

DEZ
2 0 1 7

Carta Mensal

Renda Variável



Reformar é preciso

Reforma da Previdência: *less is more*

O escândalo da gravação clandestina realizada pelo empresário Joesley Batista e divulgada em 17 de maio parecia ter sepultado qualquer chance de aprovação de uma reforma da previdência pelo governo atual. O Presidente Michel Temer passou a ter que se defender das acusações e viu sua já baixa popularidade atingir níveis inferiores à da Presidente Dilma Rousseff em seus piores momentos.

Apesar disso, o governo vem demonstrando uma grande capacidade de articulação política, tendo conseguido aprovar uma reforma trabalhista bem abrangente, a nova taxa de juros de longo prazo praticada pelo BNDES (TLP) e, numa agenda mais polêmica, conseguiu barrar no Congresso duas investidas da Procuradoria Geral da República contra o Presidente.

Agora, quando todos imaginavam que a reforma da Previdência havia sido abandonada por falta de apoio parlamentar, o governo inicia uma nova investida para tentar aprová-la na Câmara até o fim deste ano. A nova proposta de reforma, bem mais enxuta, preserva os principais pontos da versão aprovada pela Comissão Especial em abril deste ano. Alguns itens foram flexibilizados a fim de reduzir resistências e aumentar a probabilidade de aprovação.

A proposta original previa que tanto homens como mulheres pudessem se aposentar a partir dos 65 de idade. A versão atual reduziu a idade mínima das mulheres para 62 anos, enquanto policiais e professores se aposentam com 55 e 60 anos, respectivamente, independente do sexo. Algumas profissões insalubres também terão tratamento de exceção.

O governo pretendia elevar para 25 anos o tempo mínimo de contribuição para que trabalhadores do setor privado se tornassem elegíveis à aposentadoria. A nova proposta prevê que estes trabalhadores façam jus a 60% do benefício integral após 15 de contribuição. Para receberem o benefício integral, precisarão contribuir por 40 anos.

Servidores públicos poderão se aposentar com 60% do benefício integral após 25 anos de trabalho, tendo que contribuir também por 40 anos para se tornarem elegíveis a 100%.

O governo recuou na tentativa de reformar a previdência rural, que se mostrou um item muito sensível a parlamentares do Norte e Nordeste. Também excluiu da proposta a elevação da idade a partir da qual idosos de baixa renda passam a ter direito ao Benefício da Prestação Continuada.

Estimativas do próprio governo indicam que estes recuos e ajustes acarretem redução de aproximadamente 40% na economia de R\$849 bilhões projetada para os primeiros 10 anos após a aprovação da reforma. Ainda assim, acreditamos que sua aprovação na Câmara, se ocorrer, tenha efeito bastante positivo sobre preços de ativos brasileiros, visto que o mercado ainda vê com ceticismo a chance de sucesso.

Reforma trabalhista: bem vindos ao século XXI

Nossa carta de maio deste ano discute detalhadamente as idiosincrasias que fazem do mercado de trabalho brasileiro um dos mais ineficientes do mundo. Em grande medida, isso decorre de uma legislação trabalhista desatualizada e excessivamente rígida, absolutamente fora de sintonia com as demandas de uma economia globalizada.

No dia 11 de novembro entraram em vigor as regras trabalhistas resultantes da reforma da CLT aprovada em 11 de julho. Acreditamos que as mudanças introduzidas devem, no devido tempo, contribuir materialmente para o aumento da produtividade da economia brasileira.

Entre os aprimoramentos mais relevantes, está a possibilidade de jornadas de trabalho parciais ou intermitentes, que ajudam no dimensionamento e melhor aproveitamento da força de trabalho, reduzindo custo por hora trabalhada. Um exemplo de setor que pode se beneficiar com essa mudança é o de bares e restaurantes, que tem necessidades muito particulares de mão de obra em horários e dias específicos. Do ponto de vista do trabalhador, essa mudança permite o acesso ao mercado de trabalho de indivíduos com menor disponibilidade de horas de dedicação, bem como aqueles que precisam ou preferem trabalhar em regime de home-office.

A reforma também introduz uma nova sistemática para ações trabalhistas, endereçando o velho problema das ações de má

fé por parte de ex-funcionários. Espera-se, com isso, redução considerável dos custos relacionados a litígios trabalhistas.

Relatórios de bancos e organismos independentes sugerem que o país possa galgar cerca de 30 posições no ranking de eficiência do mercado de trabalho. O conjunto de medidas inclui também o fim da contribuição sindical obrigatória.

A reforma constitui um passo importante no aumento da produtividade da economia brasileira, mas deixa de lado a redução de encargos sobre a folha de pagamento. Este assunto extremamente complexo terá de ser encarado no âmbito de uma ampla reforma tributária, provavelmente pelo próximo governo.

