



**MARCELO GUTERMAN**  
Product Specialist da Western Asset no Brasil



## Fundos de Dividendos: perspectiva positiva e diversificação em um só produto

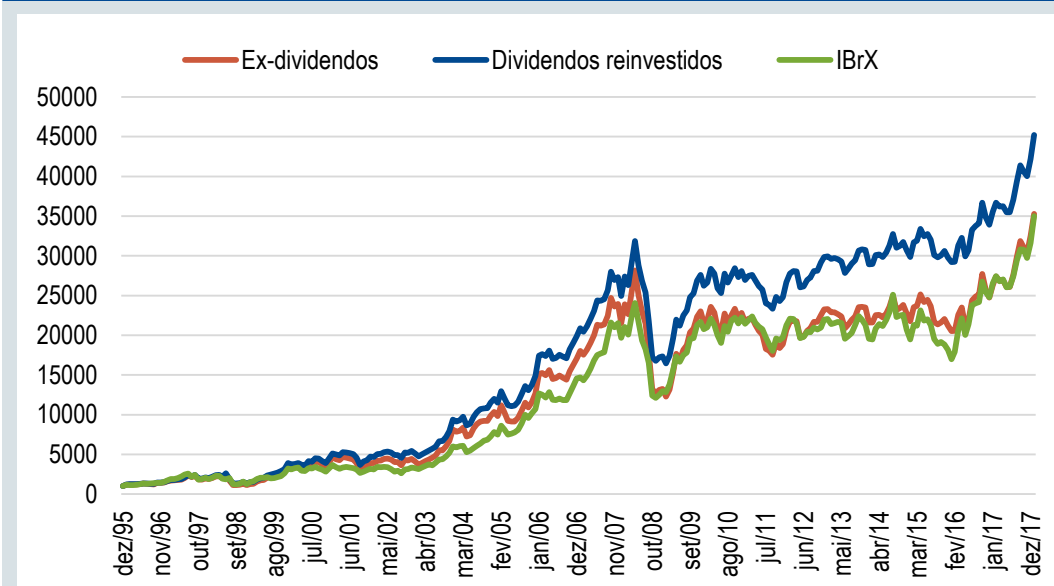
### Sumário

- Dividendos são uma parcela importante da remuneração do investidor. Se os dividendos pagos pelas empresas do IBrX fossem reinvestidos, o índice estaria hoje em um patamar cerca de 30% superior ao atual.
- O atual ponto do ciclo econômico, de recuperação da atividade após uma profunda recessão, significa aumento dos lucros sem necessidade de novos investimentos, o que deixa fluxo de caixa livre para pagamento de dividendos.
- Fundos de Dividendos, pelo fato de serem compostos por ações consideradas mais “defensivas”, podem ser bons instrumentos de diversificação, principalmente em um ano eleitoral.

A remuneração do capital investido pelo acionista em qualquer empresa é formada por duas partes: a valorização do ativo (ganho de capital) e os dividendos. Em princípio, sob certas condições, tanto faz, para o investidor, se a remuneração de capital vier sob uma forma ou outra. Em ambos os casos, a sua riqueza total aumenta. No entanto, do ponto de vista do investidor, há um componente psicológico que pode ser importante: para realizar o ganho de capital e colocar no bolso o dinheiro da valorização das ações, o investidor precisa se desfazer de uma parte do seu patrimônio. No pagamento de dividendos, por outro lado, o dinheiro vai para o bolso do investidor sem que seja necessário “se desfazer” do patrimônio. Por isso, há uma certa preferência, por parte dos investidores, por ações que pagam dividendos.

Os dividendos são uma parte relevante do retorno de uma ação. No Gráfico 1, mostramos uma comparação entre o retorno de uma carteira formada por 20 ações<sup>1</sup> negociadas desde dezembro de 1995, e que valia R\$ 1.000 nesta data, com e sem a incorporação dos dividendos.

Gráfico 1  
Simulação de carteira com e sem distribuição de dividendos



Fonte: *Econômica*, Western Asset

Podemos observar que esta carteira valeria, em janeiro de 2018, cerca de R\$ 35 mil com a distribuição dos dividendos, e cerca de R\$ 45.000 se os dividendos pagos durante este período tivessem sido reinvestidos. A carteira está sendo comparada ao IBrX para mostrar seu comportamento bastante semelhante ao do índice. Desta forma, podemos dizer que, se os dividendos pagos pelas ações que compõem o IBrX tivessem sido

<sup>1</sup> Petrobrás, Ambev, Itaú, Vale, Bradesco, Banco do Brasil, Lojas Renner, Vivo, Embraer, Gerdau, Weg, Braskem, Lojas Americanas, Pão de Açúcar, Klabin, Cemig, Eletrobrás, CSN, Usiminas e Iochpe.

reinvestidos ao longo deste tempo, o índice estaria em 45.000 pontos, ou cerca de 30% acima do nível atual.

