

Cenário

Na comparação com o mês de março, nosso Mapa de Riscos sinalizou em abril pouquíssimas alterações, exceto por pequena redução no indicador de apetite pelo risco, a qual foi acarretada em função do comportamento do mercado de renda fixa (gráfico 4.2). Essa tendência de manutenção dos patamares dos indicadores de risco possuiu relação com o cenário econômico e expectativas até então vigentes, que incluíam o andamento previsto das reformas previdenciária e trabalhista, e novos indícios de recuperação macroeconômica. Como exemplo dos últimos, podemos citar que em abril a criação líquida de vagas com carteira assinada^[1] se manteve positiva pela primeira vez desde novembro de 2014, considerando uma janela de três meses acumulados.

A despeito dos indicadores desta edição ainda não contemplarem os dados de maio, devemos pontuar que a próxima edição deverá sinalizar considerável alta nos indicadores de risco de mercado e de risco de crédito, devido ao evento de ordem política do dia 18/5, o qual elevou sensivelmente a volatilidade realizada, tanto no mercado de ações quanto no de renda fixa. Não obstante, abaixo antecipamos alguns exercícios realizados internamente que demonstram resultados positivos quanto a resiliência da indústria de fundos brasileira.

Como exercício de mapeamento de exposições a choques de volatilidade no mercado de renda fixa, pode-se destacar a quantificação do risco de taxa de juros ao qual a indústria de fundos de investimento regulada pela ICVM 555 está exposta. Considerando os fundos abertos, não exclusivos e não dedicados a investimentos em cotas^[2], constata-se que 2992 fundos de um universo de 3981 possuem diretamente títulos públicos ou operações compromissadas em sua carteira, dos quais aproximadamente 49% são títulos pré-fixados, num valor próximo a R\$ 507 bi.

Desses R\$ 507 bi, aproximadamente 45% do valor concentra-se nos 10 maiores fundos com exposição a títulos públicos em sua carteira. No entanto, 9 desses 10 fundos são fundos previdenciários, o que reduz sensivelmente o risco de uma corrida a resgates, devido a própria dinâmica dessa indústria. Além disso, apesar do alto valor nominal de títulos pré-fixados em carteira, é necessário levar em conta que parte da exposição “pré” tende a ser neutralizada por swaps pré-DI (construção de “LFTs sintéticas”), o que, em teoria, transfere o risco da indústria de fundos em direção a outros setores do mercado financeiro (normalmente ao sistema bancário, que atua como contraparte). Sobre esse aspecto especificamente, os ajustes de posições foram pagos pelas instituições financeiras sem qualquer trauma, bem como não se observou qualquer movimento em termos de liquidez que mereça algum destaque.

Aprofundando-se no risco de volatilidade no mercado de renda fixa, considerando a duration de cada título pré-fixado mantido em carteira na época^[3], um choque paralelo de 130 pontos base na curva de juros pré-DI, e de 100 pontos base na curva de NTN-B^[4] (choques em linha com a média observada no dia 18), e ignorando efeitos de diversificação de carteira, a possível perda estimada seria da ordem de 5,4% do valor dos títulos pré-fixados. Considerando que os títulos pré-fixados

correspondem a aproximadamente 21% da carteira consolidada do universo de fundos mencionado, o impacto sobre a última seria da ordem de 1,15%, levando-nos a concluir que o impacto sobre a indústria de fundos seria baixo, o que é um fator positivo.

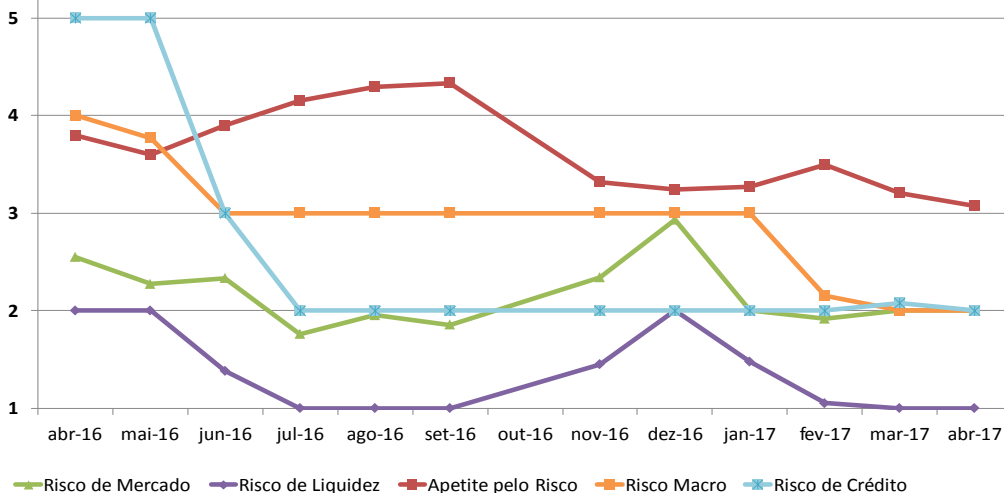
No que tange a debêntures, ativos que combinam risco de taxa de juros e risco de crédito corporativo, o universo de 3981 fundos detinha na mesma data apenas R\$ 57,7 bi, o que corresponde a apenas 2,4% de sua carteira consolidada. Por fim, quanto à exposição a ações, o universo de fundos citado detinha R\$ 75,3 bi, o que corresponde a apenas 3,1% de sua carteira consolidada, comprovando que o conservadorismo da indústria de fundos a torna resiliente, ao menos no agregado, a choques de volatilidade como aqueles observados no dia 18/5.