Atividade econômica: é pouco, mas é de coração

A economia brasileira cresceu 0,1% no terceiro trimestre, segundo o IBGE. Este número, apesar de aparentemente fraco, veio acompanhado de uma revisão positiva no PIB do primeiro trimestre (de 1,0% para 1,3%) e também no segundo (de 0,3% para 0,8%). Indústria e serviços tiveram expansão de 0,8% e 0,6%, respectivamente, enquanto que o setor agropecuário teve queda de 3,0% no mesmo período.

O comportamento positivo do consumo refutou a tese de que o número referente ao 2º trimestre tivesse sido exclusivamente devido à liberação dos recursos de contas inativas do FGTS. Também é digno de nota o primeiro número positivo de investimento (+1,6%), depois de 15 trimestre consecutivos de queda.

Obviamente, essa recuperação depende da manutenção de um ambiente político benigno, uma vez que a atividade está intimamente ligada ao nível de confiança de consumidores e empresários.

Lucros: a retomada se consolida

Em meio a todas as questões discutidas anteriormente, encerrou-se em novembro a temporada de divulgação de resultados do 3º trimestre de 2017.

Apesar de ainda marcada por alguns eventos não recorrentes, como o impacto da adesão de diversas empresas ao Refis, pode-se dizer que esta temporada de resultados foi bastante positiva. Segundo dados apurados pela consultoria Economática, o lucro das empresas de capital aberto brasileiras cresceu 29% no 3T17 quando comparado ao mesmo período de 2016. Interessante notar também que a análise dos números leva à conclusão de

que a dispersão da recuperação é maior, com a maioria absoluta dos setores mostrando expansão.

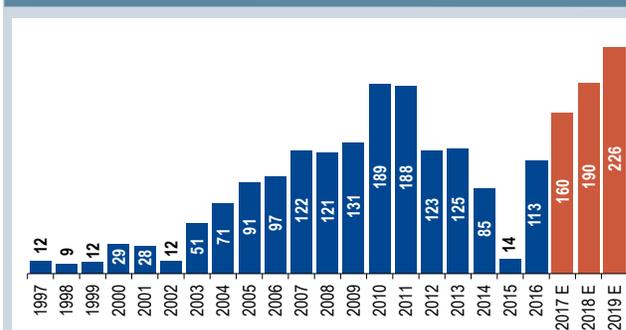
Ainda segundo o mesmo provedor de informações, após doze trimestres seguidos de queda, a mediana da variação em 12 meses da receita líquida operacional trimestral das companhias abertas apresentou crescimento pelo segundo trimestre seguido, com alta de 6,2%.

Sendo assim, avançados cerca de $\frac{3}{4}$ do ano, podemos dizer que a recuperação de lucros esperada para 2017 está muito bem encaminhada.

O ano de 2016 foi marcado pela “descompressão” da massa de lucros, com a redução substancial dos impactos dos ajustes contábeis e eventos não-recorrentes e da desvalorização cambial sobre o números das companhias. Já em 2017, a recuperação se consolida, com o início da retomada da economia, Selic média menor, balanços um pouco mais sólidos e redução dos spreads de crédito ajudando no resultado das empresas. Apesar do movimento relevante visto neste últimos dois anos, vemos espaço para continuidade, com a consolidação da retomada da economia e continuidade dos benefícios trazidos por uma Selic média ainda menor e balanços ainda mais saudáveis.

Conforme mostra o Gráfico 1 abaixo, após os anos de queda vertiginosa trazidos pelo governo Dilma, a retomada de 2016 e o crescimento esperado de cerca de 42% em 2017, vemos espaço para um ritmo de expansão de cerca de 19% ao ano pelos próximos dois anos.

Gráfico 1
Lucro líquido agregado (R\$ bi)

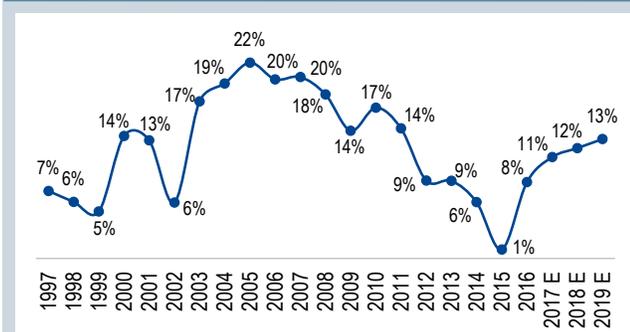


Fonte: WAM e Bloomberg

Assim como fizemos há cerca de um ano, quando escrevemos a primeira edição desta carta, vamos lançar mão de uma visão alternativa, para reforçar o ponto feito acima. Ao olharmos para a rentabilidade das empresas, vemos que o ROE bateu no fundo

do poço em 2016. Entretanto a base de ativos, mesmo tendo sido comprimida nos últimos anos, ainda está lá! Após a recuperação de 2016, nossas projeções apontam para níveis ainda modestos de 11% em 2017, 12% em 2018 e de apenas 13% em 2019.