Do ponto de vista da empresa, a decisão pelo pagamento ou não de dividendos passa pelas oportunidades de investimento. De modo geral, se a empresa atua em um mercado cujas taxas de retorno são maiores do que o seu custo de capital (considerando o risco), a administração vai investir na expansão de seu negócio, deixando de pagar dividendos. Outra empresa, que atue em um mercado mais maduro, com taxas de retorno menores, terá menos incentivo para o investimento, distribuindo mais dividendos.

Esta é a regra geral. Outros fatores, no entanto, podem interferir nesta decisão. Por exemplo, se há uma grande capacidade ociosa na economia, o incentivo a investimentos será menor, pois as empresas procurarão, antes, ocupar a capacidade ociosa, para, somente depois, procurar expandi-la, mesmo que estejam atuando em setores com altas taxas de retorno potencial. Este é precisamente o caso atual da economia brasileira. Como podemos ver no Gráfico 2, o nível de utilização da capacidade instalada da indústria como um todo, apesar do crescimento recente, ainda está longe da normalidade, tendo se recuperado muito pouco desde o fim da recessão, no início de 2017. Portanto, o incentivo para as empresas investirem, neste momento, ainda é baixo, o que tende a aumentar a sobra de caixa para distribuição de dividendos.

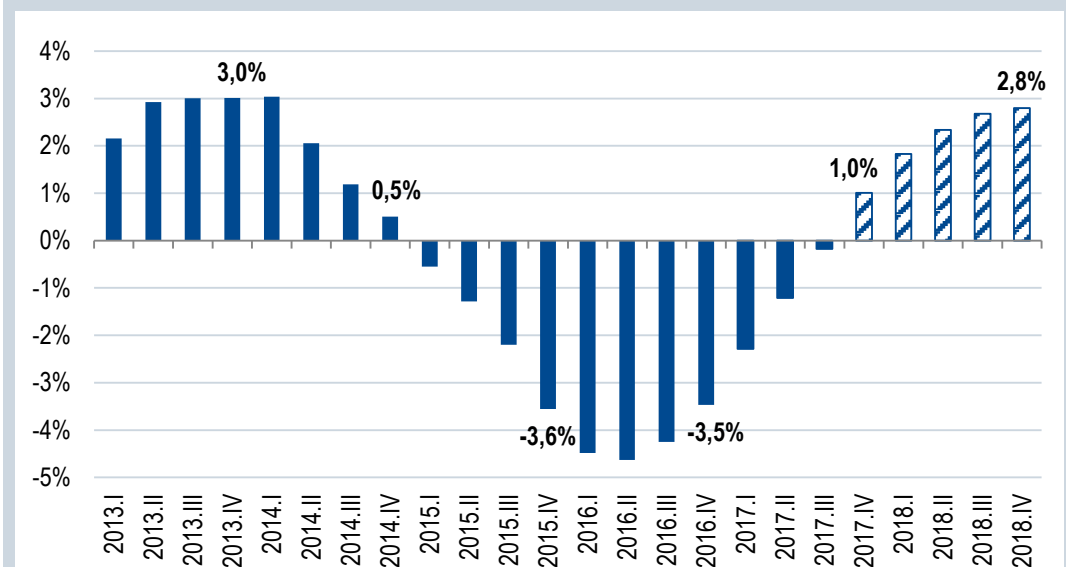
Gráfico 2  
NUCI (CNI)



Fonte: Bloomberg

Mas não basta o nível de investimento ser baixo. É necessário que o lucro das empresas aumente, de modo que o montante disponível para distribuição de dividendos também cresça. Neste sentido, é preciso analisar o ponto de ciclo econômico que ora atravessamos. O Brasil está saindo da maior recessão de sua história. Conforme podemos observar no Gráfico 3, o 4º trimestre de 2017 deve provavelmente marcar o primeiro trimestre de crescimento (no conceito 4 trimestres contra os 4 trimestres anteriores) desde o 4º trimestre de 2014.