Por fim, no que tange o cenário externo, no início do mês de maio consolidou-se a derrota da candidata Le Pen na França, o que fez com que o risco de um evento extremo (como a saída da União Europeia) fosse atenuado, refletindo-se numa queda contínua no CDS soberano francês (gráfico 1.4). Dessa maneira, podemos concluir que a incerteza geopolítica na Europa permanece como tópico relevante para a identificação de riscos, porém com menores possibilidades de acarretar maiores impactos no curto prazo.

Mapa de Riscos - Evolução

Fonte: Bloomberg; CVM. Elaboração: ASA/CVM.

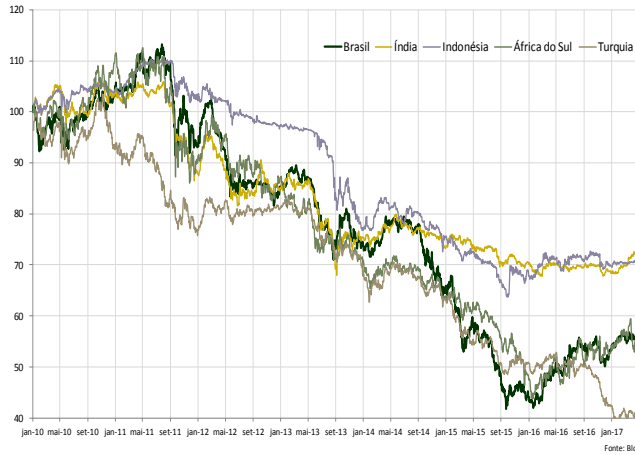
Nota: Variações nos cenários representados pelo mapa são calculadas a partir de indicadores selecionados deste “Boletim”; pontos mais distantes do centro significam maiores riscos ou maior apetite pelo risco. Para uma descrição dos critérios utilizados para a construção do mapa, ver a seção “Notas Metodológicas”.



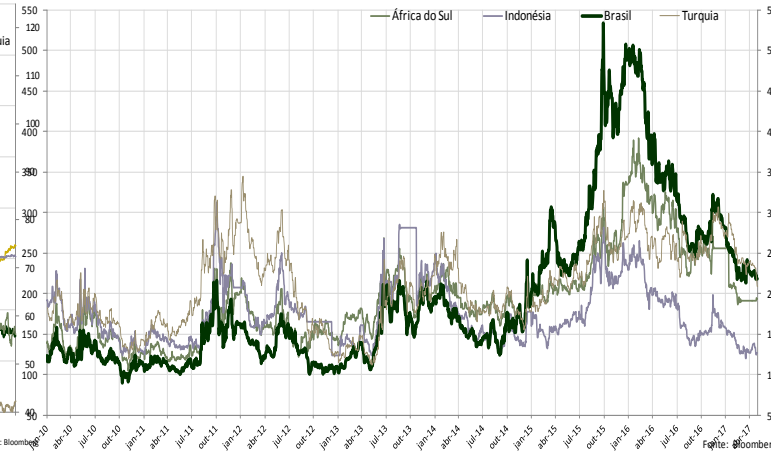
Nota: a data de corte das informações é 28/04/2017. Para mais detalhes sobre os indicadores, ver Notas Metodológicas na penúltima página. Notas de Referência na última página.

1. Riscos Macroeconômicos

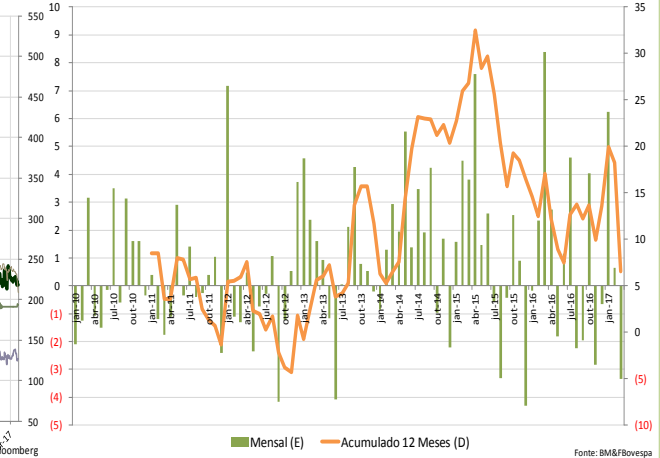
1.1. Desempenho de moedas selecionadas contra o dólar - (2 jan. 2010 - 28 abr. 2017)