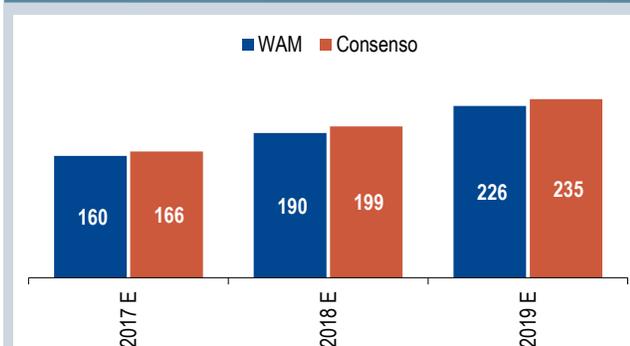
Gráfico 2
ROE do IBX



Fonte: WAM e Bloomberg

Olhando para os riscos, sabemos que, no âmbito local, o maior deles é a eleição presidencial do ano que vem, seja pela incerteza gerada ao longo de 2018, seja pela chance de que um resultado desfavorável aborte, ou pelo menos dificulte, a continuidade da retomada do crescimento a partir de 2019. Entretanto, ressaltamos que mantemos premissas conservadoras, como mostra a tímida recuperação de ROE implícita em nossas expectativas. Ainda nesta linha, destacamos que os números com os quais trabalhamos estão abaixo daqueles que vemos no consenso de mercado (dados obtido via Bloomberg e calculados pela WAM), ou seja, mesmo que timidamente, buscamos endereçar este maior nível de risco em nossas projeções.

Gráfico 3
Lucro Líquido agregado: WAM x Consenso (R\$ bi)



Fonte: WAM e Bloomberg

Enfim, reforçando: a continuidade da recuperação das vendas deve impactar positivamente as margens das empresas por conta da alavancagem operacional. Some-se a isso um ambiente de juros muito mais benigno e tem-se as condições necessárias a uma retomada dos lucros, mesmo em face da maior incerteza trazida pelo cenário eleitoral.

Destaques do Fundo no mês de novembro

Depois de acumular alta de quase 140% entre janeiro e outubro deste ano, as ações da **IMC (International Meal Company)** foram duramente penalizadas devido à venda de aproximadamente 30% do capital da empresa por parte de seu maior acionista, o fundo de private equity Advent.

Seria de se esperar que uma venda desta natureza ocorresse em algum momento, visto que o fundo que detinha as ações tem seu encerramento programado para 2019. Acreditamos que o investidor tenha optado por se desfazer da posição agora para não correr o risco de um resultado desfavorável na eleição presidencial do ano que vem e, conseqüentemente, uma condição ainda mais desfavorável para a venda.

Apesar da saída do maior acionista, a equipe de gestão que está conduzindo o bem sucedido processo de turnaround está bastante comprometida com o projeto e tem visão de longo prazo muito alinhada com a nossa. Mantemos nossa visão positiva para a empresa, que vem apresentando melhoras sucessivas de resultados, mesmo com a economia ainda em estágio inicial de recuperação.

As ações das **Lojas Americanas** repetiram a performance muito fraca apresentada no mês anterior, acumulando queda de quase 30% desde o nível máximo e praticamente anulando o excelente desempenho que vinha apresentando desde a metade do ano.

Essa queda foi motivada pela início da operação da Amazon no segmento de eletro-eletrônicos, pela piora do mercado de renda fixa (abertura da curva de juros futuros) e por resultados de 3º trimestre abaixo das expectativas. O principal ponto negativo do resultado foi o aumento do ciclo de caixa da empresa.

Acreditamos que a reação do mercado tenha sido exagerada e mantemos uma visão construtiva para o longo prazo. A empresa tem hoje uma estrutura de balanço menos alavancada por conta do aumento de capital realizado em março deste ano, deve se beneficiar de um cenário macro mais favorável e retomar o ritmo de abertura de lojas.

Do lado positivo, a **Raia-Drogasil** teve alta de 12,5% no mês em resposta a um bom resultado trimestral e à sinalização de aumento do ritmo de abertura de novas lojas (de 200 por ano em 2017 para 240 em 2018 e 2019).

Continuamos otimistas com a ação, a despeito da performance forte já observada. Além do crescimento mais forte na área de vendas, esperamos melhora contínua no capital de giro e expansão de margem EBITDA por conta de diluição de despesas administrativas e controle rígido de despesas de vendas.

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. 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.

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.

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.