

MARCELO GUTERMAN, CFA

Product Specialist

Política de Investimentos 2018 ou ... Taxa de Juros a 7%: o que fazer?



- Taxas básicas de um dígito aparentemente vieram para ficar por um tempo mais longo do que a aventura monetária de 2012.
- O aumento da exposição a ativos mais arriscados exige a avaliação dos cenários econômicos e políticos, o que tem se mostrado uma tarefa muito complexa.
- Uma alternativa interessante é a escolha de instrumentos com baixa exposição ao risco sistêmico, em que o retorno é gerado através de exposições não correlacionadas com o cenário.

O problema

Estamos, provavelmente, entrando em um período mais permanente de taxas de juros básicas em um dígito. Ao contrário da aventura monetária de 2012, quando a taxa Selic atingiu 7,25% sem embasamento na realidade, aparentemente temos hoje um cenário mais coerente com esse nível de taxa de juros. Alguns exemplos:

- **Expectativa de inflação** para os 12 meses seguintes: estava em 5,5% em outubro de 2012 (quando a Selic atingiu 7,25%), enquanto hoje a expectativa está em 4,0%.
- **Surpresa inflacionária** (diferença entre a inflação esperada 12 meses atrás e a inflação observada nos últimos 12 meses): em outubro de 2012, esta surpresa estava praticamente em zero, enquanto hoje a surpresa inflacionária está em -2,8% (a inflação esperada 12 meses atrás estava em 5,3%, enquanto a inflação observada nos últimos 12 meses foi de 2,5%).
- **Desemprego**: era de 6,9% em outubro de 2012, em setembro de 2017 era de 12,8%.
- **Nível de Utilização da Capacidade Instalada da indústria**: era de 82,5% em outubro de 2012, em setembro de 2017 era de 77,0% (muito próximo das mínimas históricas).

Poderíamos fazer muitas outras comparações, mas já parece claro que o espaço para redução da taxa de juros hoje é muito maior do que em 2012. O corolário dessa afirmação é que, provavelmente, entraremos em um ciclo mais longo de taxas de juros mais baixas. Avaliamos que é possível a taxa Selic permanecer em 7% (ou até menos) ao longo de 2018 e, mais importante, não retornar aos dois dígitos quando o BC tiver que apertar novamente a política monetária. A mediana das expectativas do relatório Focus para a taxa Selic a partir de 2019 está em 8%.

Consideremos a taxa Selic como o investimento sem risco. Este investimento oferece uma taxa de juros real que varia no tempo. Podemos observar, no Gráfico 1, que a taxa real de juros ex-post (ou seja, observada) no último ano terminando em setembro foi de 8,8%. Já quem aplicou no CDI há 5 anos, obteve uma taxa de juros real de 4,3%, e há 10 anos, de 4,5% (taxas de juros reais, antes da cobrança de impostos). Note que, para janelas mais curtas (de um ano), a taxa de juros real ex-post é mais volátil, cai quando há surpresas negativas com a inflação e sobe quando há surpresas positivas com a inflação, como foi o caso nos últimos meses.

Por que isso importa? Simples: porque investimentos atrelados ao CDI são livres de risco de mercado e, portanto, balizam o retorno de todos os outros investimentos. Funcionam como um custo de oportunidade para o investidor.

Podemos observar, no gráfico, que os retornos reais de longo prazo atrelados ao CDI vêm em uma trajetória de queda significativa nos últimos 10 anos, de quase 14% ao ano em 2006 para quase 4% ao ano em 2017. Esta, em tese, deveria ser a janela de observação adotada pelos gestores de fundos de pensão. No entanto, sabemos que o horizonte de curto prazo também é importante, pois a cobrança por resultados ocorre em bases anuais. Então, o que esperar do retorno real de investimentos atrelados ao CDI em 2018?