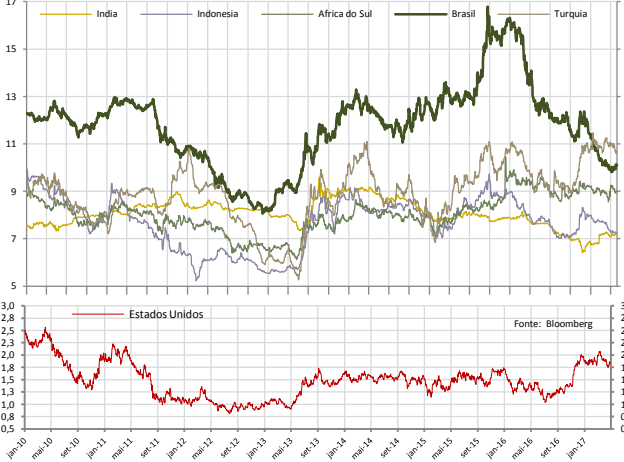
1.3. CDS Soberanos (p.b.) - Emergentes (2 jan. 2010 - 28 abr. 2017)



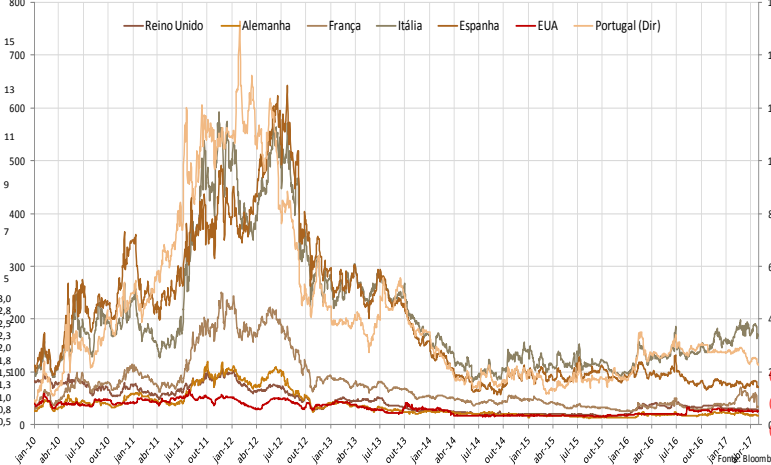
1.5. Investimento Estrangeiro em Bolsa (US\$ bilhões) - (jan. 2010 - abr. 2017)



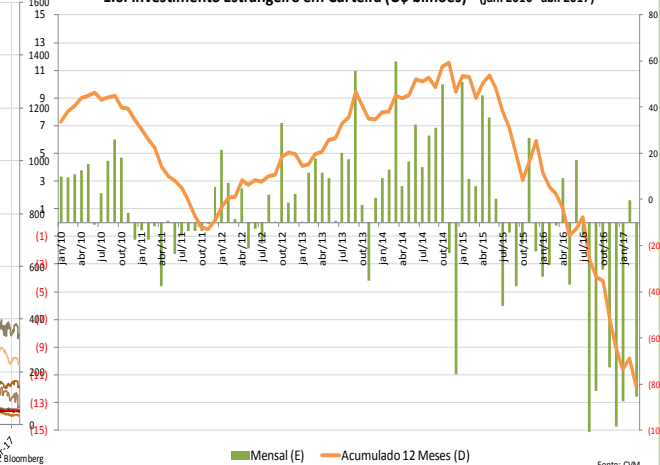
1.2. Taxa de Juros (% a.a.) - Títulos Públicos (2 jan. 2010 - 28 abr. 2017)



