

## TÓPICO: INVESTIMENTOS

# POLÍTICA DE INVESTIMENTOS 2021 O PÓS-PANDEMIA

*Quando, no ano passado, escrevemos o nosso artigo anual sobre Política de Investimentos, nem em nossos mais loucos pesadelos poderíamos imaginar o que viria pela frente. Na época, há exatos 12 meses, a discussão se dava em torno do nível de taxas de juros. A Selic estava em 5,5% e esperava-se que terminasse o ano em 5,0% (terminou em 4,5%), o que já parecia a todos um nível muito baixo. Para os investidores acostumados a ter um bom retorno aplicando somente na renda fixa pós-fixada, este cenário de juros baixos convidava ao aumento do risco. Hoje, com a Selic a 2,0%, essa discussão torna-se ainda mais fundamental.*



**Marcelo Guterman**  
Product Specialist

## IDÉIAS CHAVE

- Vivemos uma situação paradoxal: as taxas de juros de curto prazo estão em seus mais baixos patamares históricos ao mesmo tempo em que a relação dívida/PIB atinge o seu maior nível histórico. Estamos vivendo uma situação paradoxal porque esta foi a única resposta possível ao desastre da pandemia: estímulos monetários e fiscais como nunca antes foram vistos.
- A produção de superávits primários vigorou, sem interrupção, durante 15 anos, de 1999 a 2013. Esta disciplina fiscal permitiu que a dívida pública diminuísse e se estabilizasse em um patamar que, apesar de alto, era administrável. A Regra do Teto de Gastos veio substituir os superávits primários como âncora fiscal.
- Desenhamos 3 cenários: Disciplina, em que o governo mantém a disciplina fiscal através da manutenção da regra do Teto de Gastos; Muddle Through, em que a regra do Teto de Gastos é desafiada através de algum outro artifício que signifique um “drible” no atual regime fiscal mas, ao mesmo tempo, o governo oferece reformas que prometem equilibrar as contas públicas no médio/longo prazos; Caos, em que o governo também desafia o Teto de Gastos, mas não consegue articular uma contrapartida crível para o equilíbrio fiscal de longo prazo. O cenário-base da Western Asset é o primeiro, Disciplina.
- De maneira geral, há um bom potencial de valorização, tanto para a renda fixa quanto para a renda variável, se o nosso cenário-base (Disciplina) se concretizar.
- Os investimentos no exterior continuam, mais do que nunca, um fator de diversificação importantíssimo para qualquer carteira de investimentos, ainda mais em um ambiente doméstico incerto como o que vamos enfrentar em 2021.

## POLÍTICA DE INVESTIMENTOS 2021 O PÓS-PANDEMIA

Por Marcelo Guterman

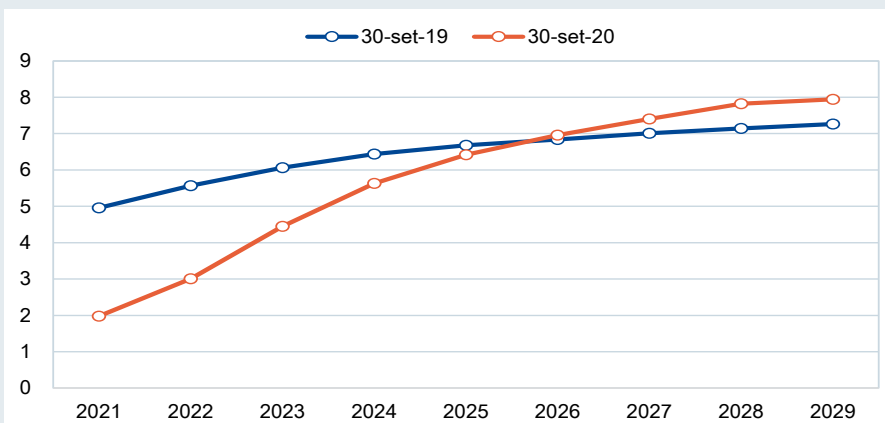
Quando, no ano passado, escrevemos o nosso artigo anual sobre Política de Investimentos, nem em nossos mais loucos pesadelos poderíamos imaginar o que viria pela frente. Na época, há exatos 12 meses, a discussão se dava em torno do nível de taxas de juros. A Selic estava em 5,5% e esperava-se que terminasse o ano em 5,0% (terminou em 4,5%), o que já parecia a todos um nível muito baixo. Para os investidores acostumados a ter um bom retorno aplicando somente na renda fixa pós-fixada, este cenário de juros baixos convidava ao aumento do risco. Hoje, com a Selic a 2,0%, essa discussão torna-se ainda mais fundamental.