 A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Gráfico 1

Juros Reais ex-post (CDI x IPCA)



Fonte: BDS/BC | Cálculos e previsão: Western Asset

Uma primeira abordagem é olhar o que nos diz o relatório Focus. No momento da elaboração desta análise, esperava-se uma Selic média para 2018 de 7,0%, com inflação (medida pelo IPCA), de 4,2%. Teríamos, então, uma taxa de juros real de 2,8%. Taxas mais baixas do que este nível foram comuns entre 2010 e 2015, principalmente em função de uma política monetária mais frouxa do que as surpresas inflacionárias negativas sugeririam. Portanto, neste período, as taxas de juros reais foram baixas por conta da surpresa inflacionária negativa (inflação mais alta do que o esperado pelo mercado). Agora, a percepção é de que as taxas de juros reais serão baixas porque o BC está coordenando as expectativas e a atividade econômica continua muito fraca. Assim, é bem provável que o CDI entregue retorno real abaixo de 3% ao ano em 2018.

Considerando esta nova realidade, os investidores se perguntam: o que fazer para manter a rentabilidade em níveis compatíveis com os compromissos assumidos em 2018?

O que fazer?

Aumentar o risco é a resposta mais óbvia. Assim nos indica a teoria de investimentos: quer uma expectativa de retorno maior? Aumente o risco! A questão, no entanto, é decidir onde aumentar o risco.

Um primeiro movimento poderia ser migrar para classes de ativos mais arriscadas. Neste caso, estamos aumentando a exposição da carteira ao risco sistêmico do mercado. Em linguagem técnica, estamos aumentando o **beta** do portfólio.

Há basicamente duas maneiras de aumentar o beta de uma carteira: aumentando a duration da carteira de renda fixa, ou aumentando a exposição à renda variável. Estas são, basicamente, as duas decisões que podem ser tomadas pelo investidor que deseja aumentar o risco sistêmico do seu portfólio e, conseqüentemente, elevar o seu retorno esperado.

O risco sistêmico (e, portanto, o beta da carteira) responde a fatores macroeconômicos e políticos que afetam o mercado como um todo. Portanto, para se tomar uma decisão informada de aumento de beta, é preciso avaliar os fatores macroeconômicos e políticos que podem favorecer ou não o risco sistêmico em 2018. Isto nos leva à necessidade de uma análise do cenário global e local, tanto na dimensão econômica quanto política.

Análise dos cenários para a economia global e local

Vamos descrever aqui os cenários possíveis para os principais fatores que, em nossa opinião, podem influenciar os mercados em 2018

Fator 1: Política Monetária no mundo desenvolvido

Cenário 1: A inflação global continua surpreendendo para baixo, e os Bancos Centrais mantêm ritmo lento de normalização das políticas monetárias. O crescimento econômico do mundo desenvolvido continua lento.

Cenário 2: A inflação global normaliza-se, forçando os Bancos Centrais a aumentar o ritmo do aumento dos juros e retirada de estímulos.

Fator 2: Governo Trump

Cenário 1: nenhuma proposta do governo Trump consegue avançar de maneira definitiva no Congresso.

Cenário 2: o governo Trump consegue aprovar propostas mais alinhadas com o programa do Partido Republicano, como o corte de impostos e desregulamentação. Mas medidas menos consensuais, como regras de protecionismo e fim de acordos comerciais, não seriam aprovadas.

Cenário 3: o governo Trump consegue aprovar todas as propostas de seu programa de governo.

Fator 3: China

Cenário 1: Sob o comando renovado de Xi Jinping, a China continua sua transição de uma economia movida a investimentos em infraestrutura para uma impulsionada pelo consumo doméstico. O yuan mantém o seu valor relativamente estável e o crescimento continua na faixa de 6,0% - 6,5%.

Cenário 2: o país enfrenta dificuldades em manter o mesmo ritmo de crescimento e enfrenta alguma saída de capitais pelo aumento da desconfiança. O yuan começa um processo de desvalorização, levando consigo as moedas das economias emergentes.

