



FABIO MOTTA

Head de Gestão de Renda Variável

GLEIDSON LEITE

Portfolio Manager de Renda Variável



WA Valuation FIA: Visão do Gestor

Sumário

- A prisão do ex-Presidente Lula pode significar o fim de suas pretensões políticas, mas isso depende das atividades do STF nas próximas semanas.
- Uma vez conhecidos os representantes viáveis para a presidência, prevalecendo o bom senso, partidos que tenham alguma afinidade ideológica e programática devem se unir em torno do candidato com maiores chances de ir para o segundo turno.
- Nosso cenário base é o de que o candidato mais viável de centro será apoiado por uma grande coalizão de partidos e contará com o apoio do próprio governo.
- Baseados em nossas premissas, esperamos continuidade da recuperação da atividade econômica e da tendência de crescimento de lucros das empresas no caso de vitória de um candidato de centro. A vitória de um candidato da esquerda possivelmente estagnaria os resultados em termos nominais. Caso vença um candidato da direita, existe a possibilidade de um cenário um pouco mais construtivo caso seja adotada uma política econômica liberal. Nos dois últimos casos, os resultados são, neste momento, muito incertos e menos positivos.

Foi dada a largada

Passado o prazo final para filiação partidária, podemos declarar agora oficialmente iniciada a corrida presidencial. O quadro ainda está totalmente indefinido com apenas um candidato já exibindo boa chance de passar para o segundo turno. Elencamos algumas perguntas frequentes e tentamos respondê-las de forma a organizar as ideias e tomar decisões mais embasadas.

Agora que Lula foi preso, ele está definitivamente fora da corrida eleitoral?

A prisão do ex-Presidente Lula, ocorrida no último dia 07, pode significar o fim de suas pretensões políticas, mas isso depende das atividades do STF nas próximas semanas. O voto da Ministra Rosa Weber, rejeitando o último habeas corpus, conflita em certa medida com sua própria visão contrária à prisão de condenados em segunda instância, o que torna o voto da ministra imprevisível se a discussão sobre o mérito do assunto (prisão de condenados em 2ª instância) entrar na pauta.

Há uma corrente que defende que, caso seja revertida a prisão após condenação em 2ª instância, também seja alterado o entendimento atual da Lei da Ficha Limpa de que, quando condenada em cortes colegiadas, uma pessoa não possa se candidatar a cargo eletivo. Não achamos esse cenário o mais provável, mantendo assim a opinião de que, mesmo que Lula seja solto, uma eventual candidatura seria impugnada pelo TSE em observância ao entendimento atual da Lei da Ficha Limpa.

Se Lula for solto, poderá ajudar na campanha de alguém? Se sim, quem?

Não podemos minimizar a influência que o ex-Presidente teria caso pudesse colaborar *in loco* com a campanha de um ou mais candidatos da esquerda como, por exemplo, Guilherme Boulos (PSOL), Manuela D'Ávila (PC do B), Fernando Haddad (PT), Jaques Wagner (PT) e Ciro Gomes (PDT).

É incerta, no entanto, a influência que Lula ainda exerce no eleitorado. No auge de sua popularidade, ele foi capaz de eleger e reeleger Dilma Rousseff, não exatamente a figura mais carismática da política brasileira. O desgaste de Lula devido ao escândalo do Petrolão e sua consequente prisão podem ter reduzido, em alguma medida, sua capacidade de transferência de votos.

Quem são os possíveis candidatos de centro?

O centro, que na verdade compreende um amplo espectro entre centro-esquerda e centro-direita, abarca o Governador licenciado de SP Geraldo Alckmin (PSDB), o ex-Ministro da Fazenda Henrique Meirelles (MDB), o atual presidente da Câmara dos Deputados Rodrigo Maia (DEM), o ex-presidente do BNDES Paulo Rabello de Castro (PSC), João Dionísio Amoedo (Novo) e o empresário Flávio Rocha (PRB). Há que se considerar também a possibilidade de o próprio Presidente Temer concorrer à reeleição, caso a economia apresente melhora sensível nos próximos meses.