Vivemos, no entanto, uma situação paradoxal: as taxas de juros de curto prazo estão em seus mais baixos patamares históricos ao mesmo tempo em que a relação dívida/PIB atinge o seu maior nível histórico. Até por conta disso, há os que digam que este é um sinal de que a dívida pública não deveria ser um fator de preocupação. Afinal, se os financiadores da dívida estão cobrando taxas de juros baixas, então o problema não deve ser muito grave.

Não é bem assim. Estamos vivendo uma situação paradoxal porque esta foi a única resposta possível ao desastre da pandemia: estímulos monetários e fiscais como nunca antes foram vistos. O Banco Central, por um lado, derrubou a taxa básica de juros para um patamar inédito, enquanto o Tesouro deve fazer, neste ano, um déficit fiscal da ordem de 10% do PIB, também um número inédito.

Além disso, o paradoxo é apenas parcial. Como podemos observar no Gráfico 1, somente a parte mais curta da curva de juros recuou por força da política monetária extremamente frouxa adotada pelo BC. A parte mais longa praticamente não se mexeu ao longo dos últimos 12 meses, fazendo com que a inclinação da curva de juros aumentasse de maneira significativa nesse período. Em outras palavras: em condições normais, uma redução da Selic na magnitude vista carregaria consigo toda a curva de juros. Se não o fez, significa que os agentes de mercado estão, neste momento, precificando um risco bem maior agora.

Gráfico 1: Curva de Juros Prefixados



Fonte: BDS/Banco Central

*“Vivemos, no entanto, uma situação paradoxal: as taxas de juros de curto prazo estão em seus mais baixos patamares...”*

Temos, portanto, o paradoxo de uma Selic muito baixa convivendo com uma dívida muito alta e crescendo, o que se traduz na inclinação extremamente alta da curva de juros. Vamos analisar mais de perto a questão fiscal, que é o nó a ser desatado para que este paradoxo tenha um final feliz.

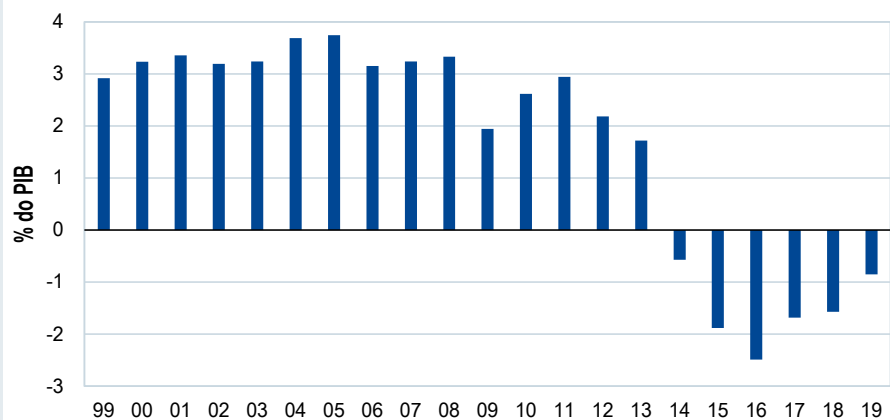
### A questão fiscal no Brasil: um pouco de história

Até 1994, o déficit fiscal brasileiro sempre foi resolvido com inflação. A inflação, ou mais especificamente, a surpresa inflacionária, ao desvalorizar a moeda acima daquilo que os agentes antecipavam, desvalorizava também as dívidas. Com o advento do Plano Real e várias reformas do Estado, o déficit público passou a ser financiado principalmente com aumento da carga tributária.

Em 1999, com o abandono da âncora cambial, o Real precisou de uma outra âncora para manter o seu poder de compra. Daí nasceu o tripé da política econômica, formado por uma política monetária baseada em metas de inflação, câmbio flutuante e disciplina fiscal, traduzida na produção de superávits primários. A Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovada em 2001, fez parte desse arcabouço.