Cenário 3: a alta alavancagem do sistema financeiro chinês e os investimentos improdutos ao longo de anos finalmente cobram o seu preço, levando à inadimplência em série dos SOEs ¹. O governo chinês é incapaz de controlar a situação, e ocorre um *credit crunch*.

Fator 4: Eventos geopolíticos aleatórios

Cenário 1: não ocorre nenhum evento relevante com efeitos permanentes nos mercados.

Cenário 2: algum evento relevante (Coreia / Oriente Médio / Rússia) ocorre, com efeitos permanentes nos mercados.

Fator 5: Brasil: reforma da Previdência

Cenário 1: o governo Temer consegue aprovar a reforma da Previdência da forma como chegou ao Congresso, ou com modificações mínimas.

Cenário 2: o governo Temer não consegue aprovar a reforma da Previdência da forma como chegou ao Congresso, ou a aprova com grandes modificações, o que deixa o trabalho pesado para o próximo governo.

Fator 6: Brasil: eleições.

Cenário 1: ao longo de 2018, ganha probabilidade a eleição de um governo com agenda de apoio às reformas macro e microeconômicas.

Cenário 2: ao longo de 2018, ganha probabilidade a eleição de um governo contra a agenda de apoio às reformas macro e microeconômicas.

¹ SOE: State Owned Companies - as estatais chinesas

Agora que temos definidos os principais cenários, precisamos dar peso a cada fator. Qual o fator mais importante? Qual o menos? O que temos visto neste ano é que os fatores globais têm sido mais importantes que os locais. Será que esta importância relativa se manterá uma vez que o período eleitoral se inicie?

Uma vez determinada a importância relativa entre os fatores, é preciso atribuir probabilidades para cada um dos cenários. Há uma complicação aqui, que é o fato dessas probabilidades serem condicionais. Por exemplo, a probabilidade de aumento das taxas de juros nos EUA se eleva (cenário 2 do Fator 1) se o governo Trump conseguir aprovar todas as propostas de seu programa de governo (cenário 3 do Fator 2). Sendo condicionais, seria necessário montar uma “árvore de probabilidades”, uma tarefa bastante complexa.

Por fim, é necessário que se faça a avaliação do impacto nos preços dos ativos no caso da materialização de cada cenário. Neste caso, a avaliação ainda precisa considerar quanto os preços atuais dos ativos já incorporam cada um dos cenários considerados.

Simples? Não. Na verdade, bastante complexo. Podemos investir nosso tempo tentando desenhar um cenário-base e alguns cenários alternativos, com uma grande incerteza associada. Ou podemos aumentar o risco das nossas carteiras de outra forma.

Alfa vs. Beta

Na teoria do CAPM (Capital Asset Pricing Model), se o **beta** representa o risco sistêmico, o **alfa** representa o retorno adicional proporcionado pelo risco não sistêmico. Vimos acima que avaliar os cenários econômicos está longe de ser uma tarefa trivial, ainda que imprescindível para decidir sobre o aumento ou não do beta do portfólio no curto prazo. Uma alternativa é procurar investimentos que aumentem o alfa do portfólio sem necessariamente provocar a elevação do seu beta.

Aumentar o alfa sem alterar o beta exige a escolha de instrumentos que tenham baixa correlação com os movimentos sistêmicos do mercado como um todo. Um destes instrumentos, via de regra, assume a forma de fundos sem benchmark. O benchmark, por sua própria natureza, representa os movimentos do mercado. Portanto, um fundo com benchmark necessariamente estará atrelado aos movimentos do mercado representado pelo benchmark, que é justamente o que estamos procurando evitar.