1.4. CDS Soberanos (p.b.) - EUA e Europa (2 jan. 2010 - 28 abr. 2017)



1.6. Investimento Estrangeiro em Carteira (US\$ bilhões) - (jan. 2010 - abr. 2017)

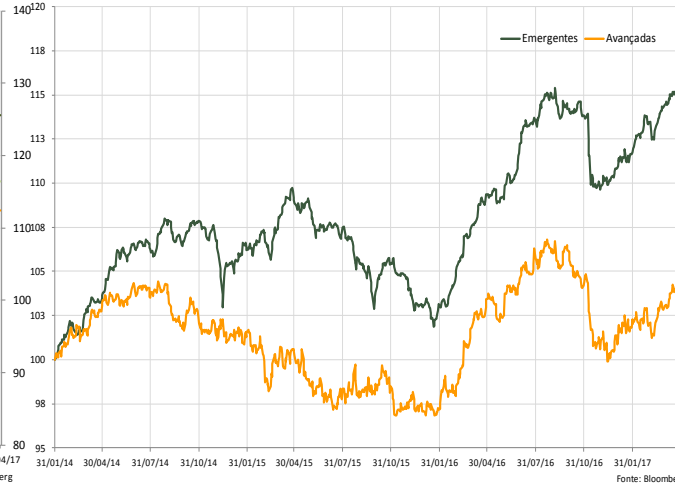


2. Risco de Mercado

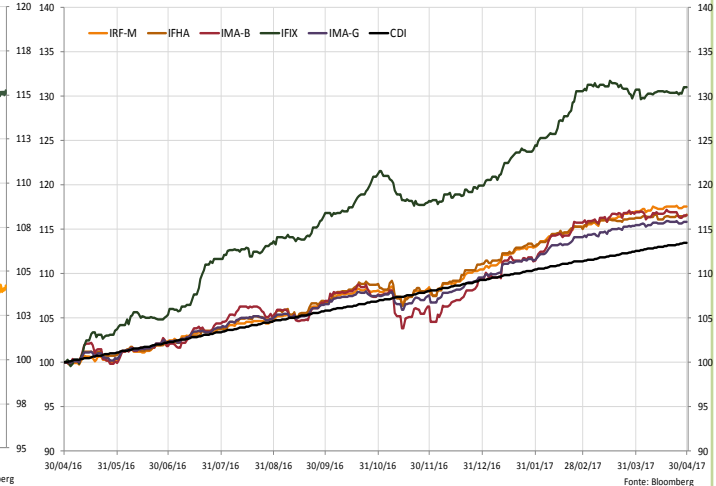
2.1. Índices de ações (MSCI) - últimos 12 meses (em dólar)



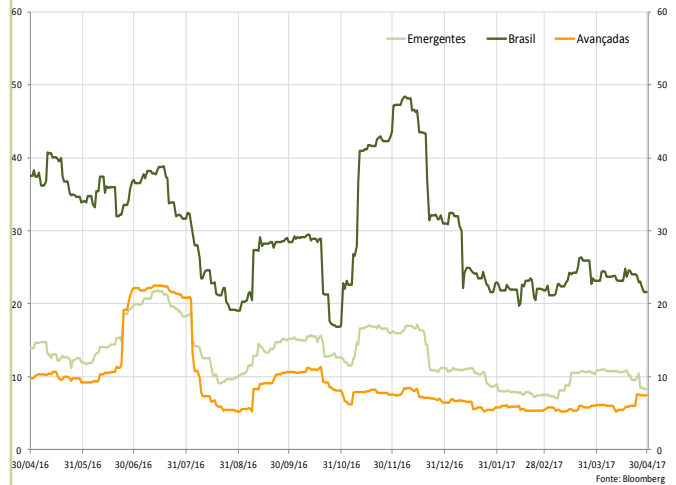
2.3. Índices de títulos corporativos - últimos 12 meses (em dólar)



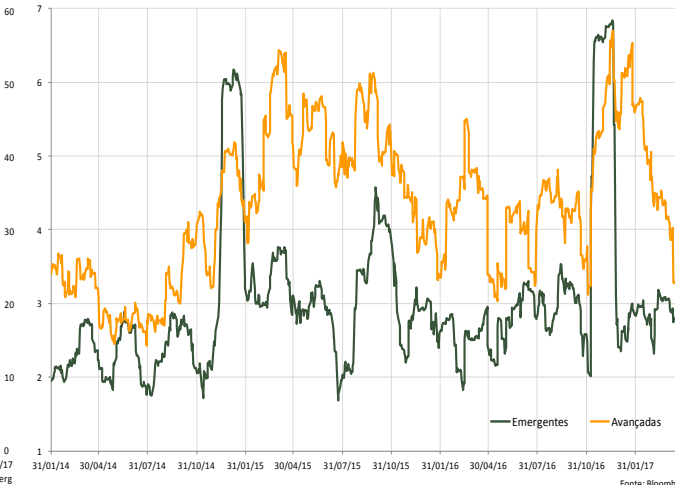
2.5. Índices de referência para fundos de investimento - últimos 12 meses



