um portfólio com ativos de risco combinados com ativos dolarizados. Para tanto, vamos utilizar dois produtos oferecidos pela Western Asset que contam com versões em reais e em dólares:

- 1) O fundo WA US INDEX 500 FI MULTIMERCADO (que denominaremos de US Index daqui em diante), que tem como benchmark o S&P500 e sua contraparte em dólar, o fundo WESTERN ASSET FIA BDR NIVEL I (que denominaremos daqui em diante de FIA BDR);
- 2) O fundo WA MACRO OPPORTUNITIES FIM INVESTIMENTO NO EXTERIOR (que denominaremos daqui em diante de Macro Opps em reais) e sua contraparte em dólar, o fundo WA MACRO OPPORTUNITIES CLASSE DOLAR FI MULT IE (que denominaremos daqui em diante de Macro Opps em dólares).

Os fundos Macro Opps formam um par perfeito, porque um é a versão com hedge do outro. No caso dos fundos de ações, no entanto, o paralelo não é perfeito, porque o US Index é um fundo passivo, ao passo que o FIA BDR é um fundo com gestão ativa. No entanto, isto não atrapalhará o nosso teste, pois a volatilidade dos dois fundos depende basicamente da volatilidade do S&P500, que é o mercado de referência para ambos.

O nosso teste consistirá em montar e comparar duas carteiras, uma utilizando os fundos em reais e o outro utilizando os fundos em dólares. Estas duas carteiras terão em comum um ativo representando a bolsa (o Ibovespa) e um ativo representando a renda fixa de longo prazo (a NTN-B 2035). Essas duas carteiras terão, portanto, as composições mostradas na Tabela 1:

Tabela 1: Composições das carteiras para o teste de correlação

	Carteira 1 (só ativos em reais)	Carteira 2 (com ativos em dólares)
Ativo 1	Ibovespa	Ibovespa
Ativo 2	NTN-B 2035	NTN-B 2035
Ativo 3	US Index	FIA BDR
Ativo 4	Macro Opps em reais	Macro Opps em dólares

Para o teste, escolhemos o período que vai de 29/06/2018 a 31/12/2019. Por que este período especificamente? Porque trata-se de um período em que os fundos em reais e em dólares apresentam rentabilidades aproximadamente iguais, como podemos ver na Tabela 2:

Tabela 2: Retornos e volatilidade no período de 29/06/2018 a 31/12/2019

	Retorno	Volatilidade (ao ano)
Ibovespa	58,90%	19,60%
NTN-B 2035	47,20%	6,80%
US Index	25,10%	13,70%
FIA BDR	28,10%	15,10%
Macro Opps em reais	21,50%	6,00%
Macro Opps em dólares	21,60%	11,10%

Volatilidade calculadas no período completo com retornos diários

As informações de rentabilidade dos fundos mencionados encontram-se ao final do material

Observe que a rentabilidade do US Index (25,1%) é aproximadamente igual à rentabilidade do FIA BDR (28,1%), enquanto a rentabilidade do Macro Opps em reais (21,5%) é quase a mesma da do Macro Opps em dólares (21,6%). Procuramos um período em que as rentabilidades desses fundos fossem semelhantes entre si para que o resultado final não parecesse contaminado pela rentabilidade melhor ou pior de um determinado fundo em relação ao outro. Focamos, assim, na volatilidade das carteiras, que terão aproximadamente a mesma rentabilidade.

Cada uma das carteiras começará com 25% dos seus recursos em cada um dos 4 ativos listados na Tabela 1, e não haverá rebalanceamentos ao longo de todo o período. O resultado final deste teste está na Tabela 3.

Tabela 3: Resultados do teste

	Retorno	Volatilidade (ao ano)
Carteira 1 (só ativos em reais)	38,00%	9,00%
Carteira 2 (com ativos em dólares)	38,70%	7,00%

Observe como a carteira 2, que combina ativos em dólares com os ativos locais, apresenta uma volatilidade bem inferior à carteira só com ativos em reais. Isso apesar de conter ativos mais voláteis: o FIA BDR é mais volátil que o US Index e o Macro Opps em dólares tem quase o dobro da volatilidade do Macro Opps em reais. Ou seja, combinamos ativos mais arriscados e chegamos a uma carteira menos arriscada!

Esta é a mágica da diversificação: com correlação baixa ou até negativa, conseguimos diminuir o risco de mercado da carteira. Esta é a principal vantagem de agregar ativos em dólar a uma carteira de investimentos.



AS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTE MATERIAL TÉCNICO SÃO BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES

Este material de divulgação possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material técnico 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.

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, SE HOUVER, E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR, DISPONÍVEIS EM WWW.WESTERNASSET.COM.BR. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS

Western Asset FIA BDR Nível I: Classificação ANBIMA: Ações Livre. Taxa de administração: 1,50%. Taxa de performance: Não há. PL: R\$ 295,59 (milhões); PL Médio (12 meses): R\$ 424,69 (milhões). Início do Fundo: 6 mai 2014

Western Asset US Index 500 FI Multimercado: Classificação ANBIMA: Multimercado Estratégia Específica. Taxa de administração: 1,00%. Taxa de performance: Não há. PL: R\$ 848,91 (milhões); PL Médio (12 meses): R\$ 787,16 (milhões). Início do Fundo: 30 abr 2013.

Western Asset Macro Opportunities Classe Dolar FIM IE: Classificação ANBIMA: Multimercados Investimento no Exterior. Taxa de administração: 1,00%. Taxa de performance: Não há. PL: R\$ 50,67 (milhões); PL Médio (12 meses): R\$ 27,77 (milhões). Início do Fundo: 05 abr 2016

Western Asset Macro Opportunities FIM IE: Classificação ANBIMA: Multimercados Investimento no Exterior. Taxa de administração: 0,10%. Taxa de performance: Não há. PL: R\$ 978,17 (milhões); PL Médio (12 meses): R\$ 733,54 (milhões). Início do Fundo: 05 out 2015

O Índice S&P 500®, mencionado acima, é uma mera referência econômica, não se tratando de uma meta ou parâmetro a ser seguido. O índice é um produto da S&P Dow Jones Índices LLC ("SPDJ").

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material, constituem julgamento dos gestores da Western Asset baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio. A Western Asset acredita que as informações apresentadas neste material são confiáveis, mas não garante sua exatidão.

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1455, 15º andar, cnj. 152, São Paulo -SP - 04543-011.

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários - CVM - Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br

© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2020 ("Western Asset"). Esta publicação é de propriedade da Western Asset e é de uso exclusivo de nossos clientes e de seus respectivos consultores de investimentos. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.