São os seguintes os principais instrumentos para geração de alfa disponíveis no mercado brasileiro:

Fundos Multimercados: são fundos sem benchmark, de retorno total, que procuram aproveitar as oportunidades dos mercados sem necessariamente assumirem riscos sistêmicos de maneira permanente. Temos duas variantes desse tipo de estratégia:

- **Fundos Multimercados Macro:** neste tipo de fundo, o gestor procura posicionar o fundo de acordo com sua leitura do cenário macroeconômico, buscando tanto navegar tendências de longo prazo quanto oportunidades táticas de curto prazo. A Western Asset faz a gestão de fundos multimercados, como o **WA Multitrading Premium FIC FIM**.
- **Fundos Long & Short:** o gestor desse tipo de fundo monta pares de ações, de acordo com sua avaliação tática das perspectivas dessas ações. Como, pela sua própria estrutura, a exposição final do fundo ao risco bolsa é muito baixa, o risco sistêmico é limitado. A Western Asset faz a gestão de um fundo deste tipo, o **WA Long & Short FIM**.

Fundos de Valor: são fundos de renda variável sem benchmark, concentrados, que procuram gerar alfa através de análise fundamentalista. Obviamente, seguem os grandes movimentos do mercado acionário, portanto têm algum risco sistêmico (beta). No entanto, pelo fato de serem concentrados em poucos nomes e não seguirem nenhum benchmark em sua construção, permitem que o gestor diminua a dependência dos movimentos sistêmicos, concentrando os ganhos do fundo nas características particulares das empresas selecionadas para comporem o portfólio. A Western Asset faz a gestão de um Fundo de Valor, o **WA Valuation FIA**.

Estratégias de Crédito: da mesma forma que os Fundos de Valor, as estratégias de Crédito procuram gerar alfa através da seleção criteriosa de papéis, o que permite obter retorno adicional sem necessariamente correr riscos sistêmicos. A Western Asset é especialista global em crédito, e pode desenhar mandatos específicos para clientes.

Fundos de Investimento com exposição a riscos globais: dentro dessa categoria, pode-se pensar em fundos com ou sem proteção cambial. Os fundos hedgeados (que não sofrem a variação da taxa de câmbio) têm a vantagem de contar com uma parcela da remuneração

do CDI. Em 2018, com o CDI no nível de 7%, estes fundos já partem com uma remuneração de 4% a 4,5%, em função do custo do hedge. A esta rentabilidade de base, deve-se somar ou subtrair o ganho ou a perda obtidos pelo fundo em dólar. Assim, se o fundo hedgeado render, digamos, 5,0% em dólar, sua rentabilidade em reais deve ficar entre 9% e 9,5%. Se, por outro lado, o fundo hedgeado render -5,0% em dólar, sua rentabilidade em reais ficaria entre -1,5% e -1,0%². Já o fundo não hedgeado não conta com essa remuneração, estando exposto ao risco cambial. Esta é uma característica desejável somente para aqueles que querem assumir algum risco sistêmico em relação à economia brasileira, neste caso fazendo um posicionamento contrário. Temos duas variantes de Fundos de Investimentos no Exterior:

- **Fundos de Investimento mais expostos a riscos sistêmicos globais:** ainda que a performance desses fundos possa ser afetada pelos riscos sistêmicos globais (política monetária nas economias desenvolvidas, China, riscos geopolíticos etc), pela sua própria natureza esses fundos têm correlação baixa com os riscos sistêmicos locais. Assim, são uma boa alternativa para descolar dos cenários domésticos, ainda mais em um ano de eleições. A Western Asset oferece fundos de investimento deste tipo, tanto hedgeados (o **WA US Index 500 FI Multimercado**³ e o **Legg Mason Rare Infrastructure Value FIA IE**), como não hedgeados (o **WA FIA BDR Nível I** e o **Legg Mason Clearbridge Global Equity FIA IE**). O WA US Index 500 FI Multimercado e o WA FIA BDR Nível I têm exposição à bolsa americana, enquanto o Rare Infrastructure e o Clearbridge Global têm exposição ao mercado de renda variável global.
- **Fundos de Investimento globais menos expostos a riscos sistêmicos globais:** este tipo de fundo é o diversificador de risco por excelência. Além de compartilhar a característica dos fundos descritos acima de não estarem correlacionados com o cenário local, esses fundos também têm baixa correlação com o cenário global, pelo fato da montagem de suas carteiras não ser guiada por um benchmark. São o equivalente aos Fundos Multimercados. A Western Asset oferece, nesta categoria, o **WA Macro Opportunities FIM IE (hedgeado)** e o **WA Macro Opportunities Classe Dólar FIM IE (não hedgeado)**. A estratégia Macro Opportunities recentemente atingiu R\$ 1 bilhão de patrimônio. Além disso, a Western Asset recentemente lançou outra alternativa nesta categoria, o **Legg Mason Brandwyne Global Credit Opportunities FIM IE**, fundo hedgeado.