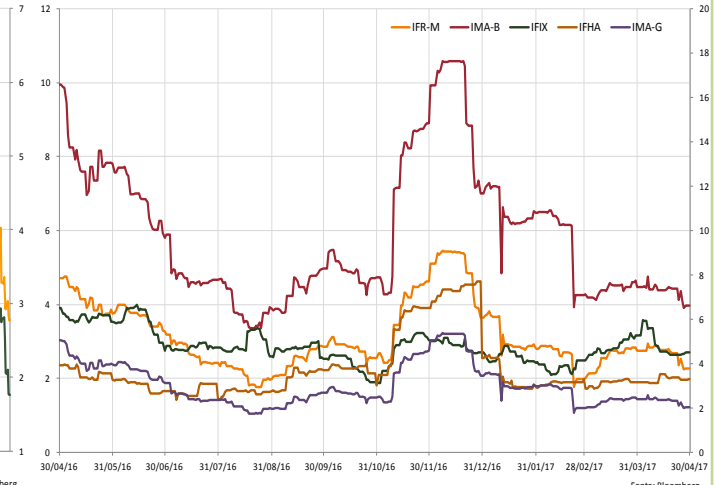
2.2. Índices de ações (MSCI) - volatilidade anualizada % (30d)



2.4. Índices de títulos corporativos - volatilidade anualizada % (30d)

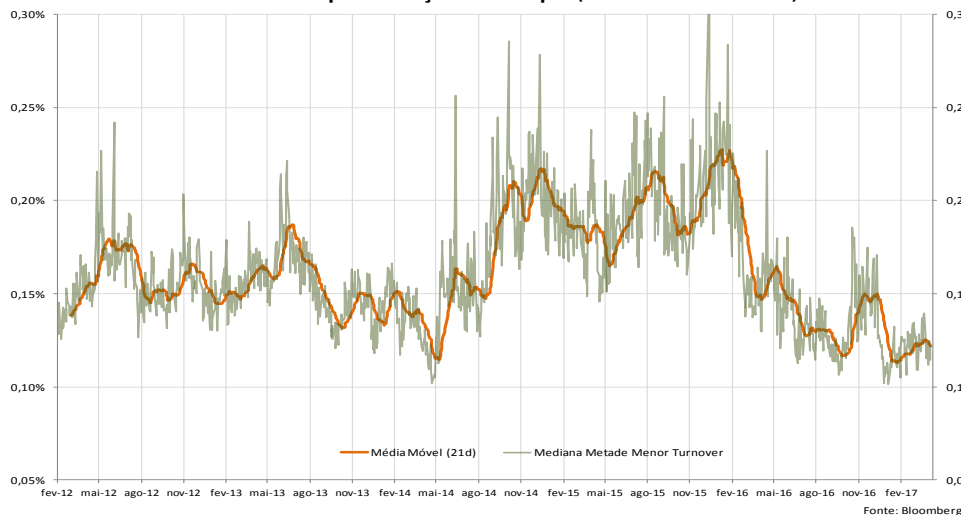


2.6. Índices de referência para fundos - volatilidade anualizada % (30d)

