

Palavra do *Especialista*

por **André Leite**, CIO da TAG Investimentos

Uma Classe de Ativos Difícil

SUMÁRIO

O que não faltam ultimamente são **posts em redes sociais ou matérias jornalísticas citando como o Ibovespa tem sido um investimento ruim.**

Nesse estudo nos propomos a entender se o problema com a bolsa brasileira, aqui representada pelo Ibovespa, é algo conjuntural ou algo estrutural.

Analisamos causas possíveis, a composição do índice em si e um comparativo com uma bolsa bem-sucedida, a bolsa americana (SP500). Entramos também em outra seara, sobre o quanto a gestão ativa de bolsa tem sido capaz de entregar bons resultados em diversas janelas de tempo, o que no fim do dia se traduz nas chances do investidor brasileiro de bolsa, fazendo uso de gestão ativa, de obter ganhos consistentes acima do CDI.

Avançamos no fator “ponta”, que é o preço atual do Ibovespa estar muito deprimido por questões de curto prazo, partindo dos lucros esperados para os próximos 12 meses (estão perto da máxima histórica) e da relação histórica de Preço/Lucro, qual deveria ser o preço do Ibovespa hoje (na “ponta”) para que em janelas mais longas tivéssemos tido retornos consistentes acima do CDI.

E por fim apresentamos nossas conclusões sobre a classe de ativos, propondo um checklist de condições necessárias e desejáveis para que nossa bolsa destrave o seu valor.

TÓPICOS

1. Os fatos. Ibovespa x CDI em diversas janelas.

Com os dados até 23.05.2024, considerando retorno total do Ibovespa (incluí dividendos) contra o CDI, o que temos está na tabela abaixo.

Especialmente nos prazos mais longos, onde temos períodos positivos e negativos na economia e mercados, o que temos é que a Ibovespa é um investimento CDI “menos”, e não CDI “mais” como a teoria tradicional de investimentos sugeriria, ou seja, mais risco trazendo um maior retorno em prazos mais longos.

Ou seja, o argumento que estamos vivendo uma fase atípica não se sustenta, embora olhando-se o gráfico de 20 anos do Ibovespa os momentos acima do CDI ocorrem, porém são sucedidos por momentos abaixo, com bastante volatilidade e retorno, na média, insatisfatórios.

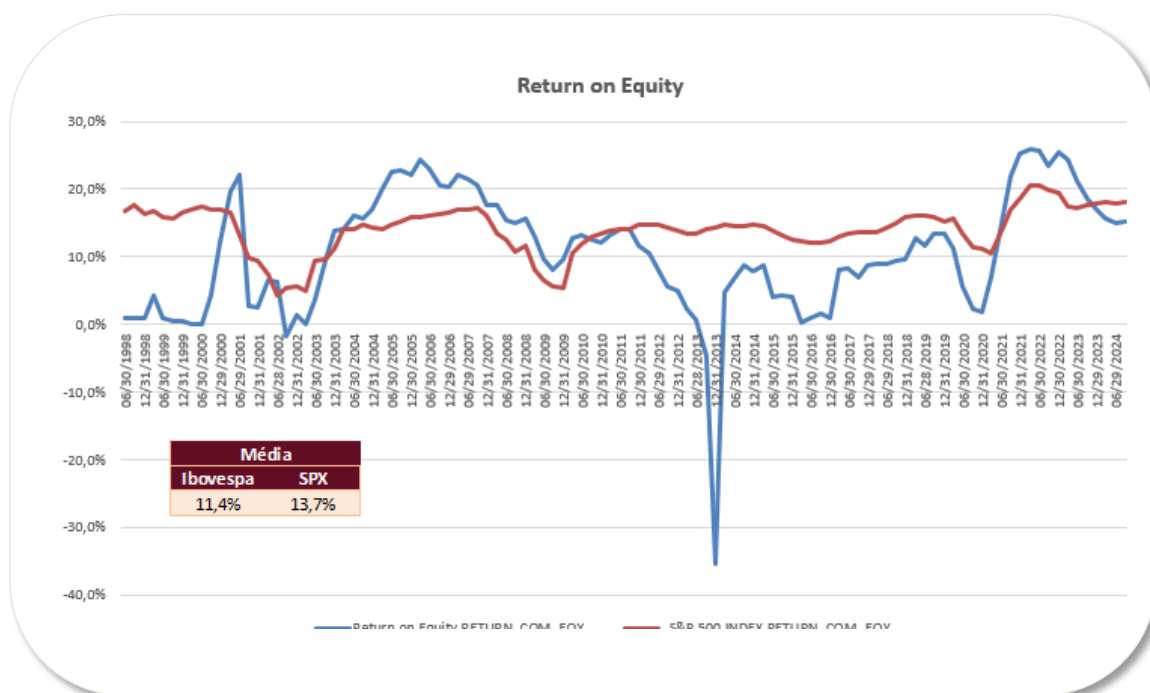
Table with 8 columns: Ativo, 12 Meses, 24 Meses, 48 Meses, 60 Meses, 120 Meses, 180 Meses, 240 Meses. Rows include CDI, Ibovespa, and CDI +/-.



