

Cenário

Na comparação com o mês de abril, nosso Mapa de Riscos sinalizou em maio alteração relevante de alta no indicador de risco de mercado^[1], acarretada em função do choque de volatilidade oriundo do dia 18/5, este de ordem política. Muito embora o indicador de apetite pelo risco tenha se mantido estável^[2], o Gráfico 4.1 ilustra os efeitos do choque na data sobre o mercado nacional de renda variável e o Gráfico 4.2 faz o mesmo para o mercado de renda fixa. Por fim, a despeito de no mês o indicador de risco de liquidez ter se mantido inalterado, o Gráfico 3.1 ressalta uma duplicação nos valores de bid-ask spread no dia 18/5, evidenciando a queda de liquidez naquele dia.

Sumarizaremos agora alguns dos efeitos do choque do dia 18/5 sobre indicadores macroeconômicos, considerando o final do dia 17/5 como ponto de partida. O Gráfico 1.3 mostra o efeito do choque sobre o CDS soberano (60 pontos base no dia e 30 pontos do choque até o final do mês); o Gráfico 1.2 mostra o efeito do choque sobre um índice de títulos soberanos (180 pontos base no dia e 75 pontos até o final do mês); o Gráfico 1.1, finalmente, faz o mesmo para o câmbio (desvalorização acumulada da moeda nacional de 7,1% no dia e de 2,6% até o final do mês).

Por sua vez, o índice IBOVESPA observou queda acumulada de 8,8% no dia e de 7,1% até o final do mês^[3]. Mais especificamente sobre esse índice, das 59 ações que o compunham no período de 18/5 ao final do mês de maio, apenas 11 forneceram contribuição positiva ao retorno do índice (71 pontos base), sendo que a maioria dessas empresas mostrou resultados positivos em função de seu modelo de negócios ser beneficiado com a desvalorização cambial ocorrida no período. Quanto às demais empresas que forneceram contribuição negativa ao índice, destacam-se as empresas do setor financeiro e a JBS (esta respondendo por 21 pontos base da queda acumulada de 710 pontos)^[4].

Com relação aos fundos de investimento^[5], segue uma breve análise de exposição ao grupo J&F, captação líquida e rentabilidade por categoria de fundo, levando em consideração o cenário descrito até então. Primeiro, quanto à exposição ao grupo J&F, a exposição líquida agregada^[6] mapeada antes do choque chegou a valores próximos a R\$ 1 bi, dos quais se pode ressaltar que uma fatia correspondia a 0,6% do patrimônio dos fundos de ação e outra a 0,1% do patrimônio dos fundos multimercado. Considerando a amostra como um todo, apenas em 32 fundos esse percentual encontrava-se acima de 5%, sendo apenas um deles classificado como renda fixa.

Segundo, com relação à captação líquida dos fundos, verificou-se no dia 18/5 um movimento de saída de fundos de renda fixa referenciados^[7] em direção a outras categorias de fundos de renda fixa (simples e curto prazo^[8]) e a demais categorias de fundos^[9]. Analisando a captação líquida a partir do dia 18/5 até o final do mês, verifica-se que apenas fundos cambiais e fundos de renda fixa simples observaram captação líquida positiva.

Mais especificamente, do dia 18/5 até o final do mês, verificaram-se resgates líquidos agregados no montante de R\$ 26,7 bi, sendo R\$ 25,4 bi concentrados nos fundos de renda fixa, seguidos por R\$ 1,4bi em fundos multimercados e R\$ 100 mi nos fundos de ações^[10]. Considerando a captação líquida em relação ao patrimônio líquido do dia 17 e segregando a amostra por faixas de exposição percentual ao grupo J&F, não foi encontrada correlação positiva entre resgates líquidos e exposição

ao grupo J&F nos fundos multimercado^[11], enquanto que para os fundos de ações houve apenas alguns indícios de correlação positiva^[12], podendo sugerir que a exposição ao grupo J&F não foi, por si só, grande direcionador de resgates líquidos.

