



MARCELO GUTERMAN, CFA  
Especialista de Investimentos

## Até onde vai a Bolsa?

### Sumário

- Depois de subir 31% em apenas 7 meses, haveria fundamento para apostar em novas altas da bolsa? Abordamos esta questão a partir da análise do Risco-País e dos lucros das empresas.
- O risco-Brasil vem recuando nos últimos meses, o que justifica a subida da bolsa até o momento. Mas há espaço para novas quedas, se compararmos o risco-Brasil com uma média de economias emergentes comparáveis, o que levaria a novas altas da bolsa.
- Os lucros das empresas estão extremamente deprimidos, se comparados com o nível de 5 anos atrás. A valorização do Real e queda da taxa de juros, além da aceleração da atividade econômica, deve levar à recuperação destes lucros, justificando altas adicionais da bolsa.

Quem apostasse, em dezembro do ano passado, que a bolsa brasileira fecharia os primeiros sete meses de 2016 com alta de 31%, seria certamente chamado de ingênuo ou louco. A situação da economia era lamentável, e as indefinições do cenário político não autorizavam otimismo. No entanto, o cenário mudou completamente em questão de meses, e o mercado acionário antecipou alguma melhora da atividade econômica, que ainda parece longe de se concretizar. A questão que se coloca no momento é justamente esta: quanto a bolsa antecipou a recuperação dos lucros das empresas? Ainda há espaço para a continuidade da alta nos próximos meses?

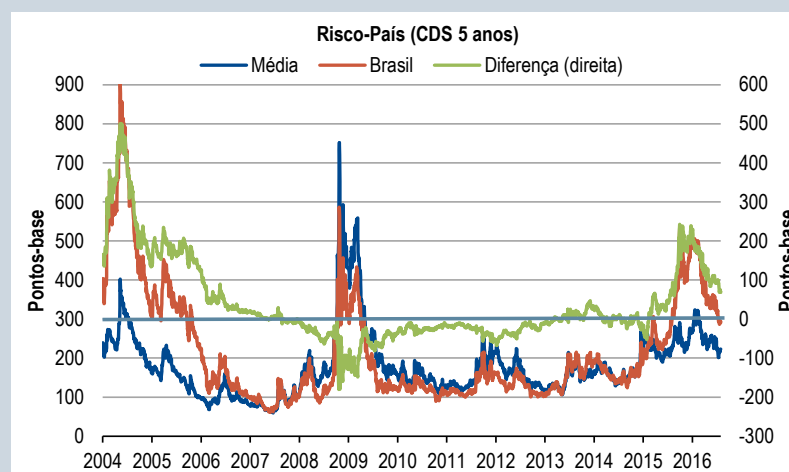
Podemos abordar esta questão de diversas maneiras, mas vamos focar em duas.

### A relação com a trajetória do Risco-País

A primeira é analisar a trajetória do risco-país. O risco-país é uma medida da taxa de desconto utilizada para o cálculo do valor intrínseco ou justo das empresas. Quanto menor, portanto, maior será este valor intrínseco.

No Quadro 1 a seguir, mostramos como o risco-Brasil (medido pelo Credit Default Swaps - CDS de 5 anos) se comparou com a média do risco de cinco países comparáveis: África do Sul, Colômbia, México, Rússia e Turquia

Quadro 1  
Risco-País (Credit Default Swaps - CDS 5 Anos)



Fonte: Bloomberg, Western Asset. Dados de 29 jul 16

A linha verde, no gráfico, representa a diferença do risco-Brasil (vermelho) para a média dos riscos dos cinco países acima listados (azul). Observe como, em grande parte do tempo, entre 2007 e 2014, o risco-Brasil esteve

