

## Juros mais baixos e suas consequências

Desde o início dos anos 90, uma quantidade crescente de bancos centrais adotou o regime de metas, que consiste em estabilizar a economia de seus respectivos países ao redor de uma taxa baixa de inflação. Um executivo do banco central da Austrália resumizou em 1999 o que deveria ser o pensamento dos bancos centrais que trabalham com esta metodologia:

- a política monetária afeta preços no médio prazo e atividade econômica no curto prazo;
- por causa do tempo que leva até fazer efeito, a política deve ser prospectiva;
- o futuro é incerto, assim como os impactos das mudanças dos juros na economia;
- as expectativas importam, então convém agir com consistência e dar às pessoas alguma ideia do que se está querendo fazer;
- um grau adequado de independência operacional para o banco central na condução da política monetária é importante.

Cada banco central, a depender de seu mandato e das características de seu corpo diretor, persegue esses objetivos seguindo uma determinada regra de política monetária. Tal regra leva em consideração as preferências do banco central no que diz respeito a desvios da inflação ante sua meta e da atividade econômica versus seu potencial. Também é considerada na regra a sensibilidade da inflação ao desemprego no curto prazo.

Mas como saber quais são as tais preferências do banco central? Através da observação de seu comportamento no tempo, é possível modelar a sua função utilidade e concluir se a autoridade monetária é mais avessa a desvios em relação à meta de inflação ou da atividade econômica de equilíbrio (leia-se: desemprego).

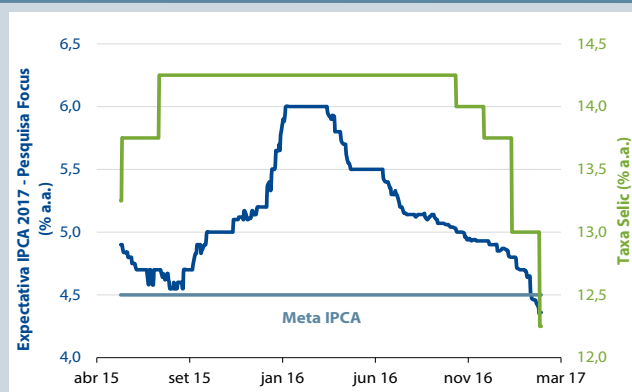
A teoria e a prática mostram que o sacrifício de atividade econômica necessário para controlar a inflação é inversamente relacionado à credibilidade e independência do banco central. Quando os agentes (firmas e indivíduos) entendem que um banco central aceita um pouco mais de inflação para não causar mais

desemprego, eles ajustam seus preços de antemão para proteger seu poder de compra no período subsequente. As empresas promovem aumentos de preço e os trabalhadores demandam reajustes mais altos nas negociações salariais. Quanto mais rigorosa for a autoridade monetária com a inflação, menos ela precisará atuar para fazer as expectativas convergirem para a meta.

Esta breve recapitulação de política monetária tem como objetivo destacar o contraste entre a postura da atual diretoria do Banco Central do Brasil e a sua antecessora. Quando Ilan Goldfajn assumiu a instituição em junho/16, as expectativas de inflação para 2017 constantes no relatório Focus ainda estavam em 5,5%, depois de terem alcançado os 6,0% no primeiro semestre do ano. Estavam dentro da banda estabelecida, mas bastante acima da meta de 4,5%. O Comitê de Política Monetária manteve a taxa Selic inalterada até outubro e então iniciou o afrouxamento monetário com um corte de 25 pontos base.

Houve quem criticasse o aparente excesso de gradualismo frente a uma economia tão combatida, mas é aí que entra a tal (in)tolerância à inflação que citamos acima. Ao insistir no passo mais lento, o BC passou uma mensagem forte para o mercado: a de que estava determinado a fazer a inflação de 2017 ficar na meta de 4,5%. Se havia até aquele momento alguma dúvida de que a autoridade monetária estava comprometida com o controle da inflação, elas devem ter sido dissipadas. O resultado dessa estratégia pode ser visto no Quadro 1.

Quadro 1  
Expectativa IPCA 2017 (Pesquisa Focus) x Taxa Selic



Fonte: Banco Central do Brasil, Bloomberg. Em 24 Fev 17.