2. Um problema Estrutural ou Conjuntural?

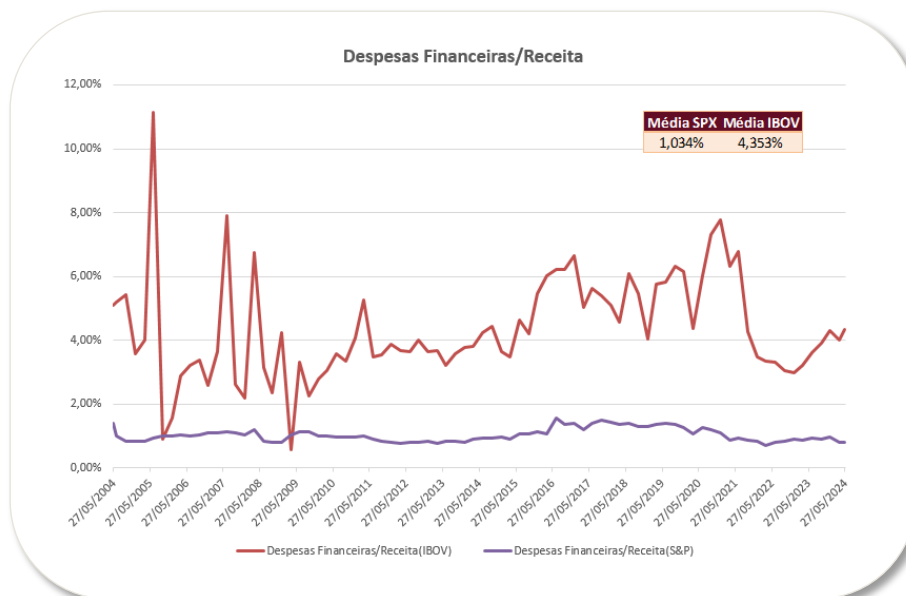
Para investigar essa questão, tratamos o Ibovespa e o SP500 como se fossem uma empresa, isto é, com balanços consolidados.

Primeiramente olhamos para o retorno do acionista, o ROE (*return on equity*) desde 1998 para ambos os índices. Vemos que na média o SPX apresentou um ROE de 13,74% enquanto o IBOV nos trouxe 11,44%. Importante destacar que a volatilidade dos retornos do SP500 é bem menor do que do Ibovespa. Só este fato, maior previsibilidade de retornos, já comandaria um maior múltiplo para o SP500 do que para o Ibovespa. Já vamos deixar registrada esta conclusão preliminar aqui.



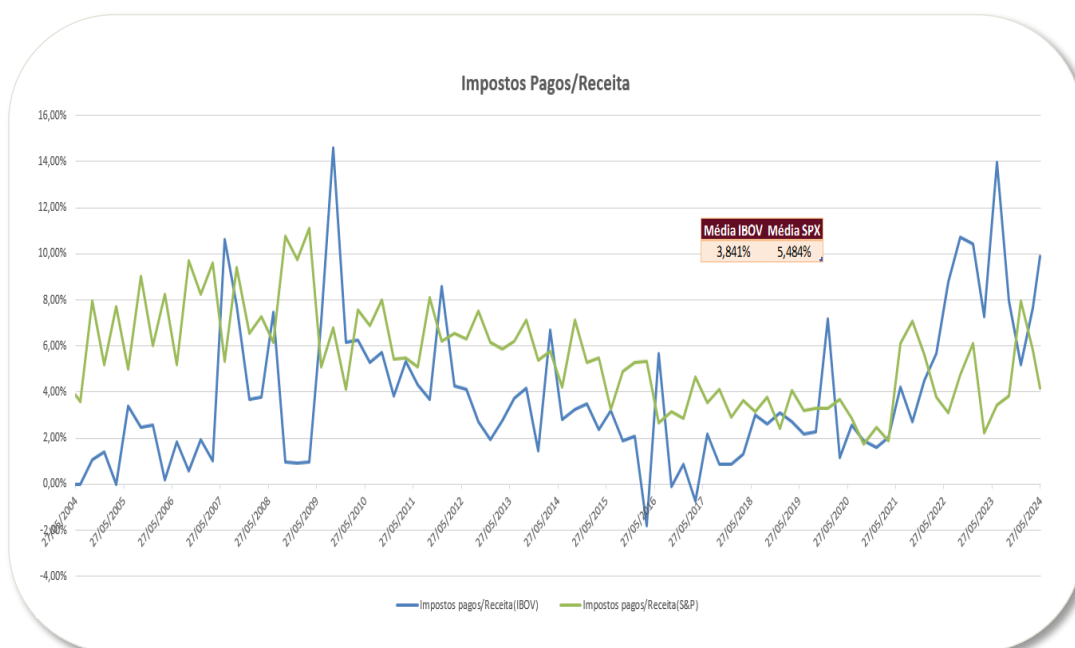
Tentamos olhar dois fatores que poderiam explicar o maior retorno do SP500, uma menor despesa financeira das empresas e uma menor carga tributária.

Quanto à despesa financeira, a tese se revelou acertada, na média, as empresas do Ibovespa pagam 4,3% do faturamento em despesas financeiras, enquanto no SP500 isso é apenas 1% do faturamento.