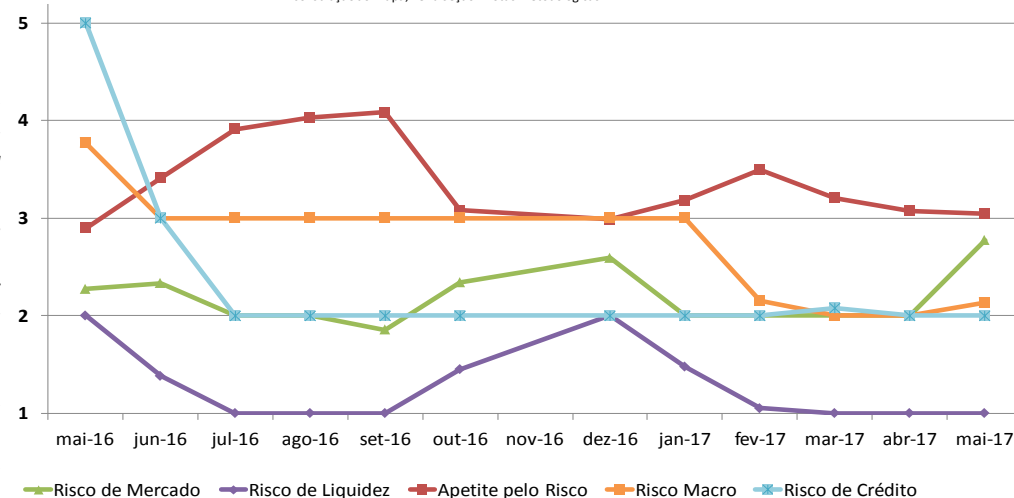
Por fim, quanto à rentabilidade dos fundos, a média geral de retorno acumulado no dia 18/5 foi de -2,6%, reduzindo as perdas para -1,3% no acumulado até o dia 31/5. Observando por categorias, a média do retorno dos fundos de renda fixa recuperou-se de -0,9% no dia 18/5 para alta de 1,25% no acumulado até o dia 31/5, ao passo que os fundos de ações, no mesmo período, recuperaram-se de retorno médio de -7,5% para -6% (quedas abaixo do IBOVESPA) e os fundos multimercado recuperaram-se de retorno médio de -2,1% para -1,2%^[13]. Apenas os fundos cambiais registraram retornos acumulados positivos em ambos os períodos.

Dessa maneira, podemos concluir que a indústria de fundos em seu agregado se mostrou resiliente ao choque de volatilidade do dia 18/05, conforme preliminarmente indicado no Boletim de Risco 43, apresentando baixo patamar de resgates líquidos apesar do cenário turbulento, além de uma média de retornos acumulados acima do IBOVESPA, para o mesmo período, no caso dos fundos de ações.

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".