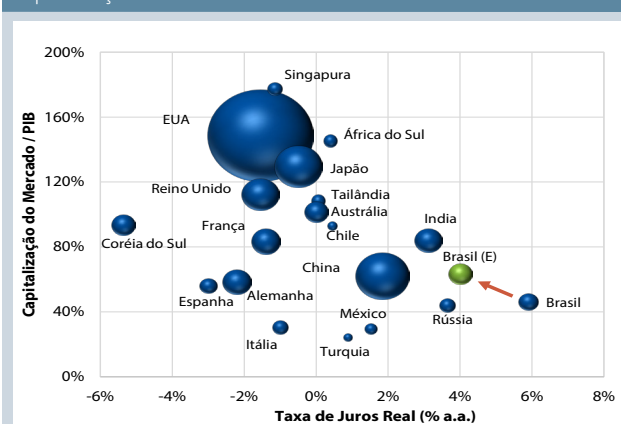
A ata da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central evidenciou um cenário francamente favorável para a continuidade (e possivelmente aceleração) do processo de redução da taxa Selic. No texto, os diretores chamam a atenção para o ainda alto nível de ociosidade da economia, com destaque para a baixa utilização da capacidade instalada da indústria e o alto desemprego. Também destacam a dinâmica favorável da inflação, que parece estar cedendo justamente nos componentes que são mais sensíveis à política monetária. Algo inimaginável até meados do ano passado, as expectativas de mercado para o IPCA de 2017 encontram-se hoje abaixo da meta de 4,5%.

O BC também destaca nesta ata que a aprovação de reformas de natureza fiscal como a da previdência são fundamentais para a continuidade do processo de desinflação e para a redução da taxa de juros estrutural da economia. Nós temos uma visão bastante construtiva a este respeito e temos sido surpreendidos por notícias de que a tramitação pode se dar de forma ainda mais rápida do que imaginávamos. Reformas de cunho microeconômico e investimentos em infraestrutura têm boas chances de resultar em aumento de produtividade e ganhos de eficiência, com efeito benigno sobre a inflação assim como no ambiente geral de negócios do país. Por fim, mudanças de legislação que acarretem menor rigidez do mercado de trabalho contribuem com este processo e ao mesmo tempo atacam o chamado desemprego estrutural.

A economia parece ter encontrado seu fundo do poço no 4º trimestre do ano passado, mas os sinais de recuperação ainda são esparsos. Acreditamos que o BC tem hoje legitimidade e margem de segurança para implementar um ciclo de afrouxamento monetário substancial, que leve, por algum tempo, a taxa de juros reais do país para um nível inferior ao que deve ser o neutro. Traduzindo em números: esperamos reduções sequenciais da Selic do nível atual de 12,25% até 8,5% em meados de 2018. Admitindo-se que até lá a meta de IPCA tenha sido revisada para 4,25%, estaríamos com um juro real ex-ante próximo a 4%.

Qual deveria ser a consequência disso para o mercado acionário brasileiro? O Quadro 2 mostra a relação que existe entre juros reais e a relevância do mercado acionário em diversos países. Apesar de aspectos específicos, tais como cultura de investimento e estrutura de tributação, é possível visualizar uma relação inversa entre juro real e o valor das empresas em proporção ao PIB. Nos EUA, por exemplo, a soma do valor de mercado de todas as empresas equivale a 150% do PIB, enquanto no Reino Unido este número fica em aproximadamente 110%.

Quadro 2  
Capitalização do Mercado de Renda Variável



Fonte: Western Asset, Bloomberg. Em 24 Fev 17.

Por conta de uma história de juros reais muito altos, o valor de mercado das empresas brasileiras em conjunto corresponde a apenas 45% do PIB. Considerando nesta análise nossa premissa de juro real chegando a 4,0% até meados de 2018, temos que a bolsa poderia equivaler a mais de 60% do PIB no Brasil. Parte desse crescimento, se de fato ocorrer, seria devido a fluxo de dinheiro novo para investimentos em renda variável. De fato, a alocação de investidores institucionais e pessoas físicas em bolsa está perto da mínima histórica, de modo que a redução da atratividade da renda fixa pode acarretar uma migração considerável para a bolsa nos próximos meses/anos.

Mas a maior parte do crescimento deve vir da efetiva valorização das ações, decorrente do crescimento de lucros das empresas (que também devem ser positivamente influenciados pela queda da Selic) e da expansão de seus múltiplos de negociação. Nossas estimativas apontam para um potencial de apreciação de 35% até o final de 2018 devido exclusivamente ao crescimento esperado de lucros para os próximos 2 anos, e de mais 20% por conta de uma expansão de múltiplos. Em termos anualizados, temos um retorno esperado de 26% ao ano, que excede confortavelmente o mínimo requerido para investimentos em renda variável, sobretudo à luz da queda de juros que projetamos.