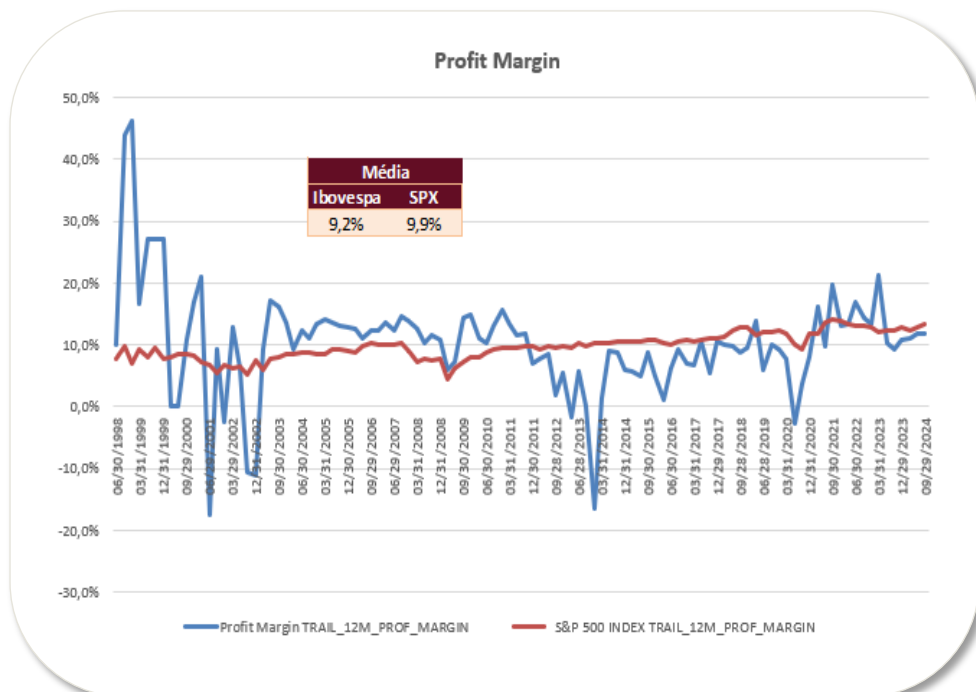


Já em relação aos impostos, como relação do faturamento, tivemos uma surpresa. Na média as empresas locais pagam 3,8% do faturamento enquanto as americanas pagam 5,5%. **Agregando despesa financeiras e impostos as empresas americanas têm uma despesa, como função do faturamento, que é 1,6% menor. Isso decerto explica uma parte do maior ROE das empresas americanas.**

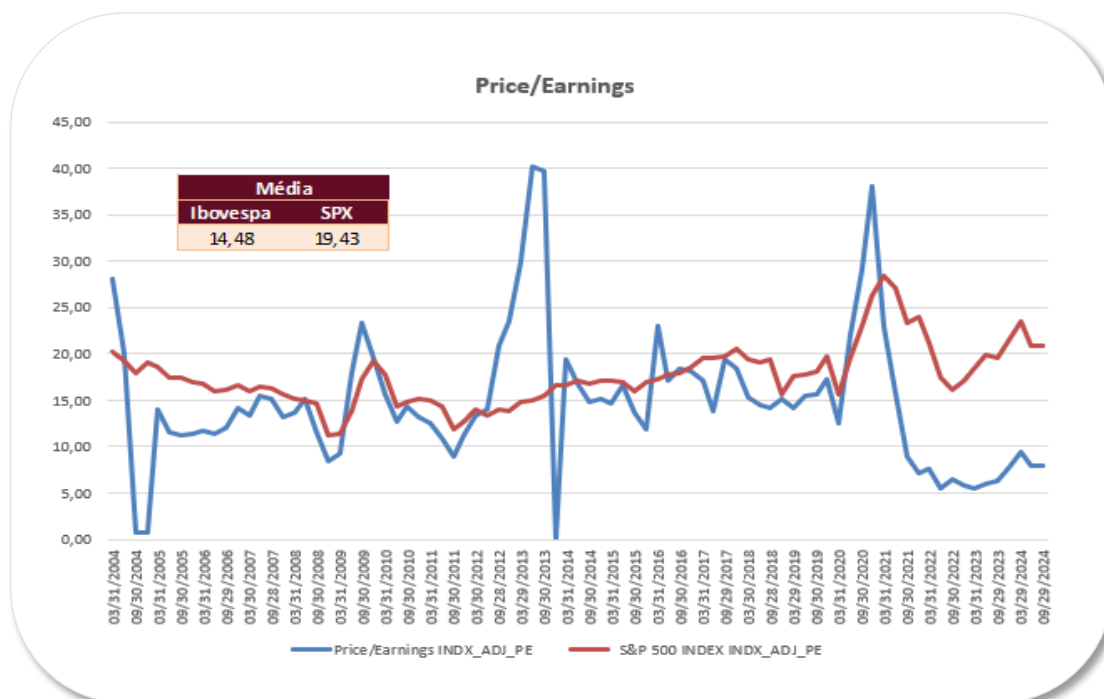
Quanto à menor carga tributária real no Brasil, este artigo (<https://icleconomia.com.br/empresas-pagam-metade-tributacao-sobre-o-lucro/>) explica que o fenômeno é devido em grande parte a benefícios e brechas legais, as famosas jaboticabas brasileiras.



Em relação à margem de lucro, vemos que na média a diferença não é absurda (bem como a de ROE), porém, novamente aqui, temos uma estabilidade de margens para as empresas americanas, enquanto no Ibovespa a tônica é a volatilidade de margens. Isso é explicado pela maior presença de empresas de commodities (cíclicas por natureza) e uma maior volatilidade macro e política.



Olhando apenas para as médias longas (desde 1998) vemos que o SP500 tem sim um ROE maior do que o Ibovespa (2,3% acima), bem como melhores margens. Quando olhamos para a diferença de precificação entre os dois índices, no entanto vemos uma divergência atual entre os P/E bem acima das médias (19,4 no SP500 contra 14,5 no Ibovespa). Atualmente a diferença é de cerca de 13 pontos. Excetuando-se momentos atípicos como pandemia ou efeito “Dilma”, temos uma das maiores divergências da história.



Entendemos sim que o SP500 merece ter um prêmio de **valuation sobre o Ibovespa, afinal o índice nos oferece um investimento com uma baixa volatilidade de retornos. Tudo que é mais incerto, por definição é mais barato.**