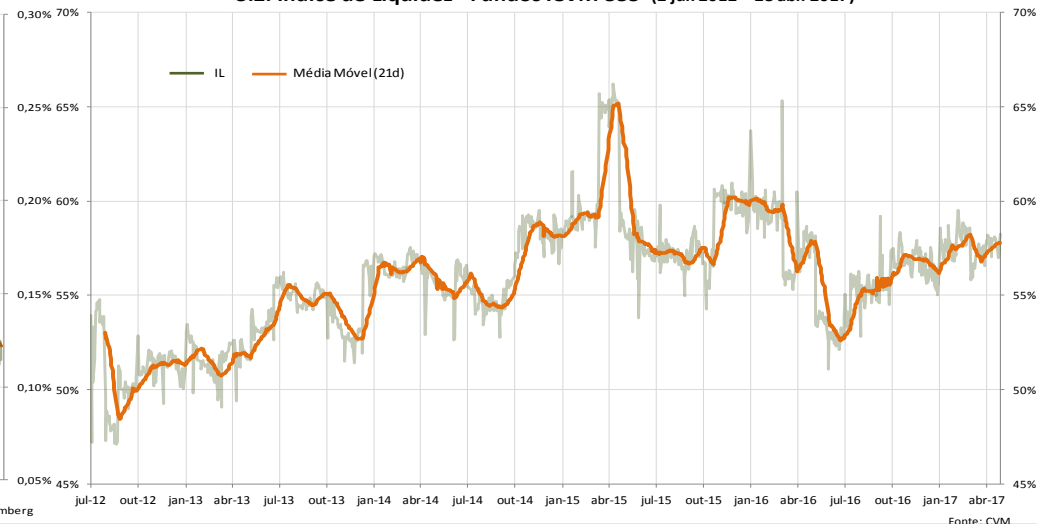


3. Risco de Liquidez

3.1. Bid-Ask Spread - Ações Ibovespa (23 fev. 2012 - 28 abr. 2017)

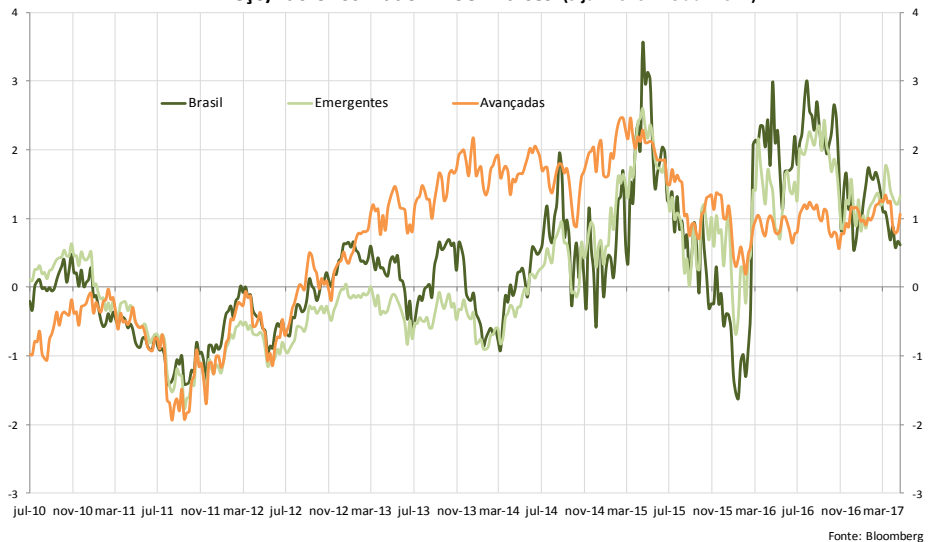


3.2. Índice de Liquidez - Fundos ICVM 555 (2 jul. 2012 - 28 abr. 2017)

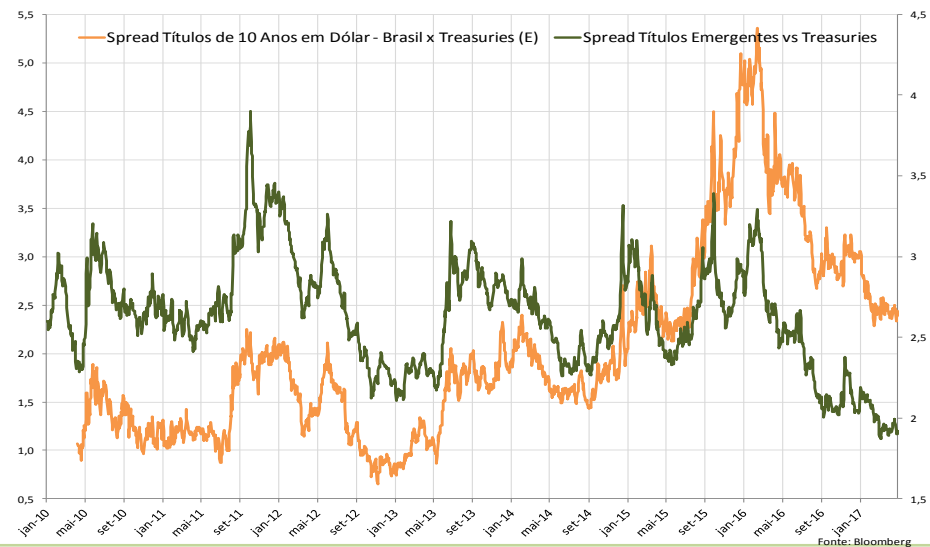


4. Appetite pelo Risco

4.1. Preço/Lucro Estimado - MSCI Indices (9 jul. 2010 - 28 abr. 2017)



4.2. Spreads vs US Treasuries (% a.a.) (1 jan. 2010 - 28 abr. 2017)



5. Risco de Crédito

5.1. Índice Médio de Probabilidade de Default - 4 jan. 2010 - 28 abr. 2017



Cenário - Notas de Referência

[\[1\]](#) Fonte: CAGED.

[\[2\]](#) Dados de 31/1/2017. Fonte: Economática.

[\[3\]](#) Fonte: Bloomberg.

[\[4\]](#) Choque similar assumido para as NTN-C.

Notas Metodológicas Os gráficos e análises deste relatório são, completamente ou parcialmente, baseados em dados não proprietários da CVM, incluindo dados de provedores comerciais e autoridades públicas. A CVM utiliza estes dados em boa fé e não se responsabiliza por sua precisão ou completude. O conteúdo deste relatório é meramente analítico e não constitui nem implica em recomendações de investimento.

Mapa de Riscos

Risco Macro: média aritmética mensal dos desvios padronizados (Z-score) da janela móvel de 2500 dias do CDS soberano brasileiro (gráfico 1.3). Intervalos de Z-score correspondentes a Escala de Risco: Acima de 2dp => 5; Entre 1,5 e 2dp => 4; Entre 0,5 e 1,5dp => 3; Entre -1 e 0,5dp => 2; Abaixo de -1dp => 1.