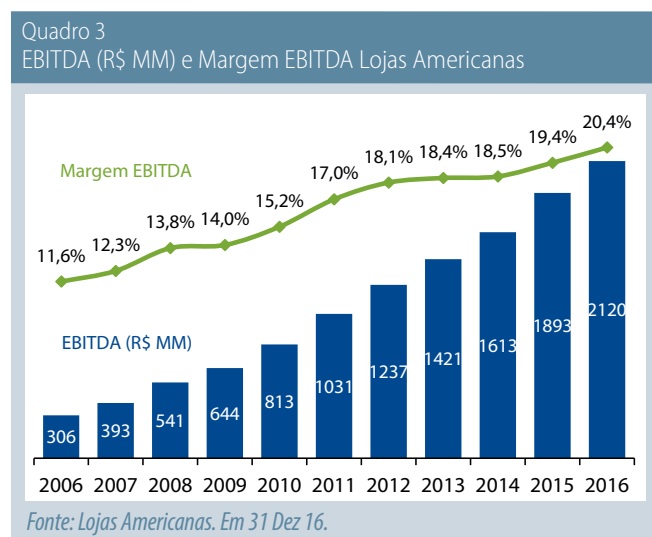
A seguir, discutiremos uma das nossas principais teses de investimento, que não por coincidência é uma empresa que tende a ser particularmente beneficiada com a esperada redução da taxa Selic.

## Tese de Investimento: Lojas Americanas

Uma das maiores varejistas brasileiras, a Lojas Americanas encerrou o ano de 2016 com receita líquida de cerca de R\$ 18 bilhões. Estas vendas foram obtidas através de um parque de 1.127 lojas espalhadas em praticamente todo o território nacional, além de sua atuação em comércio eletrônico, através da B2W – Companhia Digital.

A visão positiva sobre a tese de investimento em Lojas Americanas tem como principal pilar nossa avaliação sobre a elevada capacidade de execução da companhia e as oportunidades para ampliar seu parque de lojas físicas. De forma resumida, tal visão pode ser explicada pelos itens abaixo:

- **Direcionadores macro:** o modelo de negócio das lojas físicas se baseia em pontos como baixo ticket médio, baixa dependência de crédito, oferta ampla de produtos, diversificação geográfica. Em nosso entendimento, estes fatores reduzem o risco do negócio.
- **Histórico de execução e oportunidades de melhorias operacionais adicionais:** conforme ilustrado pelo Quadro 3, a companhia possui sólido histórico de expansão de seus resultados operacionais, traduzindo-se em maior retorno sobre o capital investido. Soma-se a isso a possibilidade de captura de novos ganhos através de iniciativas como maior exploração de produtos financeiros, maior penetração de produtos com marcas próprias, regionalização da oferta de produtos, diluição de custos logísticos, entre outros.



Os investimentos retratados nesta seção do material não representam recomendação de investimento. 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.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e não poderá ser reproduzida ou utilizada sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.

- **Oportunidades de expansão:** a companhia está no meio de mais uma onda de expansão de suas lojas físicas, com a intenção de abrir 800 lojas adicionais entre 2015 e 2019. A bem da verdade, o plano está atrasado, mas acreditamos que o modelo de negócio comporta estas lojas adicionais e que a companhia tem capacidade de acelerar o ritmo de expansão para atingir sua meta.

É inegável que, ao comprarmos as ações de Lojas Americanas, estamos também expondo-nos ao comércio eletrônico, dada sua participação em B2W. Ainda assim, apesar de reconhecermos que este negócio tem fundamentos e histórico mais controversos, desenvolvemos uma visão construtiva sobre seu futuro. Esta visão se baseia na migração do modelo de negócio de uma “varejista pura” para um *marketplace*, com a consequente redução da importância das vendas diretas no mix de resultado da companhia. De forma geral, o modelo de *marketplace* possui maior margem bruta e operacional e menor utilização de capital de giro, traduzindo-se em maior retorno sobre capital investido. A companhia é líder em tráfego de clientes e passou os últimos anos investindo em tecnologia, inovação e logística. Assim, entendemos que está preparada para alavancar sua exposição a este novo modelo, que hoje representa cerca de 20% das vendas da companhia, melhorando seus resultados, o que se traduz, num primeiro momento, em estancar a queima de caixa vista nos últimos anos. Contudo, reconhecemos que o maior risco da tese de investimento concentra-se na execução desta estratégia.