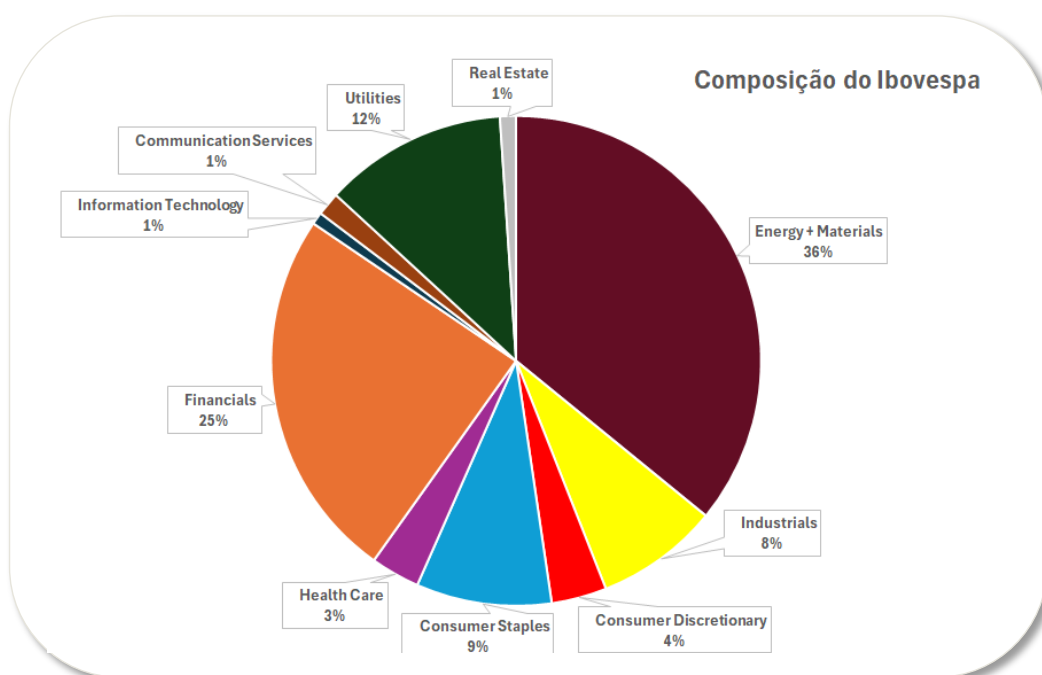
Os motivos para isso são conhecidos, maior presença de produtoras de commodities, juros maiores (maior taxa de desconto), maior instabilidade macro e política. Porém a pergunta que se apresenta é;

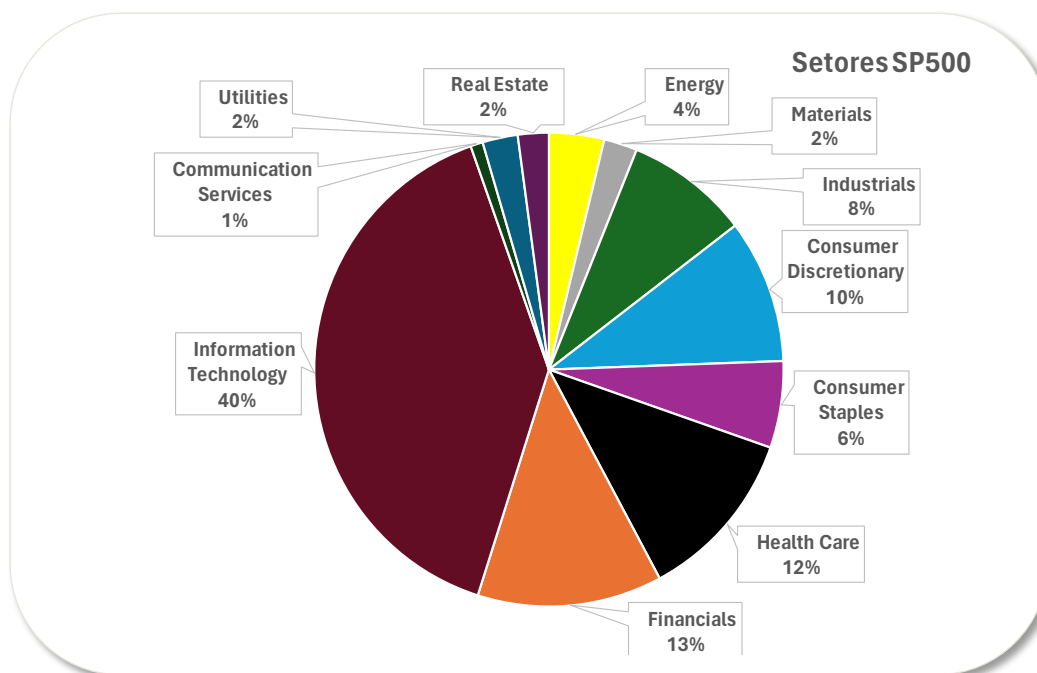
Hoje o gap de precificação é de 13 pontos, contra uma média de 5 pontos. Isso é justificável? Iremos responder a esta fundamental pergunta nos próximos itens.

A conclusão deste item é que sim, o Ibovespa enfrenta um “vento contra” estrutural e não conjuntural. O que pode ser conjuntural é apenas a intensidade atual deste vento.

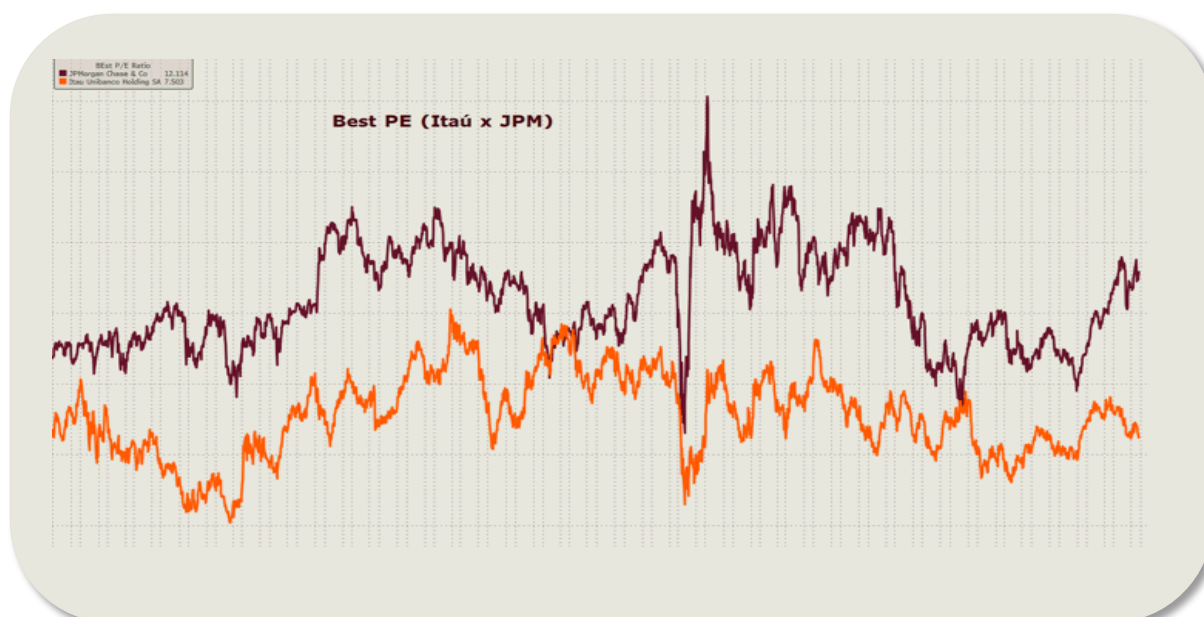
3. Análise. O fator micro, ou a composição dos índices Ibovespa x SP500