Risco de Mercado: média simples da média aritmética mensal dos desvios padronizados (Z-score) da janela móvel de 1250 dias da volatilidade anualizada de 30 dias dos índices MSCI Brasil e Anbima IMA-Geral. Intervalos de Z-score para ambos indicadores correspondentes a Escala de Risco: Acima de 2dp => 5 Entre 1,5 e 2dp => 4; Entre 0,5 e 1,5dp => 3; Entre -1 e 0,5dp => 2; Abaixo de -1dp => 1.

Risco de Liquidez: média aritmética mensal dos desvios padronizados (Z-score) da janela móvel de 1250 dias (ou máxima, caso o número de observações seja inferior) do indicador de bid-ask spread (gráfico 3.1). Intervalos de Z-score correspondente a Escala de Risco: Acima de 2dp => 5 Entre 1,5 e 2dp => 4; Entre 0,5 e 1,5dp => 3; Entre -1 e 0,5dp => 2; Abaixo de -1dp => 1.

Apetite Pelo Risco: média simples da média mensal do Índice Preço/Lucro Estimado (gráfico 4.1), com peso 0,5, e do Z-score das janelas móveis de 1250 dias dos dois gráficos que compõem o indicador de Spreads vs US Treasuries (gráfico 4.2), cada gráfico com peso igual a 0,25. Intervalo de Z-score para Índice Preço/Lucro Estimado correspondente a Escala de Risco: Acima de 2dp => 5 Entre 1,5 e 2dp => 4; Entre 0,5 e 1,5dp => 3; Entre -1 e 0,5dp => 2; Abaixo de -1dp => 1. Intervalo de Z-score para Indicador de Spread Títulos de Emergentes vs US Treasuries correspondentes a Escala de Risco: Abaixo de -2dp => 5 Entre -1,5 e -0,5dp => 4; Entre -0,5 e 1dp => 3; Entre 1 e 2dp => 2; Acima de 2dp => 1.

Risco de Crédito: o Índice Médio de Probabilidade de Default (descrito abaixo, correspondente ao gráfico 5.1) é transformado diariamente num número de 1 a 5 com base nos desvios padronizados (Z-score) da janela móvel de 1250 dias do indicador, e posteriormente calcula-se a média aritmética mensal. Intervalos de Índice correspondentes a Escala de Risco: Acima de 2dp => 5 Entre 1,5 e 2dp => 4; Entre 0,5 e 1,5dp => 3; Entre -1 e 0,5dp => 2; Abaixo de -1dp => 1.

Macro-ambiente

Desempenho de moedas selecionadas contra o dólar. Evolução diária do dólar americano em relação às moedas locais de alguns países emergentes usualmente comparados ao Brasil.

Taxa de Juros. Evolução diária das taxas de juros anuais dos títulos públicos (em moeda local), calculadas a partir dos índices de títulos da Bloomberg, dos EUA e de alguns países emergentes usualmente comparados ao Brasil.

CDS (Credit Default Swap). Contrato derivativo de crédito no qual o comprador realiza uma série de pagamentos (conhecida como “spread” ou “prêmio”) ao vendedor em troca de proteção contra evento de crédito (default) relacionado ao emissor do ativo. Quanto maior a probabilidade de default, maior será o prêmio do CDS, funcionando como medida de risco de crédito da entidade de referência. Os gráficos refletem o comportamento diário do preço de fechamento (em pontos-base) dos CDS soberanos (5 anos) de alguns países emergentes usualmente comparados ao Brasil, dos EUA e de alguns países europeus mais acompanhados pelos analistas.

Investimento Estrangeiro em Bolsa. Fluxo mensal líquido dos investimentos estrangeiros no mercado secundário da bolsa, segmento Bovespa (ações e derivativos de ações).

Investimento Estrangeiro em Carteira. Fluxo mensal líquido de investidores não residentes de acordo com a ICVM 560, captando unicamente fluxos de investimento em mercados organizados no Brasil, não correspondendo ao conceito do Balanço de Pagamentos..

Risco de Mercado

MSCI Indices. Índices de ações calculados pela Morgan Stanley Capital International. O MSCI World Index (denominado, neste boletim, como ‘Avançadas’) reflete a performance dos mercados acionários de 24 países desenvolvidos. O MSCI Emerging Markets Index (aqui denominado como ‘Emergentes’) mede o desempenho das ações de companhias de 21 países emergentes, incluindo os BRICs. A MSCI também avalia os mercados individualmente, como é o caso do MSCI Brazil Index.

Índices de títulos corporativos. Índices desenvolvidos pela Bloomberg para medir o desempenho de títulos pré-fixados de dívida corporativa, de grau de investimento, denominados em dólar. O BIEM Index (aqui denominado como ‘Emergentes’) refere-se a títulos privados de emissores nos mercados emergentes, enquanto que o BCOR Index (denominado, neste boletim, como ‘Avançadas’) aos emissores dos países desenvolvidos. Na metodologia da Bloomberg, os títulos são ponderados pelo valor de mercado, sendo que o peso do Brasil no BIEM index é de aproximadamente 22%.