Resumindo & Concluindo

O ano de 2018 provavelmente será um ano com uma das menores taxas de juros reais desde o início do Plano Real. Ao mesmo tempo, será um ano bastante complexo em termos de leitura de cenário. Assim, a combinação entre a necessidade de aumento da exposição ao risco com a falta de clareza do cenário, recomenda, para aqueles que estão preocupados com a rentabilidade em 2018, a adoção de instrumentos que agreguem alfa através da assunção de riscos não sistêmicos. Isto pode ser obtido através do investimento em fundos sem benchmark, que implementem estratégias não correlacionadas com os movimentos dos principais mercados domésticos.

Por outro lado, para investidores menos sensíveis aos retornos de curto prazo (mais especificamente em 2018), o aumento da exposição a classes de ativos mais arriscadas continua fazendo sentido, como sempre. Por mais que os gestores possam agregar alfa no curto prazo, investidores que têm a capacidade de enfrentar as idas e vindas dos ciclos econômicos, normalmente obtêm retornos superiores no longo prazo quando assumem mais risco. O alfa, então, torna-se um adicional, não o objetivo principal do investidor.

² As informações referentes à rentabilidade mencionadas neste parágrafo não se constituem em promessa ou garantia de rentabilidade, podendo ocorrer de forma diferente da acima descrita dependendo de outras variáveis

³ O WA US Index 500 FI Multimercado é um fundo não classificado como Investimento no Exterior.

Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("Western Asset") e possui finalidade meramente informativa. As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste Material de Divulgação, constituem julgamento dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("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. O conteúdo deste material 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. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. 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.

DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

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

LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR, OS QUAIS PODEM SER OBTIDOS EM www.westernasset.com.br

RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA.

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

Prêmio Troféu Benchmark – Melhor Gestor de Renda Fixa 2016 - Revista Investidor Institucional, edição de Fevereiro 2017 – maiores informações sobre a apuração da premiação podem ser obtidas na própria revista. A premiação não se refere a nenhum fundo em específico.

TIPO ANBIMA DOS FUNDOS TRATADOS NESTE MATERIAL: WA MULTITRADING PREMIUM FIC FIM (Multimercado Livre) | WA LONG & SHORT FIM (Multimercado Long & Short Neutro) | WA VALUATION FIA (Ações Livre) | WA US INDEX 500 FI Multimercado (Multimercado Estratégia Específica) | WA FIA BDR NÍVEL I (Ações Livre) | LM RARE INFRASTRUCTURE VALUE FIA IE e LM CLEARBRIDGE GLOBAL EQUITY FIA IE (Ações Investimento no Exterior) | WA MACRO OPPORTUNITIES FIM IE, WA MACRO OPPORTUNITIES CLASSE DÓLAR FIM IE e LM BRANDYWINE GLOBAL CREDIT OPPORTUNITIES FIM IE (Multimercados Investimento no Exterior)

Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP, CEP 04543-011.

Caso a solução apresentada pelo SAC não tenha sido satisfatória, acesse a Ouvidoria da Western Asset pelos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5088, em dias úteis, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br; 3) e-mail ouvidoria@westernasset.com; ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, CEP 04543-011, São Paulo – SP.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada 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.