Começando pelo Ibovespa. Como é sabido, temos aqui forte presença de produtores de commodities, empresas cíclicas por natureza e que por definição tem retornos mais voláteis e naturalmente são mais baratas. Já o SP500 tem em sua composição 40% no setor de tecnologia, empresas dominantes, monopolistas e com fluxo de receitas que além de terem certa previsibilidade, apresentam crescimento. A diferença (grande) de composição setorial do índice explica a diferença de múltiplos entre os dois índices.

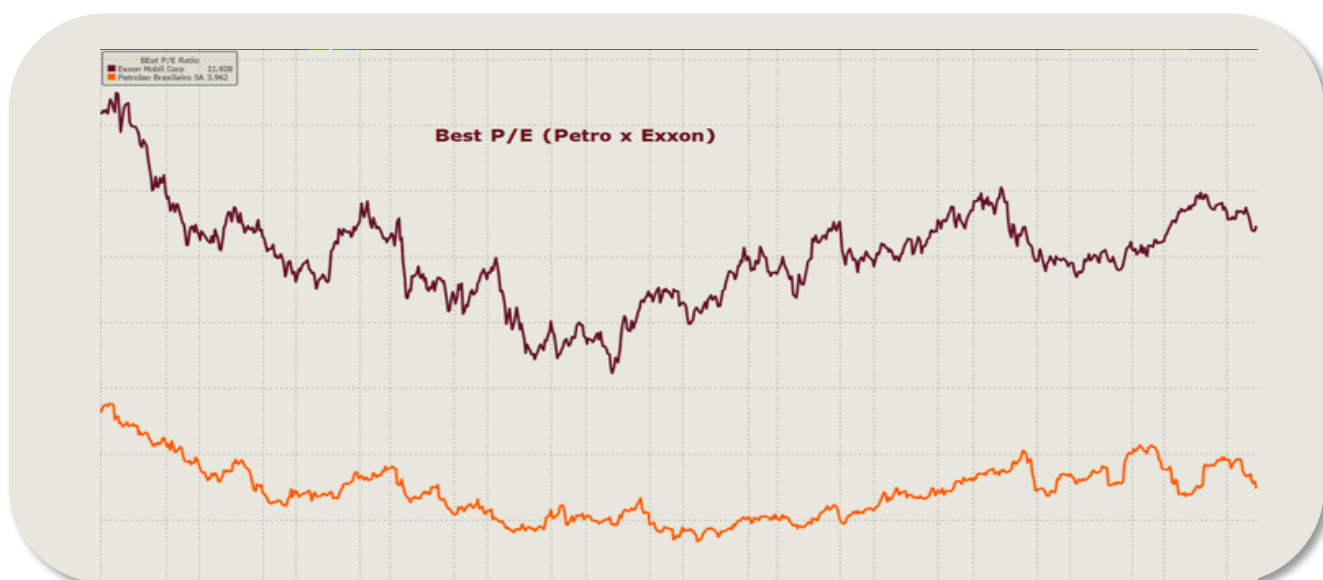




O Ibovespa, além do setor de commodities, tem como segundo maior peso o setor financeiro, que tem passado por uma disrupção pelas fintechs, algo que é mais presente no Brasil do que nos Estados Unidos. Comparando os dois melhores na sua categoria (bancos incumbentes), JP Morgan e Itaú, vemos que no caso brasileiro o PE (price / earnings – relação preço x lucro), que oscilava entre 10 e 12, hoje oscila entre 8 e 10. Já o banco americano, apresenta o range de PE mais estável, talvez fruto da menor penetração de bancos digitais nos Estados Unidos, onde os três maiores bancos não somam 18 milhões de pessoas, ¼ do que o Nubank apresenta como base no Brasil. Mais um ponto que explica a diferença de precificação entre os dois índices.



Uma outra maneira de olharmos é comparar nossa principal empresa (Petrobrás) com a Exxon, ambas cíclicas e dependentes da mesma commodity. Aqui vemos uma diferença tão grande de precificação que não tem como escapar de risco Brasil e governança da Petrobrás como um fator explicativo para isso. Detalhe, a nossa Petro tem margem líquida de pouco mais de 20% enquanto a da Exxon é de pouco mais de 10%. O mercado paga 3 vezes mais por algo que tem metade da margem líquida. A favor da Exxon, ela tem 15 bilhões de barris de óleo equivalente em reservas provadas, enquanto a Petrobrás tem cerca de 11 bilhões. Com os potenciais achados na foz do Amazonas, as da Petrobrás tendem a aumentar.