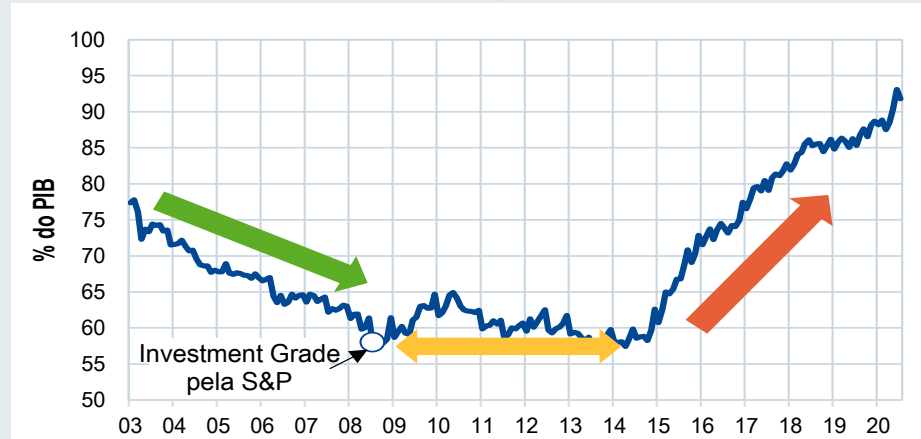
Até 2014, o terceiro pé do tripé não passava de uma nota de rodapé na análise dos economistas e nas decisões dos gestores. Como podemos ver no Gráfico 1, a produção de superávits primários vigorou, sem interrupção, durante 15 anos, de 1999 a 2013. Esta disciplina fiscal permitiu que a dívida pública diminuísse e se estabilizasse em um patamar que, apesar de alto, era administrável, conforme podemos observar no Gráfico 2. A partir de 2009, apesar da continuidade da produção de superávits primários, a dívida bruta parou de cair porque o governo tomou a decisão de turbinar o BNDES para alavancar o crescimento econômico, o que consumiu cerca de 10% do PIB em capitalização do banco de desenvolvimento.

Gráfico 2: Superávit Primário do Governo Geral



Fonte: Banco Central

Gráfico 3: Dívida Bruta do Governo Geral (Metodologia utilizada até 2007)



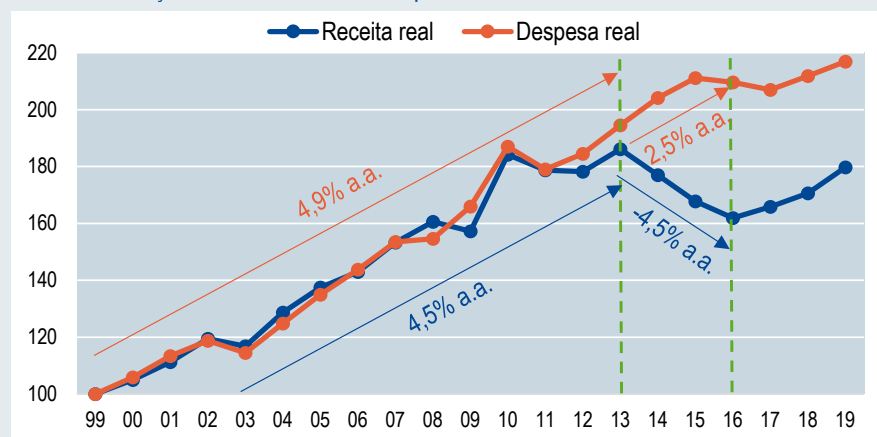
Fonte: Banco Central

A partir de 2015, com o fim da produção de superávits primários, a dívida começa a subir novamente e somente se estabiliza em 2018, com a introdução de uma nova âncora fiscal, que veio substituir os superávits primários como instrumento de disciplina fiscal: o Teto de Gastos.

#### A lógica por trás do Teto de Gastos

O Gráfico 3 mostra a evolução real (acima da inflação) das receitas e despesas do governo entre 1999 e 2019. Podemos observar que entre 1999 e 2013, as despesas cresceram apenas ligeiramente acima das receitas, começando a haver uma deterioração a partir de 2012. No entanto, é a partir de 2014 que a diferença entre despesas e receitas começa realmente a se alargar. Até houve um esforço por controlar as despesas, mas estas continuaram a crescer, ainda que em metade do ritmo do período anterior (2,5% contra 4,9%). O problema é que as receitas despencaram, por causa da desaceleração da atividade econômica. Este descompasso entre despesas e receitas foi o responsável pela produção de déficits primários a partir de 2014.

Gráfico 4: Evolução Real das Receitas e Despesas do Governo Central (1999 = 100)



Fonte: Tesouro Nacional / Western Asset

O que este gráfico nos mostra é que somente conseguimos produzir superávit primário enquanto as receitas não param de crescer. Isso acontece porque as despesas governamentais são muito difíceis de comprimir. Ficou claro que qualquer âncora fiscal deveria focar nas despesas, pois as receitas não estão totalmente sob controle do governo. É muito difícil aumentar carga tributária e, mesmo que fosse possível, uma recessão acabaria com os ganhos de receita. As despesas são a única linha do balanço do governo que está sob o seu total controle, do ponto de vista econômico.

