

JAN
2 0 1 8

Carta Mensal

WA Valuation FIA



2018: mais uma vez o ano da Bolsa?

Olhando em retrospecto, 2017 marcou o segundo ano consecutivo de altas expressivas na Bolsa local. Apesar da boa performance acumulada no período, não dá pra dizer que esse comportamento tenha sido uma grande surpresa para quem acompanha o mercado. Para 2018, no entanto, as perspectivas são um pouco menos claras. Afinal é um ano de eleição presidencial e os candidatos que, por enquanto, lideram as pesquisas de intenção de voto são vistos como defensores de políticas econômicas populistas e não sustentáveis no longo prazo. Não são raros os que, diante de incerteza trazida pelo ciclo político, defendem um posicionamento mais conservador, recomendando uma redução na exposição ao segmento. Após os bons ganhos do passado recente, seria hora de realizar lucros e adotar uma postura de “esperar para ver” por algum tempo.

Parece, no entanto, que o consenso está se formando na direção oposta. Muitos daqueles que reconhecem a incerteza inerente ao cenário político ainda assim recomendam o mercado acionário como uma boa alternativa de investimento para o ano. Parece contraditório, mas faz sentido. Quem argumenta nessa direção apoia-se na ideia de que, enquanto o resultado da eleição é pra lá de incerto, o crescimento de lucros das empresas parece muito mais garantido. Projeções relativamente conservadoras sobre o comportamento dos resultados das companhias de capital aberto nos próximos anos confirmam essa tese. Um crescimento anualizado do total de lucros das empresas brasileiras que fazem parte do IBX em torno de 20% nos próximos anos parece ser bastante factível apenas com crescimento modesto do ROE (retorno sobre capital) das empresas que fazem parte deste universo de análise. Dois fatores explicariam essa melhora esperada no ROE das empresas: a expansão da margem operacional decorrente da retomada do crescimento e o efeito positivo da queda da taxa Selic sobre o serviço da dívida decorrente.

Assim, de certa maneira, o forte crescimento de lucros das empresas atuaria como colchão de proteção para a classe de ativos contra as incertezas do ciclo eleitoral, dado o valuation corrente do mercado. O racional é o seguinte: o consenso atual sugere que a Bolsa brasileira (usando o IBX como proxy) negocia atualmente em torno de 13 vezes o lucro esperado das empresas para os próximos 12 meses. Dá pra dizer se a Bolsa está cara ou barata olhando somente para esta métrica? Do ponto de vista histórico, a média de P/L esperado do IBX nos últimos 5 anos fica em torno

de 11,8 vezes. Com P/L próximo de 13 vezes, a Bolsa pareceria um então pouco cara, certo? Não necessariamente.

Acontece que existem razões para que esse indicador esteja acima da média histórica neste momento. A mais óbvia é que o custo de oportunidade de se investir em Bolsa (a taxa de juros) está em seu patamar mais baixo dos últimos tempos. Com juros em queda, o investidor pode se dar ao luxo de pagar um pouco mais caro pela Bolsa, desde que o diferencial a favor de ações ainda seja atrativo. É exatamente isso que estamos vendo neste momento. O diferencial entre o retorno esperado no mercado acionário (“earnings yield”) e custo de oportunidade (“bond yield”) continua positivo (em torno de 2,3% a.a.) e próximo da média histórica recente. Deste ponto de vista, a Bolsa brasileira deveria mesmo negociar a um certo prêmio em relação a múltiplos históricos. Aliás, este mesmo padrão se repete para a grande maioria dos mercados acionários globais. Quase todos negociam hoje acima da média histórica. A explicação é a mesma: juros baixos em todo o mundo. O diferencial de retornos esperados entre o S&P500 e o IBX (medido pela diferença entre earnings yield), por exemplo, até se ampliou recentemente em favor do mercado brasileiro.

Voltamos assim à questão inicial: como então o crescimento de lucros das empresas pode atuar como um colchão contra eventuais turbulências? A resposta é que, sem poder caracterizar a Bolsa como cara neste momento e com lucros crescendo em torno de 20% nos próximos anos, o mercado poderia subir algo próximo destes patamares e continuar apresentando os mesmos múltiplos atuais (que parecem justos). Outra maneira de olhar essa questão é imaginar que, se os lucros crescerem 20% em média para os próximos anos e o mercado continuar no mesmo patamar, o índice P/L esperado do IBX cairia para algo em torno de 10,5 vezes, nível abaixo da média histórica. Pelo mesmo raciocínio desenvolvido anteriormente, se a Bolsa local estivesse negociando nestes patamares, existiriam bons argumentos para considerá-la como atrativa. Assim, para caracterizar os preços atuais como elevados e, portanto, justificar uma redução na exposição à classe de ativo com base no risco político, o investidor deveria trabalhar com um cenário de probabilidade muito alta de vitória de candidatos dos extremos populistas (o que justificaria um valuation abaixo da média histórica hoje). Caso contrário, o simples passar do tempo e a materialização do crescimento de lucros esperado deveria tornar a Bolsa mais e mais atrativa. E o mercado deveria

continuar subindo.