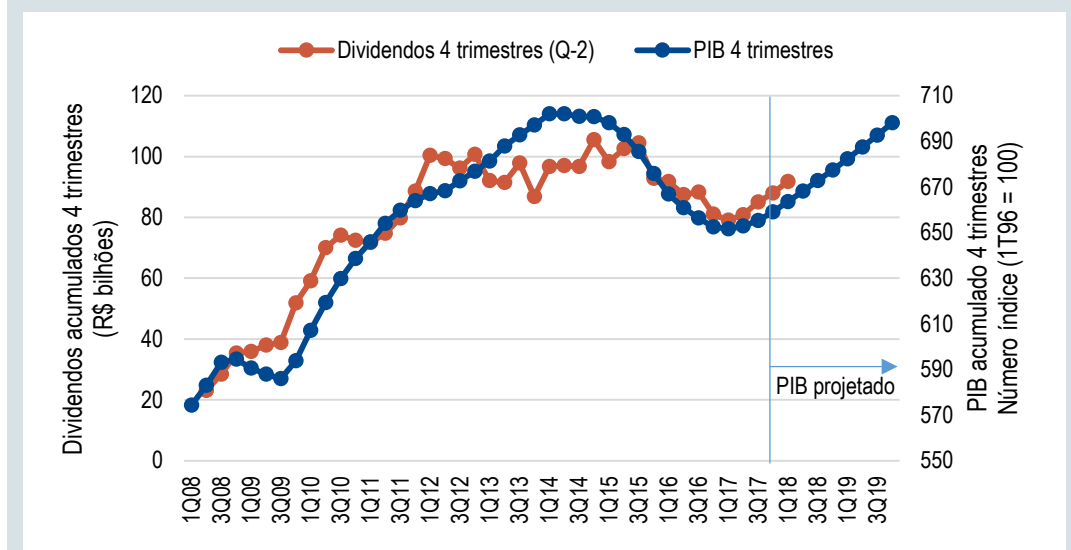
Gráfico 3  
Crescimento do PIB (4Q x 4Q)



Fonte: Banco Central (Projeções: Western Asset em jan/2018)

A relação entre recuperação cíclica da economia e crescimento dos lucros pode ser observada no Gráfico 4.

Gráfico 4  
Relação PIB x Dividendos



Fonte: Banco Central, *Econômica*

Neste gráfico, colocamos os dividendos acumulados em quatro trimestres de todas as empresas negociadas na BM&FBovespa e o PIB brasileiro, também acumulado em quatro trimestres. Os dividendos estão “adiantados” em dois trimestres. Ou seja, os dividendos mostrados, digamos, no 4T17, são os dividendos somados entre o 3T16 e o 2T17. Desta forma, conseguimos ajustar o gráfico dos dividendos ao gráfico do PIB, mostrando que o ciclo de recuperação dos dividendos antecipa-se ao ciclo da recuperação do PIB.

Podemos observar que os dividendos são, de maneira geral, um sinalizador do PIB dois trimestres à frente. Esta relação aparentemente se quebrou entre os anos 2012-2014, quando os dividendos estabilizaram-se, mas o PIB continuou crescendo em um primeiro momento para depois recuar. A partir de 2015, essa aparente correlação voltou a valer.

Sabemos, no entanto, que, apesar dos dividendos “anteciparem” o PIB, a relação de causalidade é inversa: é o crescimento do PIB que gera o aumento dos lucros e, portanto, dos dividendos. Assim, ao projetar o PIB, podemos projetar o crescimento dos dividendos. No gráfico, a trajetória futura do PIB (até o final de 2019) considera crescimento de 2,8% em 2018 e 3,0% em 2019. Se esta projeção se realizar, provavelmente teremos os dividendos voltando para os picos observados em 2014.

Considerando estas perspectivas, os Fundos de Dividendos podem ser uma boa alternativa de investimento. O gestor procura compor a carteira destes fundos com empresas cujo dividend yield<sup>2</sup> projetado seja superior à média de mercado. Mas a grande questão com que os investidores se defrontam no momento de selecionar os ativos que comporão a sua carteira é bem simples: este investimento renderá mais do que aquele outro no horizonte de tempo relevante para a minha tomada de decisão? Nada mais natural, portanto, do que perguntar: os Fundos de Dividendos renderão mais do que o restante da indústria de fundos de ações em 2018?