Esta é a filosofia por trás da Emenda Constitucional do Teto de Gastos. Ao não permitir que as despesas cresçam mais do que a inflação, é só uma questão de tempo para que os superávits primários sejam retomados, pois o próprio crescimento econômico levará a um aumento das receitas.

### A solução do paradoxo e o cenário-base da Western Asset

Como dissemos acima, estamos enfrentando hoje uma brutal recessão provocada pela pandemia do novo coronavírus, o que levou o Banco Central a praticar as mais baixas taxas de juros da história, pois a inflação se encontra muito abaixo da meta no horizonte relevante de decisão da autoridade monetária. No entanto, este nível de taxa de juros, que, em condições normais, é determinado pelas perspectivas sobre a inflação e o crescimento econômico, pode, a partir de determinado momento, ser dominado pela dinâmica fiscal. É este o temor do mercado neste momento e a origem do paradoxo para o qual chamamos a atenção no início deste artigo. Há somente duas formas desse paradoxo ser solucionado: ou a Selic sobe em resposta ao risco fiscal ou ações são realizadas para que o equilíbrio fiscal seja retomado.

Para organizar o raciocínio, desenhamos três cenários para a o comportamento da inflação e da taxa Selic, que estão resumidos na Tabela 1.

Tabela 1: Cenários para inflação e taxa Selic

|          |      | Disciplina | Muddle Through | Caos |
|----------|------|------------|----------------|------|
| Selic    | 2021 | 2,5%       | 4,5%           | 4,5% |
|          | 2022 | 4,0%       | 5,0%           | 8,0% |
| Inflação | 2021 | 2,8%       | 3,5%           | 4,5% |
|          | 2022 | 3,2%       | 3,8%           | 8,0% |

O primeiro cenário chamamos de **Disciplina**. Como o próprio nome diz, neste cenário o governo mantém a disciplina fiscal através da manutenção do Teto de Gastos. Para tanto, somente inclui novas despesas com a eliminação de outras. Neste cenário, as expectativas de inflação mantêm-se ancoradas, e o grande hiato do produto permite que o BC mantenha a taxa de juros baixa até o 4º trimestre de 2021, quando, então, inicia uma lenta normalização monetária. A taxa Selic atinge 2,5% no final de 2021 e 4,0% ao final de 2022, com a inflação abaixo da meta de 3,75% no ano que vem e de 3,50% em 2022. **Este é o cenário-base da Western Asset.**

O segundo cenário recebeu o nome de **Muddle Through**, uma forma mais elegante de dizer “empurrando com a barriga”. Neste cenário, o Teto de Gastos é desafiado através ou de uma extensão do prazo do regime emergencial, ou de algum outro artifício que signifique um “drible” no atual regime fiscal. Ao mesmo tempo, o governo oferece reformas que prometem equilibrar as contas públicas no médio/longo prazos, de forma que os preços estressam mas não explodem, atingindo um novo equilíbrio, pior que o anterior. Tivemos um ensaio deste cenário em setembro,

quando o governo lançou alguns balões de ensaio nesse sentido. Neste cenário, o BC adianta-se para ancorar as expectativas de inflação, elevando a Selic até 4,5% no final de 2021. Considerando que a inflação não é explosiva em um primeiro momento, temos uma taxa de juros real positiva, o que é contracionista dado o enorme hiato do produto ainda predominante. Com isso, a inflação permanece sob controle, mesmo com uma política fiscal mais frouxa, fechando o ano de 2021 ligeiramente abaixo da meta e 2022 na meta. A probabilidade deste cenário vem crescendo nas últimas semanas, mas, em nossa visão, ainda não é o preponderante.

O último cenário é o **Caos**. A exemplo do cenário anterior, neste cenário o governo também desafia o Teto de Gastos, mas não consegue articular uma contrapartida crível para o equilíbrio fiscal de longo prazo. Em linha com a heterodoxia deste cenário, o BC age de maneira atrasada, elevando a Selic também para 4,5% no final de 2021, mas de maneira atrasada e insuficiente, dada a grande desancoragem das expectativas de inflação neste cenário. A inflação já sobe para 4,5% em 2021 e vai a um patamar bem acima do teto da meta em 2022 (8% é apenas ilustrativo). O BC tenta correr atrás do prejuízo, mas não consegue praticar uma taxa real positiva. A probabilidade deste cenário é bem baixa, em nossa opinião.

A solução do paradoxo, portanto, pode se dar de modo virtuoso, com o risco fiscal diminuindo (cenário de disciplina), ou de modo vicioso, com as taxas de juros/inflação subindo (cenário de caos).