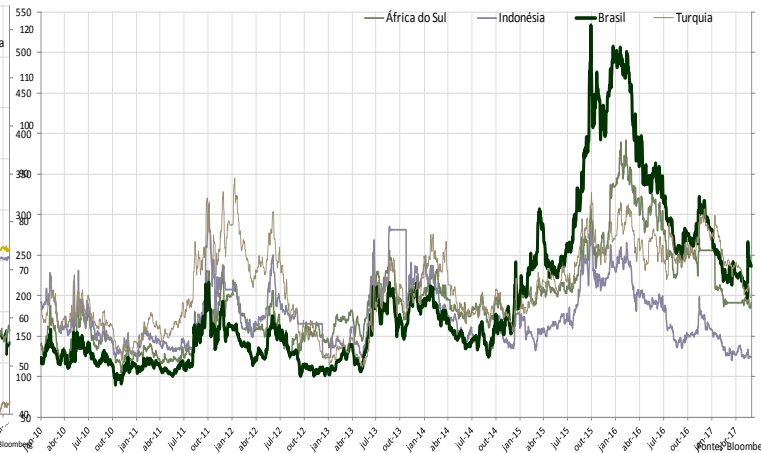


1. Riscos Macroeconômicos

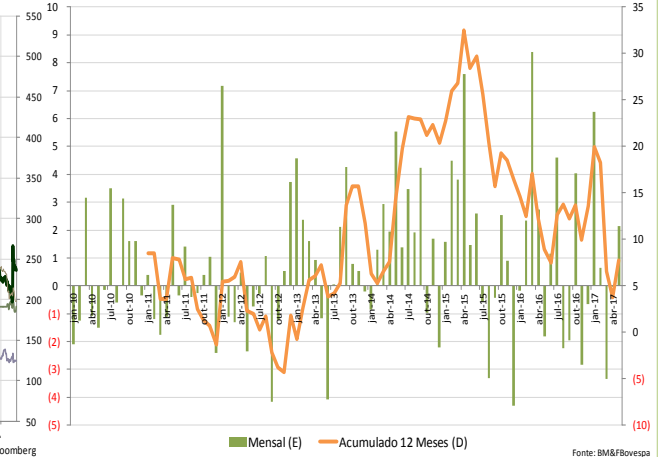
1.1. Desempenho de moedas selecionadas contra o dólar - (2 jan. 2010 - 31 mai. 2017)



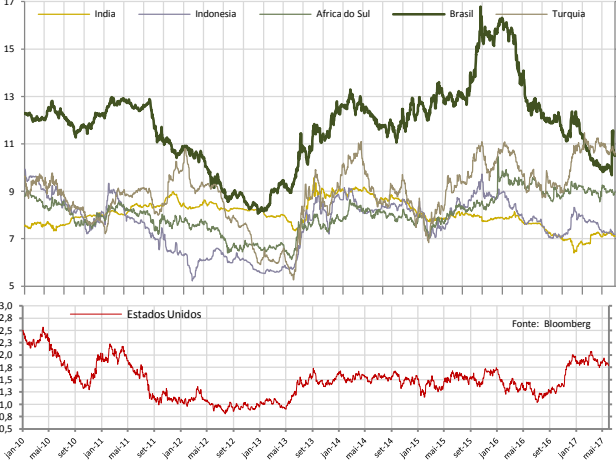
1.3. CDS Soberanos (p.b.) - Emergentes (2 jan. 2010 - 31 mai. 2017)



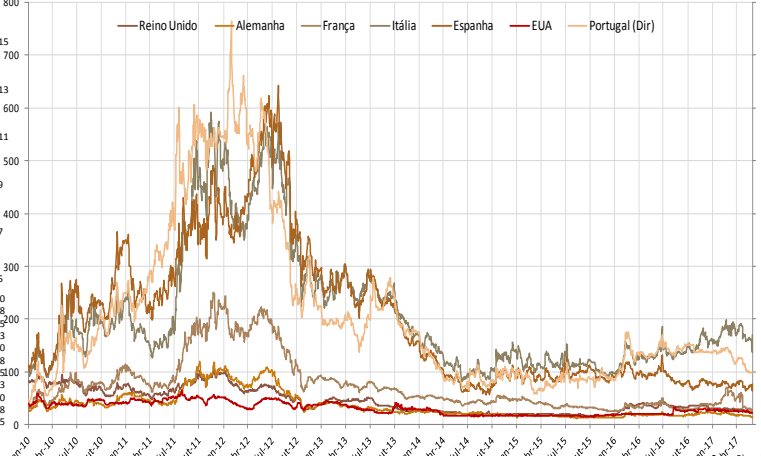
1.5. Investimento Estrangeiro em Bolsa (US\$ bilhões) - (jan. 2010 - mai. 2017)



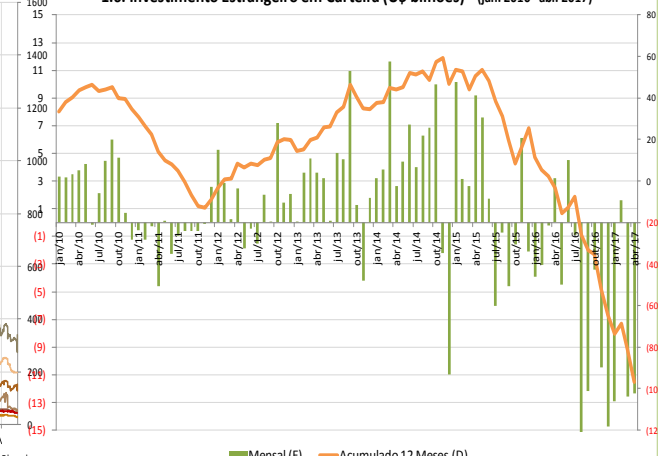
1.2. Taxa de Juros (% a.a.) - Títulos Públicos (2 jan. 2010 - 31 mai. 2017)