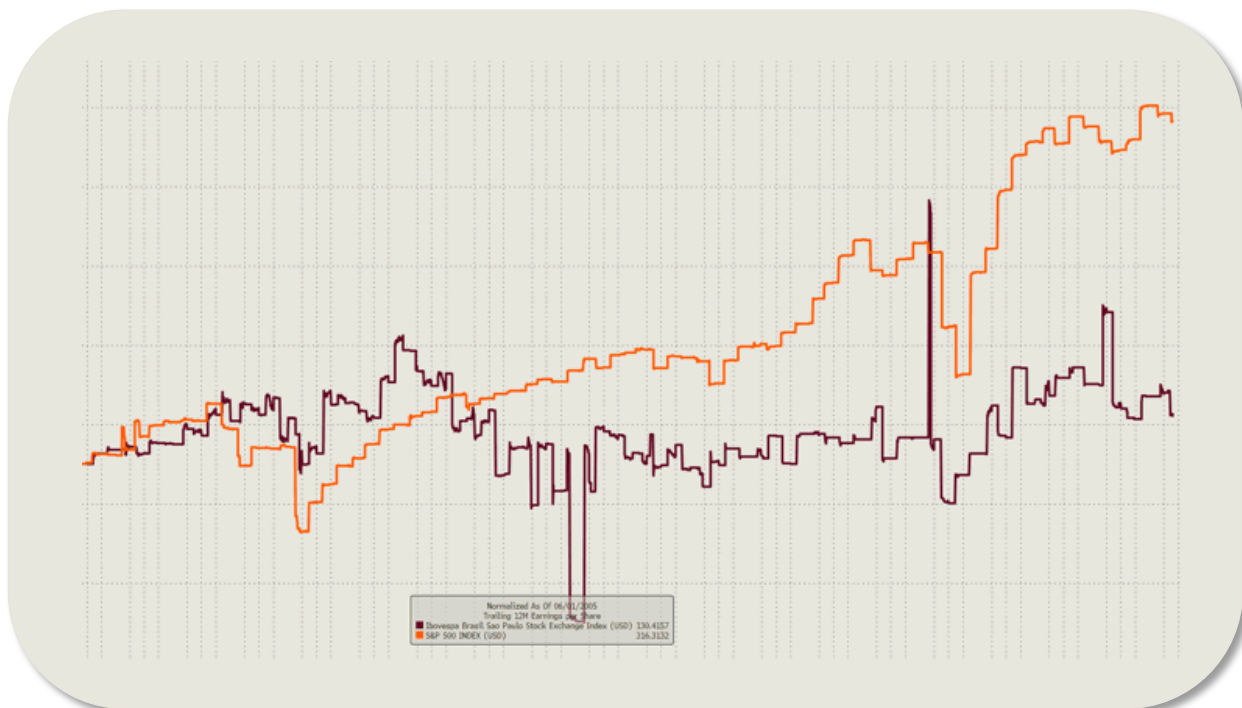


E para concluir o micro, vamos olhar para crescimento recente de lucros dos dois índices, medidos em moeda forte (o que já fatora o diferencial de inflações brasileira e americana no resultado). Nas janelas de 5, 10 e 20 anos.

Aqui temos um verdadeiro massacre, olhando da ótica do investidor estrangeiro, que quer o seu lucro em moeda forte. Nas 3 janelas a taxa de crescimento de lucros do SP500 é bem maior do que a do Ibovespa. Em 20 anos o CAGR (Taxa de Crescimento Anual Composta) dos lucros do SP500 cresce 6,2% aa e o Ibovespa cresce apenas 1,4% aa.

Se fizéssemos um *blind taste* mostrando os números para um investidor bem treinado, sem mostrar a geografia ou mesmo a exposição setorial, presumimos que com boas chances ele ou ela falaria que uma maior previsibilidade de retornos, bem como um maior retorno aos acionistas e crescimento de lucros mereça sim um prêmio, porém talvez não tão exagerado

quanto a atual fotografia. Na conclusão final do estudo, iremos abordar as causas macropolíticas desta precificação estranha e possíveis *triggers* para algum tipo de reversão à média, isto é, o Ibovespa se valorizando em relação ao SP500 em termos de precificação.



4. Análise. A gestão ativa pode transformar a bolsa brasileira em uma classe investível?

Bem, aqui neste ponto do estudo você já sabe que o Ibovespa é um investimento complicado, com retornos de longo prazo abaixo do CDI e já tem uma boa ideia, em termos de fundamentos, das razões por detrás disso.

A pergunta que se apresenta agora é, se o investidor selecionar um bom gestor ativo, como suas chances de obter um investimento que remunere o risco e bata o CDI, aumentam?

O primeiro ponto é limparmos a base de dados de todos os fundos de ações, que existem ou já existiram. Para isso estabelecemos alguns critérios, com objetivo de medir a gestão ativa profissional.

1. Tirar Fundos Master, que geralmente tem taxa zero de administração.
2. Tirar Fundos MonoAção, tipo FGTS Petro, pois não mede capacidade de gestão

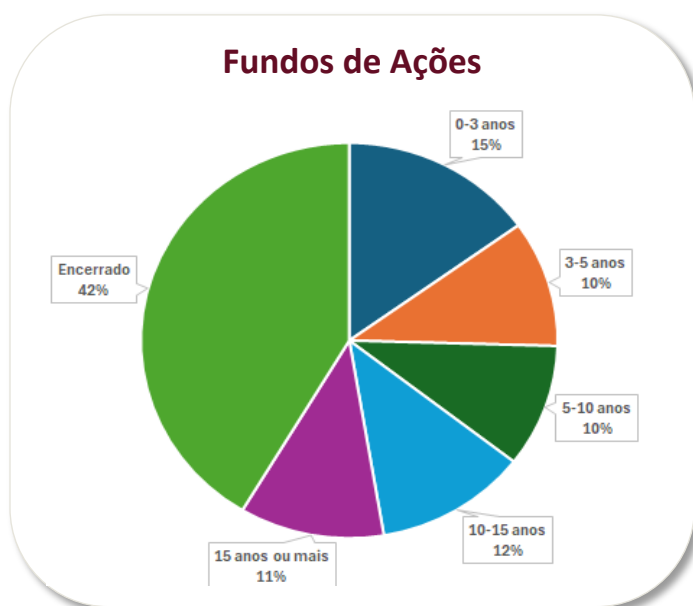
3. Tirar Fundos Exclusivos (todos)