Como dissemos, o cenário-base da Western Asset é o de **Disciplina** no curto prazo. Não cremos que os agentes políticos irão forçar mudanças na Lei do Teto de Gastos neste ano ou no ano que vem. Antes, deverão aprovar as PECs que permitirão o seu cumprimento, como a dos Gatilhos e a das Desvinculações, o que permitirá lidar com o crescimento orgânico das despesas obrigatórias sem pressionar as despesas discricionárias a ponto de forçar um shutdown do governo.

### O cenário para a renda fixa

Dados os efeitos deletérios da pandemia sobre o orçamento público e as patentes dificuldades que este governo vem demonstrando em lidar com o aumento da dívida pública, os preços dos ativos vêm refletindo negativamente a perspectiva de um contínuo desajuste fiscal. Obviamente o risco aumentou, mas a questão a ser colocada é quanto os preços já estão refletindo este risco. Para tanto, uma pista é observar o que aconteceu no passado.

No Gráfico 5, podemos observar a inclinação da curva de juros entre os vencimentos dos títulos prefixados com vencimentos de 1 e 5 anos. Ou seja, a diferença entre as taxas dos títulos de 1 e 5 anos de vencimento. Esta diferença indica expectativa de elevação dos juros (quando positiva) ou queda dos juros (quando negativa). Observe como estamos nas máximas históricas, indicando já uma deterioração bastante acentuada das expectativas. Isso significa que não pode subir mais? Não, significa apenas que já existe bastante notícia ruim precificada na curva de juros.

Gráfico 5: Inclinação da Curva de Juros 1-5 anos



Fonte: Tesouro Nacional / Western Asset

Se o nosso cenário-base prevalecer, a taxa Selic deve permanecer nos atuais patamares por ainda muito tempo (pelo menos até o final de 2021), e as taxas mais longas deveriam recuar em relação ao patamar de setembro. Este cenário abre uma janela de oportunidade muito interessante para investimentos em renda fixa de prazos mais longos.

De modo geral, as nossas estimativas para a Selic e para as taxas de juros nos três cenários estão nas Tabelas 2.1 e 2.2.

Tabela 2.1: Estimativas para o yield da Renda Fixa ao final de 2021 em três cenários

|                      | Disciplina | Muddle Through | Caos  |
|----------------------|------------|----------------|-------|
| Selic                | 2,50%      | 4,50%          | 4,50% |
| IRF-M1+ <sup>1</sup> | 3,50%      | 5,50%          | 9,00% |
| IMA-B <sup>2</sup>   | 2,75%      | 4,00%          | 6,00% |

Tabela 2.2: Estimativas para a rentabilidade da Renda Fixa em 2021 em três cenários<sup>3</sup>

|         | Disciplina | Muddle Through | Caos    |
|---------|------------|----------------|---------|
| Selic   | 2,05%      | 3,65%          | 2,75%   |
| IRF-M1+ | 9,20%      | 3,60%          | -6,10%  |
| IMA-B   | 10,40%     | 0,40%          | -15,50% |

Além da alocação em taxa de juros, também vale chamar a atenção para a alocação em crédito. Podemos observar no Gráfico 6 a evolução do IDA-DI neste ano, que é o índice que mede o desempenho das debêntures, ajustado pelo CDI, de forma a refletir somente os spreads.

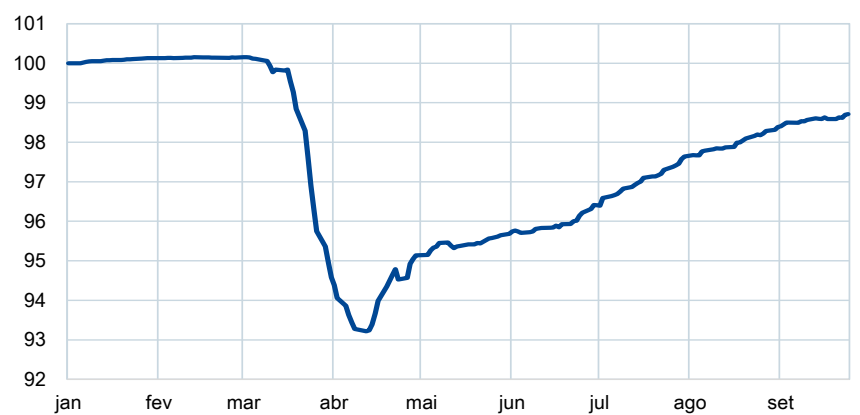
Note que, depois da grande desvalorização de março, a classe de ativo já recuperou uma boa parte das perdas. No entanto, ainda há dois bons motivos para incorporar ativos de crédito a qualquer portfólio de longo prazo:

1 O IRF-M1+ tem duration aproximado de 700 dias úteis. Utilizamos como proxy a taxa da LTN com vencimento em 01/07/2023.

2 O IMA-B tem duration aproximada de 2.000 dias úteis. Utilizamos como proxy a taxa da NTN-B com vencimento em 15/08/2030.