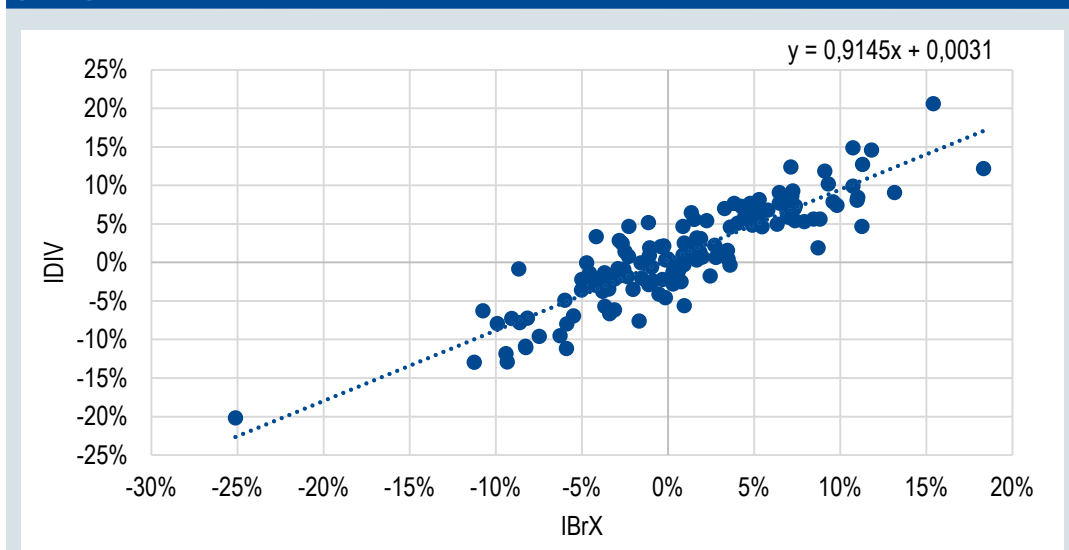
Claro que não temos uma resposta definitiva para esta questão. Neste artigo, juntamos algumas evidências de que, talvez, os Fundos de Dividendos possam ter uma performance superior neste ano, dado o ponto do ciclo econômico em que nos encontramos. Mas, além disso, os Fundos de Dividendos poderão ter um papel diversificador na carteira dos investidores.

Por se tratar de empresas que pagam dividendos acima da média do mercado, normalmente pertencem a setores mais maduros da economia, com oportunidades mais reduzidas de investimentos. Sendo assim, estes fundos costumam ser formados por ações consideradas mais “defensivas”, ou seja, que reagem menos às oscilações do mercado. Tecnicamente, dizemos que este tipo de fundo tem um beta menor do que 1. De fato, ao medirmos o beta do IDIV<sup>3</sup> contra o IBrX com dados mensais desde o início do IDIV, em dezembro de 2005, obtemos um beta de 0,9145, conforme podemos observar no Gráfico 5, em que plotamos os retornos mensais do IDIV em função dos retornos mensais do IBrX desde o início do IDIV, em dezembro de 2005, até janeiro de 2018.

---

2 “Dividend Yield” nada mais é do que o montante de dividendos pagos dividido pelo preço da ação. Por exemplo, se uma determinada ação paga dividendos no valor de R\$ 1,00 e o seu valor é de R\$ 10,00, o dividend yield será de  $1,00/10,00 = 10\%$ .

3 IDIV: Índice de Dividendos calculado pela BM&Fbovespa, e que mede o desempenho das ações com os maiores dividend yields dos últimos 36 meses. Uma observação importante sobre o IDIV: como se trata de um índice calculado automaticamente, sua regra de formação necessariamente olha apenas o passado. Assim, farão parte do IDIV as empresas que pagaram mais dividendos no passado. Um gestor de fundos de dividendos, no entanto, olha para o futuro. Desta forma, procura antecipar aquelas empresas que pagarão mais dividendos daí em diante. Portanto, usar o IDIV como uma proxy do comportamento dos fundos de dividendos pode produzir distorções importantes, a depender de certos dividendos extraordinários distribuídos por algumas ações ao longo do tempo.

Gráfico 5  
IDIV x IBrX

Fonte: BDS, Western Asset

Apesar de estarmos em meio a um ciclo de alta da bolsa, que aparentemente continuará neste ano, é sempre bom não concentrar todos os ovos em uma única cesta. Sendo assim, a diversificação de uma parcela dos investimentos dedicados à renda variável em Fundos de Dividendos agrega uma característica “defensiva” ao portfólio, que pode ser muito útil durante períodos menos favoráveis, principalmente se considerarmos que 2018 é ano eleitoral, quando todo cuidado é pouco!

*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 FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR.*

*© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2018. 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.*