4. Tirar Fundos que podem fazer IE ou que tenham IE como foco. (investimento no exterior)

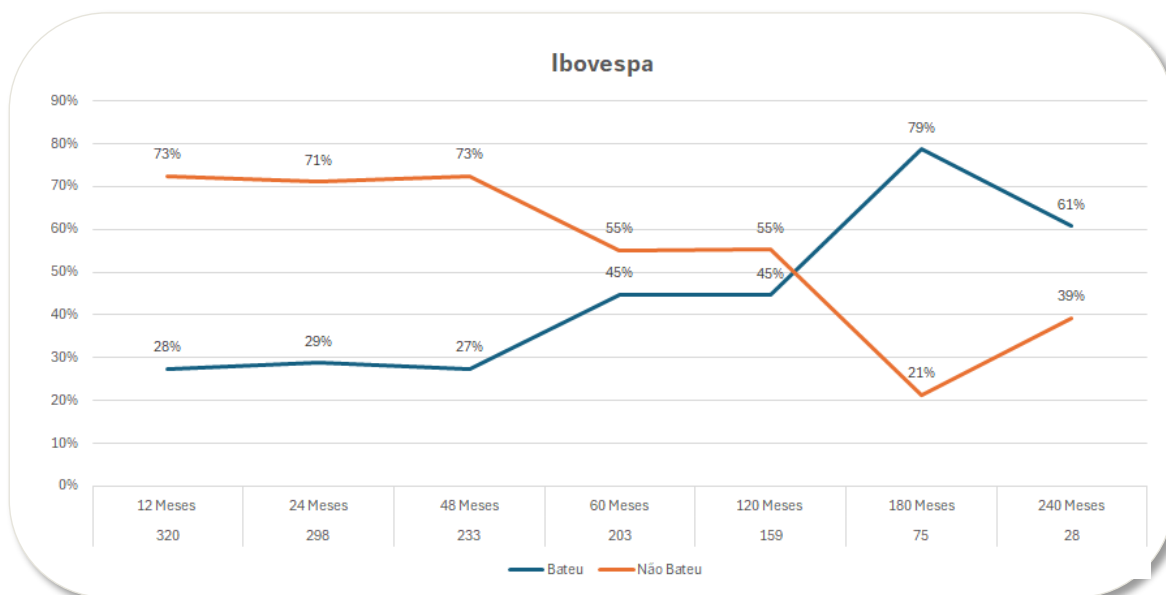
6. Tirar Fundos feeders que investem no mesmo Master

5. Entre os **feeders** que investem no mesmo master, deixamos o mais antigo. Assim evitamos dupla contagem

Com isso nossa base de dados foi depurada a um número de 676 fundos, os quais apresentamos as seguintes estatísticas, em termos de mortalidade e idade.