3 Assumimos que os atuais yields do IRF-M1+ e do IMA-B, além da taxa Selic, terminem o ano de 2020 no mesmo nível de 30/09/2020: LTN Jul/23: 5,00% e NTN-B 2030: 3,40%.

Gráfico 6: IDA-DI ajustado pelo CDI



Fonte: Tesouro Nacional / Western Asset

1) Ainda falta cerca de 1,5% para que as debêntures, como classe de ativo, recuperem o nível do início do ano, o que ainda significa um ganho bastante interessante;

2) Mesmo sem esse ganho excepcional, a classe de ativo sempre ajuda na diversificação da carteira. É o que temos visto, por exemplo, neste segundo semestre, em que o mercado de taxas de juros está mais volátil, mas o crédito continua agregando valor às carteiras.

### O cenário para a bolsa

O risco fiscal influencia todos os ativos de risco brasileiros, e não seria diferente com a bolsa. Mas, como sabemos, a precificação das ações é função de dois fatores: 1) o fluxo de lucros futuros descontados por 2) uma taxa de juros. Um desarranjo fiscal afeta negativamente estes dois fatores, aumentando a taxa de juros exigida pelos agentes econômicos e minando o crescimento econômico, afetando negativamente a geração de lucros das empresas. Nesse sentido, vamos entender qual o nosso cenário-base para a bolsa e quais seriam os cenários alternativos, dadas as possíveis trajetórias para a dívida pública.

Para estimar os cenários, vamos trabalhar com as seguintes variáveis:

- 1) Uma taxa de desconto, formada pela composição da taxa de juros real de longo prazo e um prêmio de risco da bolsa, chamada na literatura de *Equity Risk Premium* (ERP).
- 2) Uma determinada trajetória de crescimento de lucros nos próximos dois anos (2021 em relação a 2020 e 2022 em relação a 2021).

Não vamos aqui entrar no detalhe do cálculo, mas basta saber que, para chegar à alta potencial da bolsa em cada cenário, estimamos o preço da bolsa daqui a 12 meses (no final de setembro/2021) com base no índice Preço/Lucro (P/L) da bolsa estimado para daqui a 12 meses, que por sua vez é calculado a partir da taxa de desconto (o índice P/L é o inverso da taxa de desconto). Uma vez tendo o P/L e os lucros estimados para os 12 meses seguintes, chegamos ao preço justo da bolsa daqui a 12 meses.

O resultado deste cálculo é apresentado na Tabela 3, para cada um dos três cenários:



Tabela 3: Estimativas para a bolsa em três cenários

|                       | Disciplina                        | Muddle Through                    | Caos                            |
|-----------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| Taxa de Juros         | 2,75%                             | 4,00%                             | 6,00%                           |
| ERP                   | 4,00%                             | 5,00%                             | 6,00%                           |
| Crescimento de Lucros | 2020-2021: 125%<br>2021-2022: 14% | 2020-2021: 111%<br>2021-2022: 10% | 2020-2021: 95%<br>2021-2022: 5% |
| Preço justo em 1 ano  | 138.000                           | 98.000                            | 66.000                          |

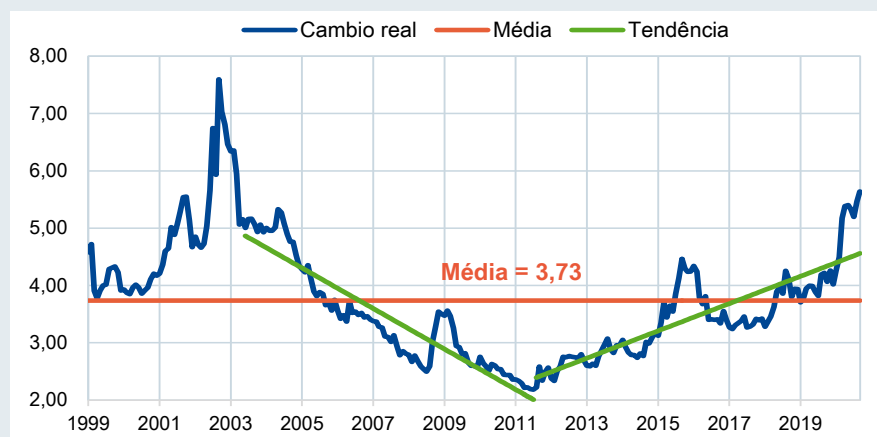
Observe que o crescimento de lucros não muda muito de um cenário para o outro. Mesmo no cenário de Caos, o crescimento dos lucros das empresas exportadoras ajudaria a contrapor o efeito negativo sobre os setores domésticos. A mudança na taxa de desconto seria o fator decisivo para a precificação da bolsa. Este é o papel das expectativas dos agentes econômicos, na medida em que sentem mais ou menos confiança no cenário futuro. Por isso é tão importante pelo menos sinalizar o controle da trajetória da dívida pública.