1.4. CDS Soberanos (p.b.) - EUA e Europa (2 jan. 2010 - 31 mai. 2017)

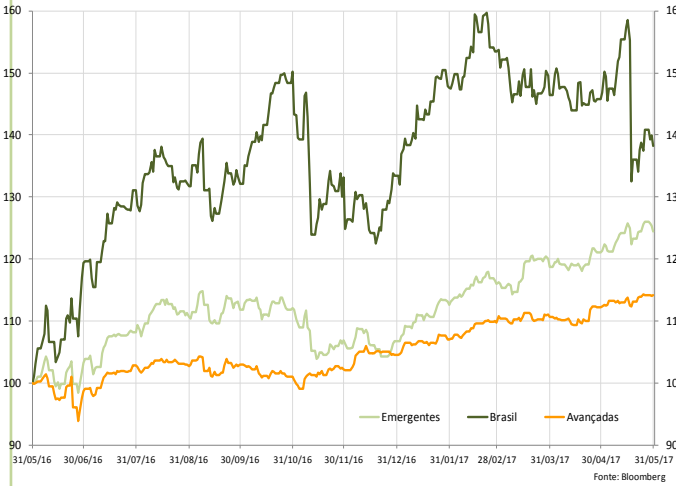


1.6. Investimento Estrangeiro em Carteira (US\$ bilhões) - (jan. 2010 - abr. 2017)

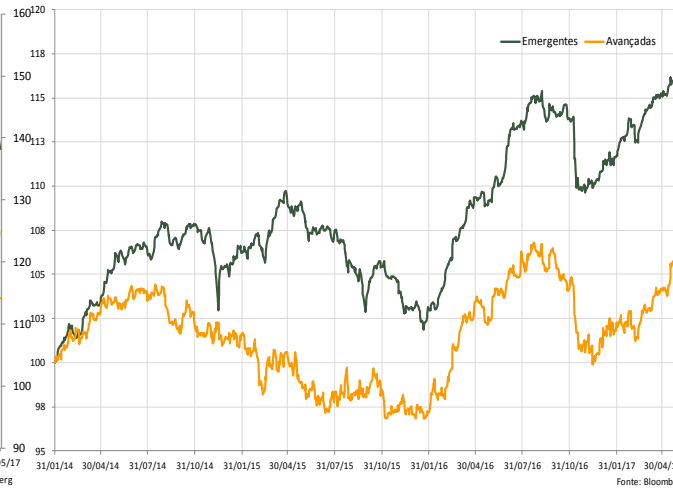


2. Risco de Mercado

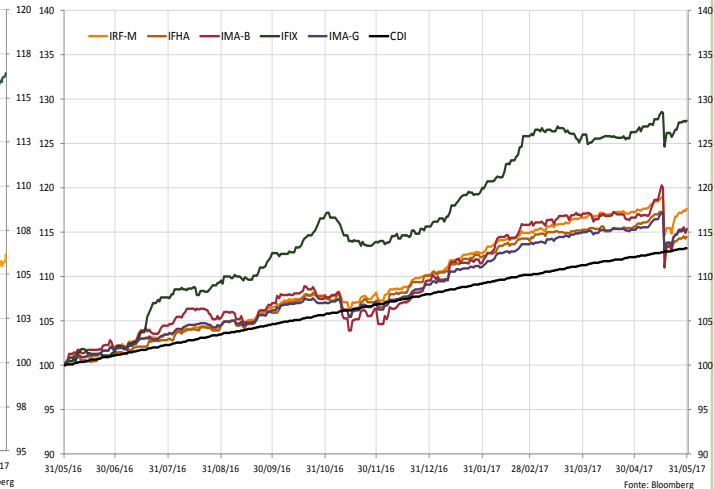
2.1. Índices de ações (MSCI) - últimos 12 meses (em dólar)