- Vemos o IBX negociando a um P/L prospectivo de 12 meses de 14,5x. Olhando para a média histórica do P/L prospectivo do IBX, este número parece um pouco elevado (14,3x versus 12,0x na média dos últimos 5 anos). Entretanto, em face de uma nova realidade de taxa de juros e da eventual continuidade de um governo reformista, vemos espaço para o mercado brasileiro negociar a múltiplos até acima destes 14,5x, suportando nossa visão otimista para a bolsa.

O ex-ministro do STF Joaquim Barbosa, recém-filiado ao PSB, ainda não se lançou candidato mas dá indicações de também pleitear o cargo. Na falta de maiores informações, acreditamos que ele deva se posicionar como um candidato da centro-esquerda. A candidata Marina Silva (Rede) deve ocupar posição semelhante, assim como o senador Álvaro Dias (Podemos).

O apresentador de televisão Luciano Huck, cuja candidatura foi dada quase como certa, não se filiou a partido algum e, portanto, está definitivamente fora do páreo.

Esquerda e centro seguirão fragmentados ou deve haver composição em torno dos nomes mais viáveis de cada um dos dois grupos?

Como as campanhas eleitorais passaram a ser mais curtas (apenas 45 dias), o chamado período de pré-campanha fica mais alongado, com um número maior de candidatos tentando provar sua viabilidade. Desta forma, é natural essa fragmentação no atual estágio. Não faz sentido um pretendente com pequena intenção de voto abdicar de sua candidatura em favor de outro apenas marginalmente melhor colocado.

Os representantes viáveis da esquerda e do centro devem ser conhecidos entre julho e agosto, quando serão realizadas as convenções partidárias. Se prevalecer o bom senso, partidos que tenham alguma afinidade ideológica e programática devem se unir em torno do candidato com maiores chances de ir para o segundo turno.

Do ponto de vista dos candidatos mais alinhados à esquerda, o incentivo para cooperação virá mais de alguma coesão ideológica do que de benefícios materiais, como verba de campanha ou tempo de TV.

Por outro lado, para os candidatos mais identificados com o centro político, um forte incentivo para a cooperação seria um eventual apoio do atual governo ou, mais especificamente, da coalisão de partidos que suporta o atual governo. Não que isso ajude muito do ponto de vista de carisma ou popularidade, mas o ungido terá acesso à melhor estrutura de campanha e um tempo desproporcionalmente maior de TV.

Justamente por conta desta grande vantagem, nosso cenário base é o de que o candidato mais viável de centro será apoiado por uma grande coalisão de partidos e contará com o apoio do próprio governo.

Bolsonaro continuará sendo um dos favoritos ou sua candidatura perderá força quando efetivamente começar a campanha?

Na ausência do ex-Presidente Lula, o único candidato que já apresenta grandes chances de disputar o segundo turno é o Deputado Jair Bolsonaro (PSL), que costuma ser rotulado de extrema-direita por conta de seu posicionamento conservador e sua afinidade com as Forças Armadas.

Parece haver uma crença (ou torcida?) de que a força até agora demonstrada pelo candidato deva se esvaír à medida em que avance a campanha eleitoral, os demais candidatos apresentem suas propostas e o Deputado mostre suas fragilidades em debates. Fato é que Bolsonaro praticamente monopoliza o discurso da ética e da segurança pública, temas particularmente caros à população. Interessante notar que o governador de São Paulo Geraldo Alckmin, que tem dados bastante favoráveis para apresentar no campo da segurança pública, não é nem de longe associado à matéria.

Os dois candidatos que representam a chamada centro-direita (João Amoedo e Flavio Rocha) provavelmente

vão tentar se apropriar de parte deste eleitorado, utilizando discurso de endurecimento de leis, fim da progressão de penas, valorização das polícias e revogação do Estatuto do Desarmamento.

O que está precificado na bolsa?

Afinal de contas, qual deve ser o comportamento das ações brasileiras se um candidato visto como amigável ao mercado sair vitorioso? Os preços atuais já incorporam uma grande probabilidade de isso acontecer? Alternativamente, os agentes acham mais provável a vitória de um candidato dos extremos e, neste caso, a vitória de um do centro acarretaria uma alta adicional da bolsa?