### O cenário para o câmbio

Ao lado da taxa de juros, o câmbio foi a variável que mais refletiu a deterioração das expectativas em relação ao cenário fiscal. Tendo começado o ano em R\$ 4,03, o câmbio se desvalorizou até a máxima de R\$ 5,94 no dia 14/05. Ou seja, ao contrário da bolsa, que atingiu a sua mínima durante o mês de março, o câmbio foi se deteriorando mesmo depois que a bolsa começou a se recuperar. Aparentemente, a bolsa passou a precificar uma recuperação em V da atividade econômica, enquanto o câmbio sempre esteve mais relacionado com a questão do desequilíbrio fiscal.

Por que o câmbio é afetado pelo fiscal? Basicamente porque esta é a variável que reflete a capacidade do país de manter o valor de sua moeda. O câmbio ajusta-se para incorporar a expectativa de uma inflação futura maior e, também, o nível necessário para atrair capitais que ajudem o país a pagar as suas contas. De modo geral, o câmbio é a variável que mais reflete o risco-país, resumindo em uma única variável os desequilíbrios macroeconômicos.

Gráfico 7: Câmbio Real



Fontes: BDS, Econômica, BLS (30/092020) - Câmbio real calculado contra o dólar

Para estimar o nível do câmbio nos 3 cenários vamos lançar mão da tendência histórica, conforme podemos observar no Gráfico 7, onde mostramos o câmbio real, que é o câmbio nominal deflacionado pelo diferencial de inflação Brasil-EUA. No cenário que chamamos de Disciplina, avaliamos que o câmbio pode se aproximar da sua tendência de longo prazo (linha verde, desde 2011), atingindo R\$ 4,80. No cenário *Muddle Through*, o câmbio desvaloriza-se um pouco mais, atingindo a máxima de março, R\$ 5,90. Já no cenário de caos, o câmbio se desvalorizaria para próximo do seu pico histórico, ao redor de R\$ 7,50.

### O que fazer em 2021?

Vamos resumir, na Tabela 4, os preços e taxas atuais e os preços estimados dos diversos ativos nos três cenários:

Tabela 4: Resumo das estimativas de preços/yields de ativos de risco para o final de 2021 em três cenários

|         | Preço Atual | <i>Muddle Through</i> | Caos     | Caos     |
|---------|-------------|-----------------------|----------|----------|
| Selic   | 2,00%       | 2,50%                 | 4,50%    | 4,50%    |
| IRF-M1+ | 5,00%       | 3,50%                 | 5,50%    | 9,00%    |
| IMA-B   | 3,40%       | 2,75%                 | 4,00%    | 6,00%    |
| Dólar   | R\$ 5,64    | R\$ 4,80              | R\$ 5,90 | R\$ 7,50 |
| Bolsa   | 94.600      | 138.000               | 98.000   | 66.000   |

Podemos observar que, de acordo com estas estimativas de preços, o mercado hoje está precificando um cenário mais próximo do *Muddle Through*, a depender do mercado. Portanto, de maneira geral, há um bom potencial de alta, tanto para a renda fixa quanto para a renda variável, se o nosso cenário-base (Disciplina) se concretizar.

Observe, no entanto, que os cenários são bem distintos entre si, o que reflete um grande grau de incerteza. Uma estratégia que pode ser interessante é usar o câmbio como hedge, abrindo mão de um certo potencial de alta para proteger parte da carteira caso o cenário-base não se concretize.

Vejamus um exemplo com a seguinte carteira teórica: Selic: 40%, IRF-M1+: 15%; IMA-B: 20%; Bolsa: 25%. Com base nas estimativas da Tabela 4, esta carteira teria um retorno de 16,7% em 2021 no cenário Disciplina, 4,6% no cenário *Muddle Through*, e -11,9% no cenário Caos.

Digamos agora que agreguemos 10% de câmbio na carteira, diminuindo em 2,5% a exposição a cada uma das classes de ativos da carteira anterior. Teríamos, então, a seguinte carteira: Selic: 37,5%; IRF-M1+: 12,5%; IMA-B: 17,5%; Bolsa: 22,5%; Câmbio: 10%. O resultado seria, em cada um dos cenários acima, o seguinte: Disciplina: 13,4%; *Muddle Through*: 4,6%; Caos: -7,2%. Resumimos estes resultados na tabela 5.