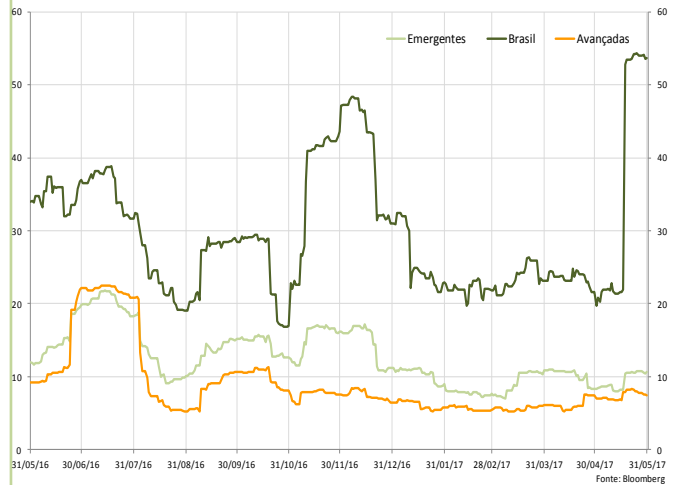
2.3. Índices de títulos corporativos - últimos 12 meses (em dólar)



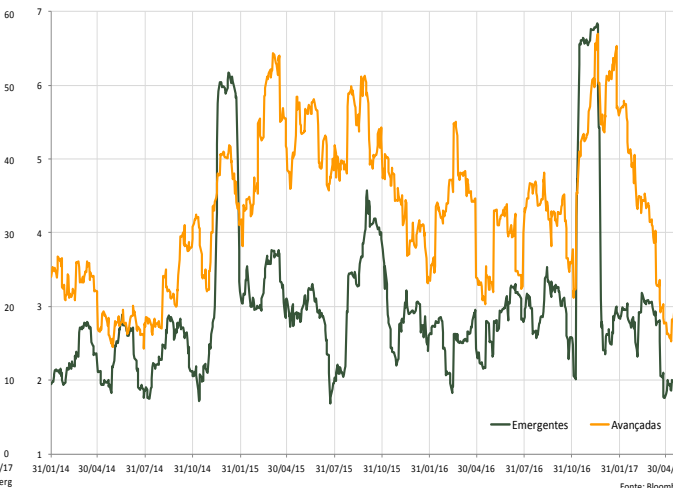
2.5. Índices de referência para fundos de investimento - últimos 12 meses



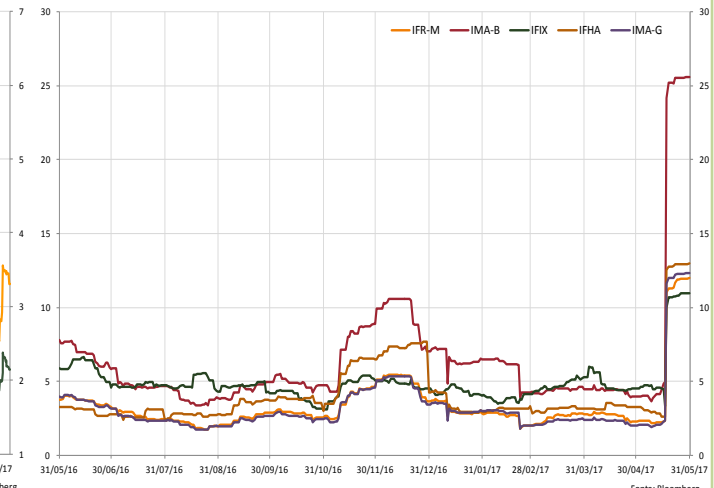
2.2. Índices de ações (MSCI) - volatilidade anualizada % (30d)