Para tentar responder a essas perguntas de forma racional, assumimos algumas premissas de crescimento de lucro e de aversão a risco que seriam razoáveis em cada um dos cenários eleitorais. Para o ano corrente, estimamos um crescimento de 28% na massa de lucros agregados, que deve ser pouco ou nada impactado pelo resultado da eleição. Para 2019, os resultados podem variar bastante, em função do nível de confiança do consumidor e do empresariado, bem como da taxa de juros vigente e do comportamento do Real frente a outras moedas.

No caso de vitória de um candidato do centro, esperamos continuidade da recuperação da atividade econômica e da tendência de crescimento dos lucros das empresas. Isso, associado a um quadro de menor aversão a risco, faria com que os investidores aceitassem pagar um múltiplo mais alto pelas ações, acarretando valorização do mercado como um todo. Em nossos cálculos, assumimos que um desfecho eleitoral favorável contribua para um crescimento de 20% nos lucros agregados das empresas brasileiras em 2019. Neste mesmo cenário, acreditamos haver espaço para uma compressão dos juros reais para cerca de 4% e também uma redução do prêmio exigido por investidores para deterem ações. O resultado disso seria uma expansão do múltiplo P/L da bolsa para quase 17x e uma valorização do mercado de 34% a partir do nível de fechamento de março.

Em um cenário em que um dos candidatos dos extremos (esquerda ou direita), vistos como mais populistas, acabasse por ser eleito em outubro próximo, os resultados seriam mais incertos e menos positivos que no cenário acima. Obviamente, neste momento, o grau de incerteza em relação a essas previsões é enorme. Mas ainda assim pode ser útil tentarmos fazer alguma análise de sensibilidade. Hoje nos parece que o impacto sobre crescimento de lucros não é homogêneo e independe do espectro político do vitorioso. Se for eleito um candidato alinhado à esquerda, um cenário possível é que os resultados fiquem estagnados em termos nominais, tanto pela desaceleração de vendas (e consequente contração de margens devido à menor diluição de custos e despesas fixas), como pelo aumento das despesas financeiras resultante do aumento do risco-País e desvalorização do Real. Também não somos particularmente otimistas no evento de vitória do candidato associado à direita, apesar de haver, neste caso, a possibilidade de um cenário mais construtivo se o candidato efetivamente adotar uma política econômica liberal, como tem afirmado que fará em caso de vitória. Obviamente, o cenário mais alvissareiro para a bolsa seria o de vitória de um candidato centrista e reformista.

Procedimento similar precisa ser adotado para as perspectivas de juros reais e de prêmio de risco de renda variável. No caso de vitória de candidato de um dos extremos, adotam-se premissas mais negativas (juros e prêmio de risco mais altos), enquanto que um candidato simpático ao mercado acarretaria contração dos juros e uma menor aversão ao risco. A tabela abaixo resume as principais premissas e os cenários de upside ou downside resultantes dos possíveis cenários, ressaltando que o alto grau de incerteza do atual quadro político obviamente abre espaço para um sem número de outras possibilidades.

Tabela 1
Principais premissas e cenários

	Esquerda	Centro	Direita
Crescimento de lucros 2019	0,0%	20,0%	10,0%
<i>Bond Yield</i>	7,0%	4,0%	5,5%
<i>Spread</i>	5,0%	2,0%	4,0%
<i>Earnings yield</i>	12,0%	6,0%	9,5%
P/L alvo	8,3	16,7	10,5
IBX atual	34.337	34.337	34.337
IBX alvo	19.685	46.192	27.060
Upside / downside	-42,7%	34,5%	-21,2%

Fonte: Bloomberg, *Economática*

Admitindo-se corretas as nossas visões sobre lucros, juros reais e prêmio de risco em cada um dos cenários, o nível atual do mercado deve refletir uma probabilidade de aproximadamente 55% de vitória de um candidato centrista e 45% de um que seja de algum extremo do espectro político.

Resultados 4Q17

Com o encerramento de mais um ano, voltamo-nos para a questão do desempenho das empresas ao longo de 2017 (medido aqui pelo lucro líquido), bem como nossa visão para a evolução desta métrica no período 2018-2020.