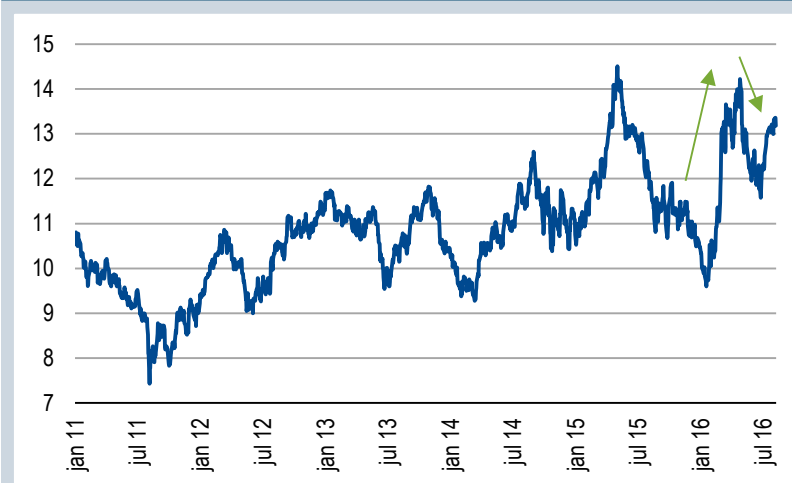
abaixo desta média, ou no mínimo igual. Foi um tempo em que o país praticava políticas macroeconômicas consistentes, e era assim percebido pelo investidor global. A partir de 2015, esta diferença subiu para mais de 200 pontos-base, mesmo nível de 2005. Em 2016, na medida em que mudanças políticas trouxeram a esperança da volta das políticas macroeconômicas racionais, esta diferença caiu para 70 pontos-base no final de julho. Uma parte desta melhora já está nos preços das ações, mas ainda estamos em meio a este processo. Se o governo tiver sucesso na aprovação das reformas fiscais no Congresso, e acelerar o programa de privatizações e concessões, poderemos ver esta diferença cair para zero ou até abaixo, impulsionando, desta forma, os preços das ações.

### Comparação entre o preço da bolsa hoje com a projeção de lucro das empresas

A segunda abordagem para tentar avaliar o provável comportamento da bolsa nos próximos meses é o preço da bolsa em si. Para avaliar se o preço atual (índice IBrX ao redor de 23.900 pontos no início de agosto) está exagerado ou não, uma métrica geralmente utilizada é o índice P/L (preço/lucro). Através deste índice, comparamos o preço da bolsa hoje com a projeção dos lucros para um determinado período no futuro, normalmente 12 meses. Assim, por exemplo, se o P/L for 10, significa que os lucros por ação de todas as empresas do IBrX, ponderados pelos seus pesos no índice, somam R\$ 2.390 para os próximos 12 meses. Dividindo-se o valor do índice (23.900) pelo lucro projetado, obtemos o P/L projetado de 10.

A Bloomberg fornece um histórico do índice P/L da bolsa, que podemos ver no quadro a seguir:

Quadro 2  
Índice P/L (Preço/Lucro) da Bolsa



Fonte: Bloomberg, Western Asset. Dados de 29 jul 16

O índice histórico é calculado com base na média de lucros projetados pelos vários analistas que fornecem suas previsões. Hoje, o P/L pela Bloomberg está em aproximadamente 13,4, muito próximo do pico dos últimos 5 anos, de 14,2. Isto significa que, por este critério, a bolsa estaria cara. Há duas formas do P/L diminuir, indicando uma bolsa mais barata: o preço cair ou o lucro subir. Note que o P/L mudou este ano por conta de movimentos deste tipo: em março, a subida da bolsa impulsionada por fatores políticos, portanto sem revisão de lucros, fez o P/L subir (seta para cima). Já a partir de maio, quando os analistas começaram a rever

os lucros para cima, o P/L começou a cair (seta para baixo). A nossa aposta é de que os lucros serão revistos ainda mais para cima pelos analistas. São três os fatores que podem levar a esta revisão ao longo dos próximos meses: o câmbio mais valorizado, a taxa de juros mais baixa e o crescimento maior do PIB.

O câmbio mais valorizado é benéfico para todas as empresas que têm dívidas em dólar: o seu estoque de dívida diminui em reais, diminuindo o valor do serviço desta dívida. Considerando as dívidas gigantescas, em dólar, de empresas como Petrobras e Eletrobrás, além de várias outras, inclusive as exportadoras, o ganho com a valorização do Real pelo impacto positivo nas dívidas é bem maior do que o efeito negativo sobre as receitas com exportações.