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

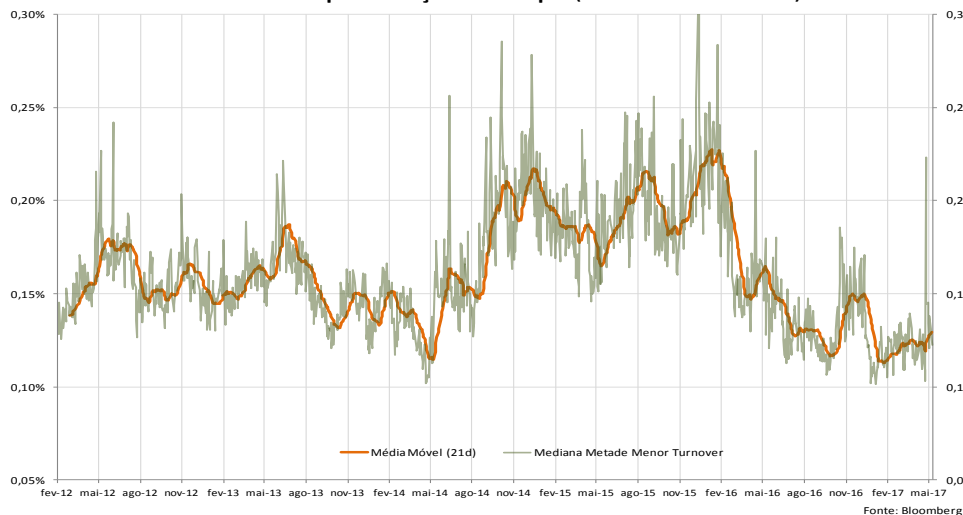


2.6. Índices de referência para fundos - volatilidade anualizada % (30d)

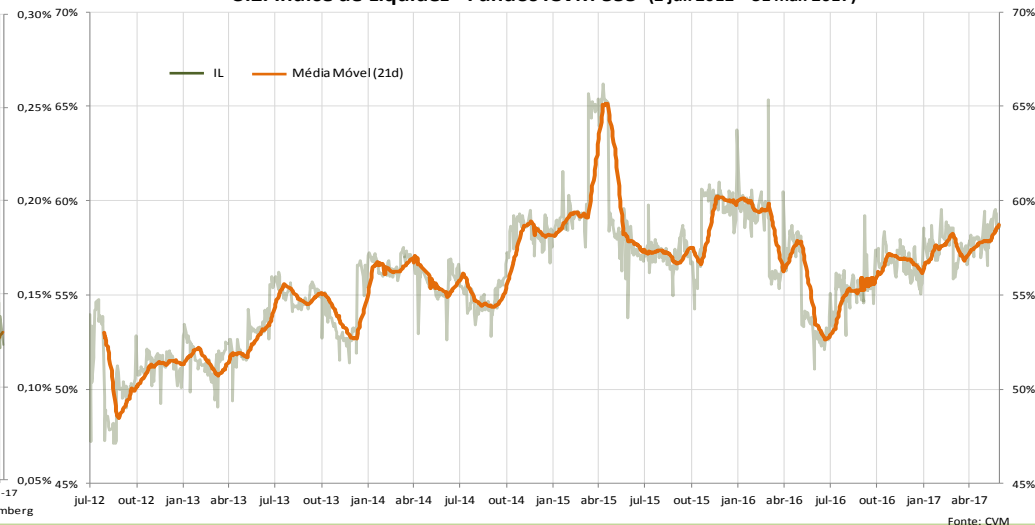


3. Risco de Liquidez

3.1. Bid-Ask Spread - Ações Ibovespa (23 fev. 2012 - 31 mai. 2017)

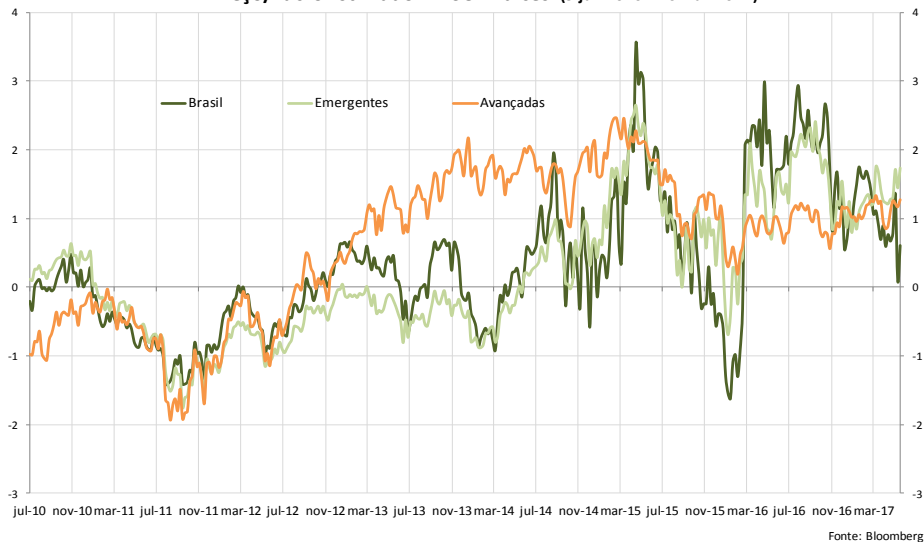


3.2. Índice de Liquidez - Fundos ICVM 555 (2 jul. 2012 - 31 mai. 2017)