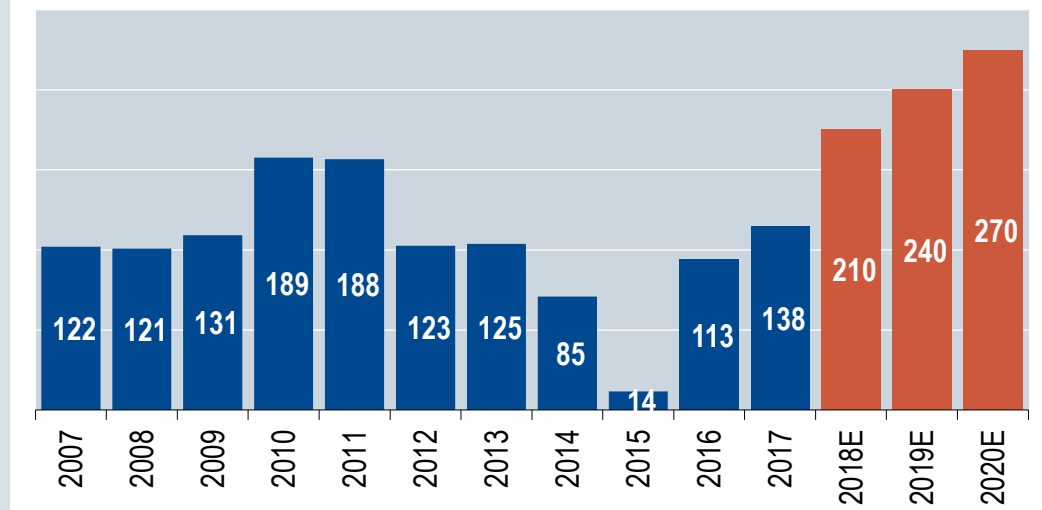
Cabe ressaltar que falaremos aqui da massa de lucros das empresas que compõem o índice IBX. Em que pese o fato de, ao escrevermos esta carta, ainda não termos a divulgação dos números da totalidade das empresas que constituem o referido índice, podemos dizer que a massa de lucros de 2017 girou em torno de R\$ 138 bi. Ajustado¹ por diversos efeitos não recorrentes, chegamos a um número próximo a R\$ 164 bi versus nossa expectativa de R\$ 160 bi e de R\$ 167 bi esperados pelo consenso do mercado. Assim, lançando mão da métrica ajustada, vemos que o conjunto das empresas que compõem o IBX entregou o resultado esperado por nós, consolidando a recuperação de resultados iniciada em 2016. Mesmo lançando mão do lucro reportado, chegamos à conclusão de que a retomada está posta.

Olhando para os próximos anos, esperamos que o mesmo conjunto de empresas entregue uma massa de lucro de R\$ 210 bi em 2018 (crescimento aproximado de 28% em relação ao ajustado de 2017), puxada principalmente por ciclos globais e defensivos domésticos, além das empresas reguladas. Sabemos que a incerteza eleitoral e a timidez da recuperação econômica mostrada pelos indicadores divulgados neste início de ano mostram-se como riscos para nossa projeção. Entretanto, o aumento do PIB (ainda que menor do que o esperado), contribuindo para crescimento de receita e de margem, através da alavancagem operacional, a menor taxa de juros e iniciativas de cortes de custos e otimização de estrutura implementadas