A taxa de juros mais baixa também tem efeito benéfico sobre o serviço da dívida das empresas, desta vez em moeda local. Além disso, o valor presente dos projetos torna-se maior, aumentando a competitividade das empresas.

Por fim, o PIB deve continuar a surpreender para cima, fazendo os analistas revisarem o faturamento das empresas e, conseqüentemente, suas margens. Já há notícias, ainda que esparsas, de setores começando a recompôr margens.

No Quadro 3, podemos observar as revisões das projeções dos analistas para o câmbio, a taxa Selic e o PIB para 2017, segundo o relatório Focus:

**Quadro 3**  
**Projeções Econômicas para 2017**

<b>Data</b>	<b>Dólar</b>	<b>Selic</b>	<b>PIB</b>
31 Mar 16	R\$ 4,10	12,50%	0,30%
29 Jul 16	R\$ 3,50	11,00%	1,10%

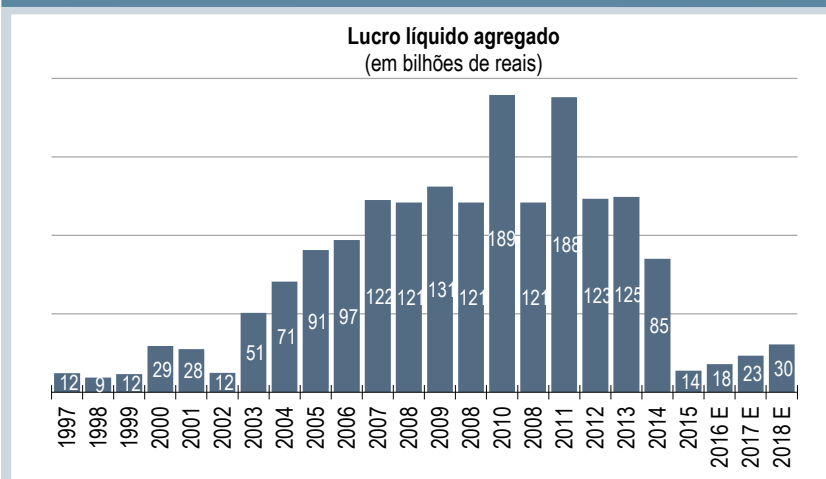
*Fonte: Relatório Focus Banco Central do Brasil. Dados de 29 jul 16*

Note como os analistas revisaram de maneira significativa suas previsões em apenas quatro meses. Acreditamos que essas revisões estão apenas parcialmente incorporadas às previsões de lucros das empresas, e que estas revisões continuarão ao longo dos próximos meses.

## Concluindo

E para quanto pode ir a bolsa? Obviamente, não se trata de uma pergunta com resposta trivial, pela quantidade de variáveis envolvidas, como vimos acima. Mas podemos aproximar uma resposta analisando justamente os lucros das empresas. No gráfico a seguir mostramos a trajetória da massa de lucros das empresas negociadas na BM&FBovespa (as previsões para 2016-2018 são da Western Asset):

**Quadro 4**  
**Lucro Líquido Agregado das Empresas Negociadas na BM&F Bovespa**



Fonte: BM&F Bovespa, Western Asset. Dados de 29 jul 16

Observe como a massa de lucros atingiu um nível extremamente deprimido em 2015, mesmo nível nominal de 1997. Projetamos crescimento de lucros de aproximadamente 30% ao ano nos próximos 3 anos, o que é um crescimento forte, mas plenamente factível, dado o atual nível deprimido de lucros, e todo o racional exposto acima. Se este crescimento se realizar, e o P/L permanecer no mesmo nível atual, poderemos ter o IBrX subindo 30% ao ano no triênio 2016-2018. Assim, considerando que a bolsa já subiu 30% neste ano, temos um potencial de alta de 30% até o final de 2017, e mais 30% para o final de 2018.

Obviamente, esta projeção depende da realização de uma série de fatores, que esperamos ter deixado claros ao longo deste artigo. Mas, certamente, não podemos dizer que a bolsa está cara neste nível, mesmo com a valorização já acumulada neste ano.

*Este material de divulgação 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. 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. 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.*

*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.*

*OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O REGULAMENTO, O INFORMATIVO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR.*

*© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2016. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada 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.*