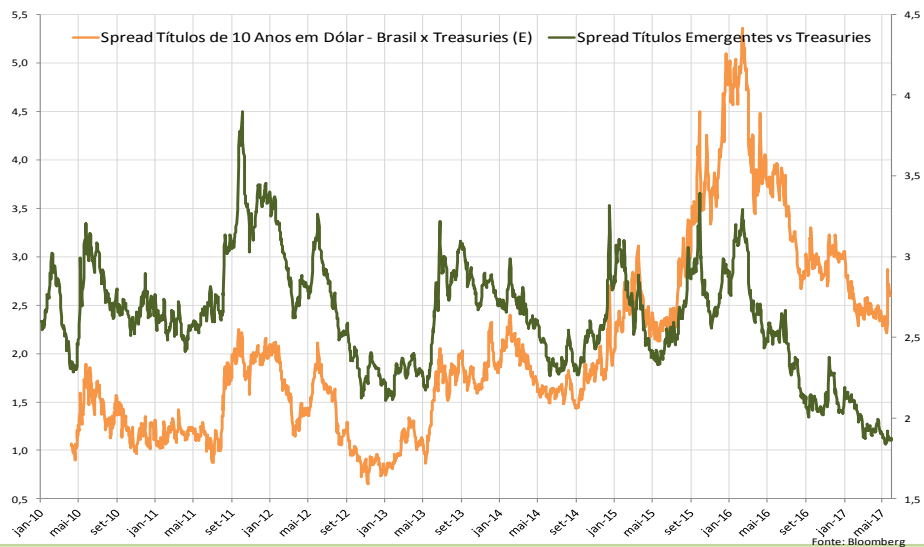


4. Appetite pelo Risco

4.1. Preço/Lucro Estimado - MSCI Índices (9 jul. 2010 - 26 mai. 2017)



4.2. Spreads vs US Treasuries (% a.a.) (1 jan. 2010 - 31 mai. 2017)



5. Risco de Crédito

5.1. Índice Médio de Probabilidade de Default - 4 jan. 2010 - 31 mai. 2017



Cenário - Notas de Referência

[1] Checar Gráficos 2.1 e 2.2 para efeitos sobre renda variável e os Gráficos 2.5 e 2.6 para efeitos sobre renda fixa.

[2] Como os valores levam em conta a média do mês, o choque não foi suficiente para mover o indicador.

[3] Dados: Bloomberg.

[4] Fonte: Bloomberg.

[5] Fundos ICVM 555 não exclusivos, exclusive fundos de cotas, ativos no período de 17/5 a 31/5. Fonte: Economática.

[6] Deduzem-se posições vendidas de posições compradas, levando em conta o valor de mercado reportado na última carteira disponível da cada fundo. Dados de 17/5.

[7] Resgates líquidos de R\$ 5,8 bi.

[8] Captação líquida de R\$ 0,7 bi.

[9] Fundos de ações, cambial e multimercados apresentaram captações líquidas de R\$ 56 mi, R\$ 175 mi, e R\$ 1,1 bi respectivamente.

[10] Correspondendo, respectivamente, a 1,2%, 0,3% e 0,1% do patrimônio líquido da amostra pertencente a essa classe, tendo como base o dia 17/5.

[11] O resultado foi o oposto, já excluindo fundos com captação líquida acima ou abaixo de 20% do patrimônio e igual a zero.

[12] Segregando em grupos de fundos com exposição abaixo a zero (posições líquidas vendidas); maior que zero e menor que 2%; entre 2% e 5%; acima de 5%, as médias das captações líquidas até o final do mês, em relação ao patrimônio do dia 17/05 foram, respectivamente: -0,3%; -0,7%; 0% e -1,1%.

[13] Ressalta-se que, para os fundos multimercado, foi observada correlação negativa entre exposição ao grupo J&F e retorno acumulado, tanto no dia 18/05 quanto no acumulado até o final do mês. Isto é, nas faixas de maior exposição, menores foram os retornos acumulados. Para os fundos de ações, não se observou a correlação.

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 completitude. 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 gráficos do 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.