Tabela 5: Estimativas para a bolsa em três cenários

|                       | Carteira sem câmbio | Carteira com câmbio | Diferença |
|-----------------------|---------------------|---------------------|-----------|
| Preço Atual           | 16,70%              | 13,40%              | -3,30%    |
| <i>Muddle Through</i> | 4,60%               | 4,60%               | 0,00%     |
| Caos                  | -11,90%             | -7,20%              | +4,7%     |

Observe como, com a utilização do câmbio, os resultados finais da carteira são menos dispersos entre si nos diferentes cenários, o que mostra o poder de diversificação da aplicação com hedge cambial. Obviamente, quanto maior a convicção no cenário de Disciplina, menor deveria ser a proporção do hedge, até o ponto de ser dispensado. Mas, infelizmente, não podemos descartar completamente o cenário de *Muddle Through* ou de Caos, de modo que um hedge parece fazer sentido para diminuir a dispersão dos retornos. Também é óbvio que, se a convicção no cenário de Caos fosse a dominante, a proporção em investimentos cambiais também deveria dominar a carteira.

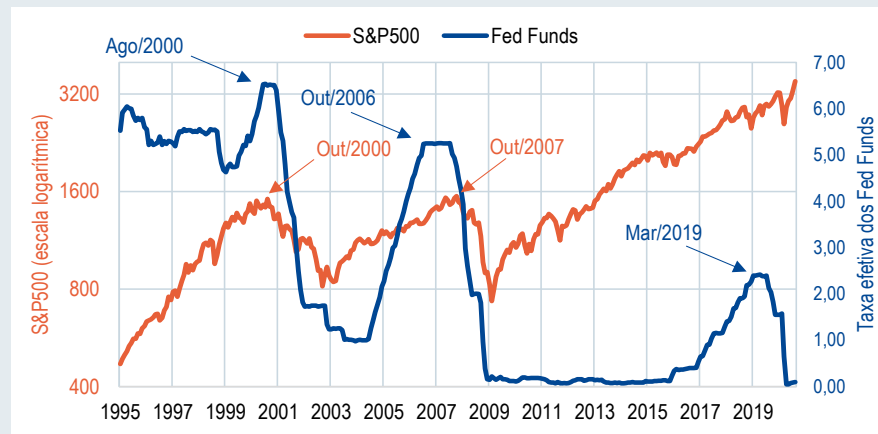
Deste modo, dado o atual grau de incerteza com relação aos cenários futuros, um pequeno hedge cambial parece fazer sentido.

### O papel dos investimentos no exterior

Se um hedge cambial faz sentido, com muito mais razão investimentos no exterior deveriam ser acrescentados à carteira de qualquer investidor. Estes têm a óbvia vantagem de não dependerem dos cenários domésticos que desenvolvemos aqui. As bolsas e a renda fixa global estarão se beneficiando, de maneira geral, de uma política monetária extremamente estimulativa em 2021, principalmente nos EUA.

O FED já deixou claro, de muitas formas, em várias ocasiões e através de vários diretores, que não pretende subir as taxas de juros em qualquer horizonte relevante para a política monetária. O aperto da política monetária costuma ser o gatilho que inicia a realização em mercados de risco. No Gráfico 8, podemos observar as duas últimas grandes realizações da bolsa americana: o estouro da bolha de tecnologia, no final de 2000, e a Grande Crise Financeira, no final de 2007. Ambas se seguiram a processos de aperto monetário por parte do Fed.

Gráfico 8: Taxa dos Fed Funds vs. S&P500



Fontes: *Economática / Fed St. Louis*

É verdade que o Fed iniciou um ciclo de elevação de juros no início de 2017, o que poderia levar a uma realização mais forte da bolsa. No entanto, este ciclo foi interrompido em março de 2019 porque a economia começou a desacelerar e a inflação sequeu começou a subir, e começou a ser revertido em meados de 2019, antes mesmo de qualquer realização dos mercados, de modo que não deve influenciar o atual ciclo de valorização dos ativos de risco.

Assim, os investimentos no exterior continuam, mais do que nunca, um fator de diversificação importantíssimo para qualquer carteira de investimentos, ainda mais em um ambiente doméstico incerto como o que vamos enfrentar em 2021.



*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 Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada ("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 baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio. © Western Asset 2020. Esta publicação é de propriedade da Western Asset e é de uso exclusivo de nossos clientes, seus respectivos consultores de investimentos e terceiros interessados. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização. 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](http://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](mailto: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.*