¹ Ajuste feito pela equipe de renda variável da Western Asset

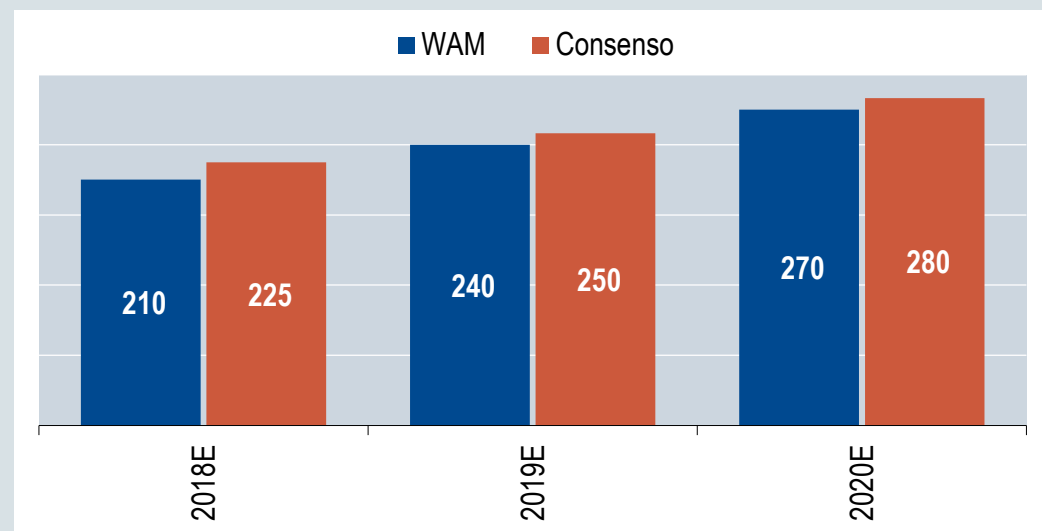
por diversas companhias em diferente setores, são fatores que suportam nossa expectativa de crescimento. Os gráficos a seguir ilustram a expectativa da evolução da massa de lucros para o período 2018-2020, bem como o comparativo entre os números da WAM e o consenso de mercado, mostrando que seguimos mais conservadores que o consenso.

Gráfico 1
Lucro Líquido Agregado (R\$ bi)



Fonte: Bloomberg, Economática

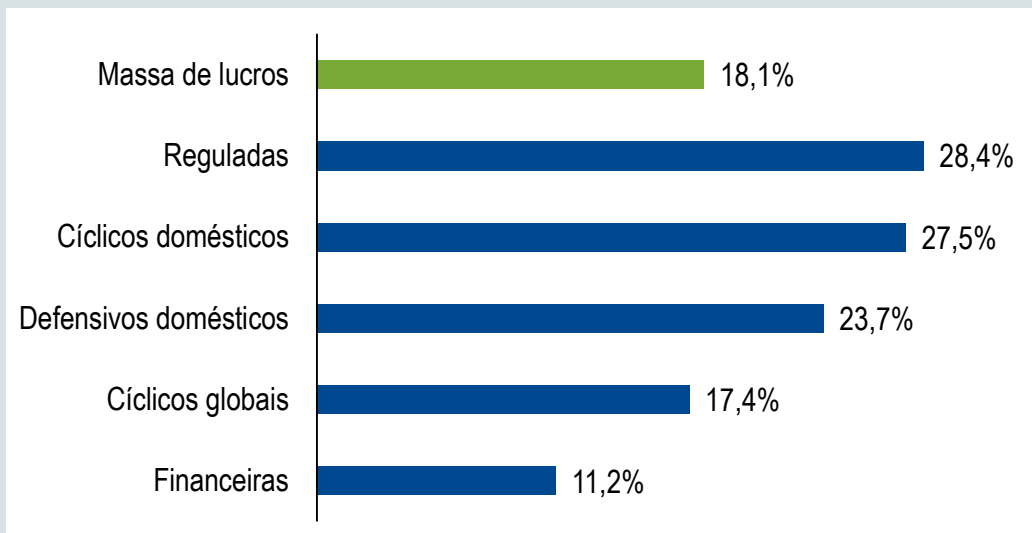
Gráfico 2
Lucro Líquido Agregado: WAM x Consenso (R\$ bi)



Fonte: Bloomberg, Economática

Interessante notar que, conforme ilustra o gráfico abaixo, olhando para o período 2020-2017 vemos um crescimento composto anualizado de cerca de 18% a.a., espalhado pelos diferentes segmentos da economia, mostrando uma boa dispersão da recuperação de lucros.

Gráfico 3
CAGR 2020 - 17*



Fonte: Bloomberg, Economática

Por fim, observando o valuation, vemos o IBX negociando a um P/L prospectivo de 12 meses de 14,5x. Olhando para a média histórica do P/L prospectivo do IBX, este número parece um pouco elevado (14,3x versus 12,0x na média dos últimos 5 anos). Entretanto, conforme ilustrado na seção anterior, em face de uma nova realidade de taxa de juros e da eventual continuidade de um governo reformista, vemos espaço para o mercado brasileiro negociar a múltiplos até acima destes 14,5x, suportando nossa visão otimista para a bolsa.

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.