Apresentamos a seguir uma breve análise de cenários para a valorização da bolsa em 2018. Como já discutido, a valorização da bolsa pode ser estimada em função do crescimento dos lucros das empresas e do múltiplo P/L (preço/lucro) que o mercado aceita pagar pelas ações. Devido à grande depressão de lucros observada nos anos de 2014 e 2015, mesmo nosso cenário mais pessimista para os resultados das empresas ainda aponta para um crescimento de 13% ao ano em 2018 e 2019. Caso nosso cenário mais otimista se materialize, tal crescimento deve ficar em aproximadamente 21% ao ano.

O múltiplo P/L de uma empresa nada mais é do que seu valor de mercado dividido pelo seu lucro projetado. Corresponde, então, ao inverso do chamado earnings yield, (lucro / valor de mercado). Tomemos como exemplo uma empresa para a qual projetemos um lucro de R\$100 milhões em 2018, e que valha hoje R\$1 bilhão na bolsa. Seu yield é, então, de 10% (\$100 milhões de lucro / R\$1 bilhão de valor de mercado). O múltiplo P/L é o inverso disso, ou 10x. De forma agregada, temos atualmente um múltiplo P/L de 13x para a bolsa, correspondente a um yield de 7,7%.

O leitor poderia perguntar: mas qual é o P/L ou earnings yield justo para a bolsa? Para responder a essa pergunta, é necessário analisar os dois componentes deste yield: o rendimento exigido pelos investidores para optar por títulos de renda fixa de prazo compatível e o prêmio de risco cabível a títulos de renda variável. Utilizamos como proxy para o primeiro item o rendimento real de uma NTN-B com vencimento em 2035, que atualmente está em 5,35%. Subtraindo-se esta taxa do earnings yield já calculado de 7,7%, temos que o prêmio de risco que os investidores atualmente demandam para deter títulos de renda variável é de 2,3%.

Em nosso cenário mais pessimista, os investidores passariam a exigir um retorno real de 7,5% para a NTN-B e o prêmio de risco aumentaria para 4%, resultando em um earnings yield de 11,5% e, conseqüentemente, um P/L justo de 8,7x. Este quadro está compatível com momentos de extrema aversão a risco que observamos nos últimos 10 anos no Brasil. Se, por outro lado, nosso cenário mais otimista se concretizar, o yield da NTN-B cairá para 4,2% e o prêmio de risco para 1,5%. Teríamos, então, um earnings yield de 5,7% e um P/L alvo de 17,5x. Cabe destacar que, em determinados momentos de menor aversão a risco, já chegamos a observar prêmios de risco negativos.

Transformando isso em preços-alvo, encontramos um Ibovespa de 53.200 pontos no cenário pessimista (queda de 33% a partir do nível atual) e de 122.700 no otimista (alta de 55%). O nível atual

do Ibovespa (79.080 no momento do fechamento desta carta) indica que o mercado atribui hoje uma probabilidade de apenas 37% de materialização do nosso cenário mais virtuoso.

Quadro 1
Potencial de apreciação da bolsa em 2018

		Crescimento de lucros								
		13,0%	14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	19,0%	20,0%	21,0%
Múltiplo P/L alvo	8,0	-38,0%	-36,9%	-35,8%	-34,7%	-33,5%	-32,4%	-31,2%	-30,1%	-28,9%
	9,0	-30,2%	-29,0%	-27,8%	-26,5%	-25,2%	-23,9%	-22,6%	-21,3%	-20,0%
	10,0	-22,5%	-21,1%	-19,7%	-18,3%	-16,9%	-15,5%	-14,0%	-12,6%	-11,1%
	11,0	-14,7%	-13,2%	-11,7%	-10,2%	-8,6%	-7,0%	-5,4%	-3,9%	-2,2%
	12,0	-7,0%	-5,3%	-3,7%	-2,0%	-0,3%	1,4%	3,1%	4,9%	6,6%
	13,0	0,8%	2,5%	4,4%	6,2%	8,0%	9,9%	11,7%	13,6%	15,5%
	14,0	8,5%	10,4%	12,4%	14,3%	16,3%	18,3%	20,3%	22,4%	24,4%
	15,0	16,3%	18,3%	20,4%	22,5%	24,6%	26,8%	28,9%	31,1%	33,3%
	16,0	24,0%	26,2%	28,4%	30,7%	32,9%	35,2%	37,5%	39,9%	42,2%
	17,0	31,8%	34,1%	36,5%	38,8%	41,3%	43,7%	46,1%	48,6%	51,1%
18,0	39,5%	42,0%	44,5%	47,0%	49,6%	52,1%	54,7%	57,3%	60,0%	

Fonte: WAM e Bloomberg

Signatory of:



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

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. 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.

A Western Asset Management Company "Western Asset" é signatária dos 6 princípios do Principles of Responsible Investment "PRI", uma organização sem fins lucrativos apoiada pelas Nações Unidas e principal responsável pelas propostas de Investimento responsável. A Western Asset se compromete em adotar e implementar estes princípios quando consistentes com nossas responsabilidades fiduciárias e em contribuir com o desenvolvimento de um sistema financeiro global mais sustentável.

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 2018. 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.