Índices de referência para fundos de investimento. IRF-M = índice composto por uma cesta de títulos públicos federais pré-fixados (LTN e NTN-F). Serve como *benchmark* para as aplicações de renda fixa pré-fixadas. IMA-B = índice de renda fixa que representa a evolução, a preços de mercado, de uma carteira de títulos públicos federais atrelados ao IPCA (NTN-B). IHFA = índice representativo da indústria de hedge funds no Brasil, cujo valor é reflexo, em moeda corrente, da evolução de uma aplicação hipotética em cotas de uma cesta de fundos multimercados selecionados de acordo com metodologia da ANBIMA. IFIX = carteira teórica composta pelas cotas de fundos imobiliários mais negociados na bolsa e serve para medir o desempenho da indústria de FIIs no Brasil. IMA-G = média ponderada dos retornos diários dos índices IMA-B, IMA-C (títulos públicos federais atrelados ao IGPM), IMA-S (títulos públicos federais pós fixados) e IRF-M.

Volatilidade. É uma medida de dispersão dos retornos de um título ou índice de mercado. A volatilidade 30d refere-se ao desvio-padrão anualizado das variações de preço (fechamento) nos últimos 30 dias de negociação, expresso como uma percentagem. É um dos parâmetros mais frequentemente utilizados como forma de mensurar o risco de mercado de um ativo financeiro. Quanto maior a volatilidade, maior o risco de preço do ativo considerado.

Risco de Liquidez

Bid/Ask Spread. É a diferença entre os preços de venda (ask) e compra (bid) de um ativo, sendo utilizada como uma medida da profundidade do mercado. Na comparação de diferentes ativos, é comum referir-se à razão do spread em relação ao seu preço médio. Quanto menor esta percentagem, maior a liquidez do ativo. O gráfico refere-se à mediana do spread da metade das ações da carteira teórica do Ibovespa com menor volume de negócios acumulado num determinado mês.

Índice de Liquidez – Fundos ICVM 555. Razão entre o valor dos Ativos Líquidos (de acordo com a definição da ICVM 512) e do Patrimônio Líquido ajustado do dia, expresso em percentagem. Na construção da série histórica diária, foram excluídos os Fundos de Cotas (FIC).

Apetite pelo Risco

Índice Preço/Lucro Estimado (P/L). O quociente da divisão do preço corrente pelo lucro líquido por ação estimado para os próximos 12 meses, de acordo com o consenso médio de analistas de mercado, excluídas empresas com projeção de prejuízo por ação. Assim, o P/L é o tempo que se levaria para reaver o capital aplicado na compra de uma ação, pelo recebimento do lucro gerado por uma empresa. Um elevado P/L indica que as ações da companhia estão sobrevalorizadas em relação à sua performance recente. Inversamente, um baixo P/L aponta que as ações estão subvalorizadas em comparação com seu potencial de lucro. Neste Boletim, a avaliação por país ou região é realizada tendo como referência os dados semanais dos P/L dos índices de ações da MSCI. A unidade refere-se aos desvios padronizados (z-score) em relação à média móvel das últimas 250 semanas de negociação. Desta forma, mais de 2 desvios-padrão indicam que as ações, em média, estão sobrevalorizadas (+2 d.p.) ou subvalorizadas (-2 d.p.).

Spreads vs US Treasuries. Spread Títulos Emergentes vs Treasuries: Diferença entre o retorno exigido para uma cesta de títulos corporativos e públicos (investment grade) de países emergentes em relação ao rendimento dos títulos do Tesouro dos EUA, expressa em percentagem anual. Os cálculos têm como referência o BEMI Index (índice composto de títulos corporativos e públicos de países emergentes) e o BUSY Index (índice de títulos do Tesouro dos EUA), ambos desenvolvidos pela Bloomberg. O peso do Brasil no BEMI Index é de cerca de 20%.

Spread Títulos de 10 Anos em Dólar – Brasil x Treasuries: Diferença entre o retorno exigido para um título genérico de 10 anos emitido pelo governo brasileiro e negociado em dólar, calculado pela Bloomberg, e retorno análogo para um título americano, também calculado pela Bloomberg.

Risco de Crédito

Índice Médio de Probabilidade de Default. Indicador diário construído para captar a probabilidade média de default das empresas negociadas na Bovespa. O cálculo do indicador prossegue da seguinte forma: para cada dia de pregão e para toda a amostra de companhias disponível na data, calcula-se a média ponderada (por valor de mercado das companhias que compõem a amostra na data) dos indicadores de probabilidade de default dentro de um ano (“BB_1YR_DEFAULT_PROB”), conforme disponibilizado pela Bloomberg.