Somado às questões estruturais do negócio, vemos a companhia como uma das maiores beneficiadas caso nossa visão sobre o movimento da taxa de juros se confirme. É inegável o impacto positivo via o canal da menor taxa de desconto em uma análise de fluxo de caixa descontado e mesmo via o canal de perspectiva de recuperação de consumo discricionário no médio prazo (importante principalmente para a B2W). A queda dos juros funciona como uma poderosa alavanca de resultados no curto prazo, via redução de despesas e encargos financeiros. A companhia encerrou o ano com dívida líquida consolidada de cerca de R\$ 7,3 bilhões, 100% dela exposta ao CDI. Sendo assim, uma redução de 100 pontos base na taxa de juros levaria, em uma estimativa rápida, a uma economia em torno R\$ 73 milhões em despesas financeiras, tudo o mais constante. Some-se a isso, o ganho que a companhia terá no momento que optar por descontar recebíveis de compra a prazo, prática comumente adotada, principalmente na B2W e que tem seu custo diretamente atrelado à taxa Selic.

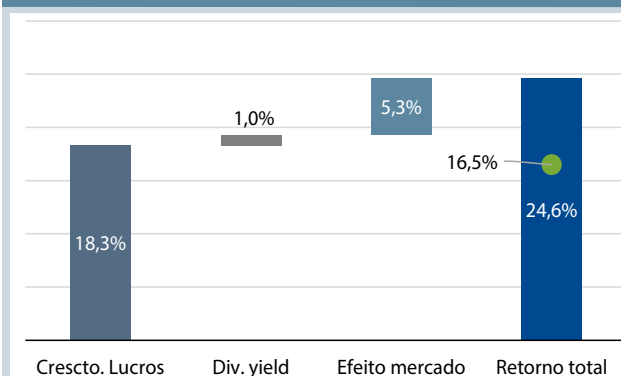
Recentemente, as ações de Lojas Americanas têm sido impactadas pela expectativa de que a companhia busque oportunidades de

investimento em novos negócios e que, para isso, precise efetuar um aumento de capital como forma de financiar este movimento. A bem da verdade, parte desta expectativa confirmou-se, com o anúncio de um aumento de capital de cerca de R\$ 2,5 bilhões a ser implementado ao longo de março. Segundo a companhia, este valor deve ser usado para efetivar um aumento de capital na B2W e para financiar a expansão da rede de lojas. Ainda assim, o mercado continua especulando sobre diferentes oportunidades de M&A, como Via Varejo e BR Distribuidora. Em nossa opinião, a companhia conseguiria “exportar” sua tecnologia de gestão para extrair margens em outros negócios, mas, por uma questão de fundamentos e mercado de atuação, gostamos mais das oportunidades que poderiam surgir numa eventual aquisição da BR Distribuidora.

Enfim, acreditamos que esta tese de investimento reúne boa execução, sólidas oportunidades de crescimento e exposição direta à melhoria no ambiente macroeconômico, em especial, à queda dos juros. Em conjunto, estes fatores se traduzem em uma boa perspectiva de retorno esperado, justificando nossa visão positiva com a ação.

No Quadro 4, podemos observar como o retorno potencial que vemos para a ação, de 24,6%, se compõe: 18,3% do crescimento de lucros, 1,0% de dividendos e 5,3% de crescimento do índice P/L. Dado o perfil da empresa, acreditamos que um retorno mínimo de 16,5% seria o suficiente para justificar a aquisição de suas ações.

Quadro 4  
Breakdown do Retorno - LAME3



“Efeito mercado” corresponde à variação esperada no seu múltiplo de negociação (P/L, EV/EBITDA ou outra métrica relevante para a empresa em questão).  
Fonte: Western Asset. Em 24 Fev 17.

Os investimentos retratados nesta seção do material não representam recomendação de investimento. 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.

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. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. Recomendamos 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.

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](http://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](http://www.westernasset.com.br); 3) e-mail [ouvidoria@westernasset.com](mailto: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.

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 OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e não poderá ser reproduzida ou utilizada sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.