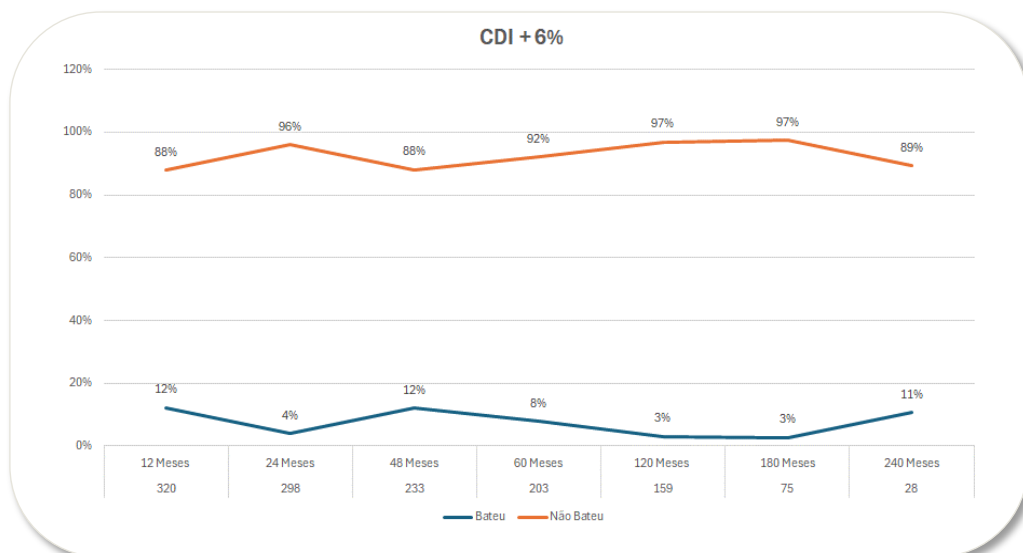
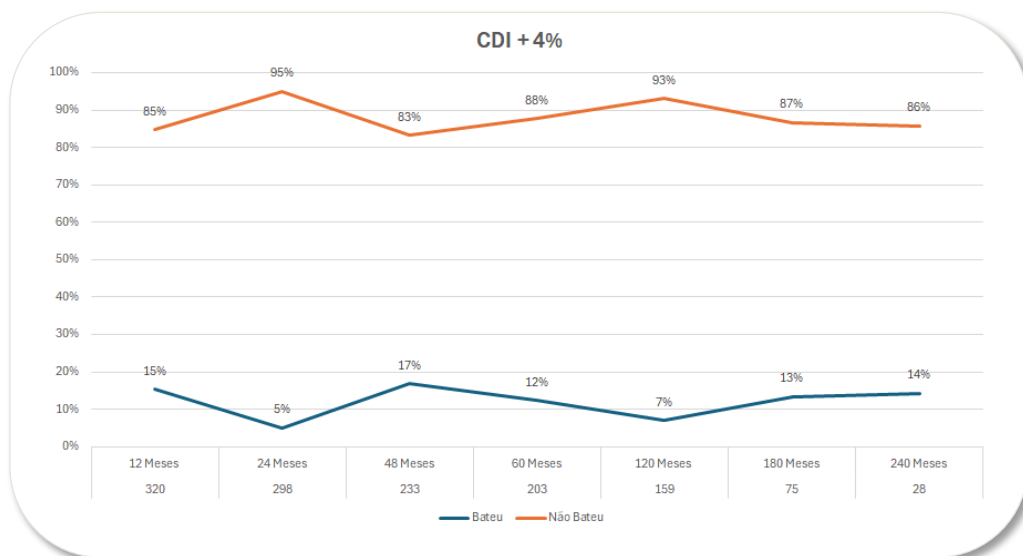
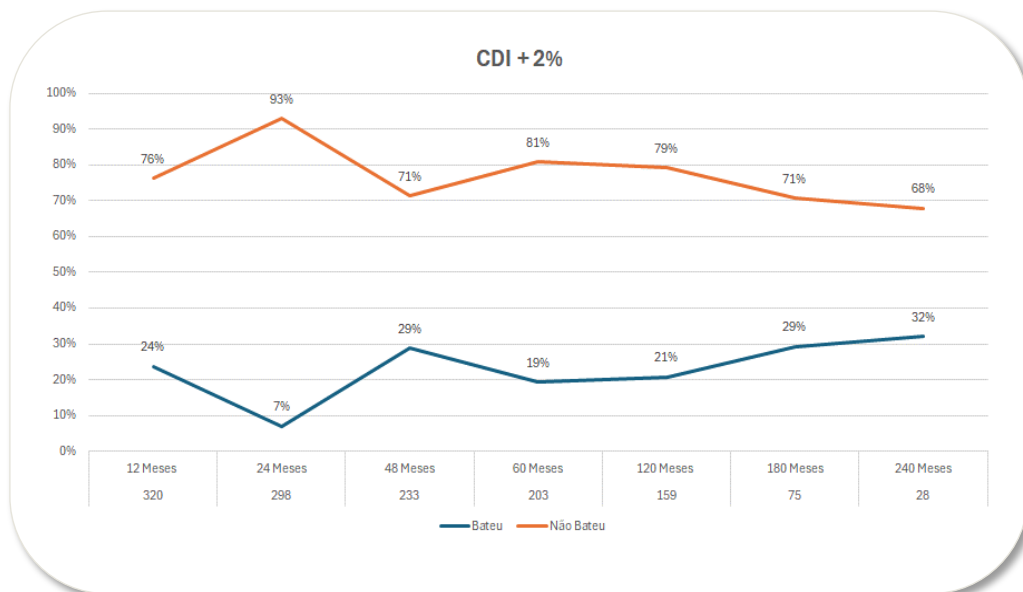
Agora, o ponto é descobrir quem consegue bater o Ibovespa em várias janelas. Aqui, vemos que os últimos 4 anos têm sido anos difíceis para a gestão ativa e, naturalmente, para janelas mais antigas, vamos vendo que a taxa de sucesso aumenta, o que é explicado pelo viés da sobrevivência. Na medida em que o tempo passa, a amostra de fundos sobreviventes vai se reduzindo bem, porém a taxa de sucesso aumenta. Ou seja, fica quem bate o seu benchmark.



Bem, sabemos que bater o Ibovespa é só o começo, o gestor deve também bater, de forma consistente, o implacável maratonista queniano, o CDI. Aqui, olhamos as taxas de sucesso em várias janelas, colocando a régua em CDI + 2%, CDI + 4% e CDI + 6%. **No longo prazo (20 anos), apenas 32% de 28 fundos bateram o CDI + 2%, ou seja, 9 fundos de um universo de 676 fundos. Pouco mais de 1%. Com a régua em CDI + 4%, são 4 fundos no nosso universo de 676 fundos, algo como 0,6%. Com a régua lá no alto, em CDI + 6%, são apenas 3 fundos em 676, ou apenas 0,45%.**

Sim, são chances até melhores do que ganhar na mega sena com um bilhete simples, de 1 para cada 50.063.860, porém, convenhamos que as suas chances são bem baixas. E para o investidor brasileiro típico, que não tem paciência para o longo prazo e fica trocando de gestores a cada poucos meses, digamos que aí sim as chances são virtualmente zero.

Um ponto para guardarmos para mais tarde, um retorno de CDI + 2% (nossa régua mais baixa) é algo que se obtém com uma relativa facilidade com uma carteira pulverizada de crédito privado, se for de produtos isentos, é mais fácil ainda. Pois é, parece aquela luta que você pode escolher entre enfrentar de um lado o Mike Tyson e do outro uma criança. Na medida em que o investidor se dá conta disso, o fluxo entre as classes de ativo vai ficando mais óbvio, não?



Observação importante: *timing* em bolsa é fundamental. Para ilustrar isso, pegamos o ponto alto da gestão ativa x gestão passiva, que foi dezembro de 2019, os números são bem diferentes do momento atual.



5. Análise. O fator “ponta”. No atual nível de lucros, algum múltiplo seria razoável para que a bolsa pudesse ter um resultado que compensasse o seu risco?

Sem entrarmos nos fatores positivos que poderiam provocar isso, vamos mostrar como ficariam os retornos de longo prazo para um nível de Preço/Lucro de 12 para o Ibovespa e para um nível de Preço Lucro de 16, que refletem respectivamente uma precificação mais perto da média histórica e uma precificação mais perto do topo do range histórico. Isso equivaleria a um índice Bovespa em 190 mil e 250 mil pontos. Na tabela abaixo, mostramos os retornos em função do CDI para prazos mais longos (para prazos mais curtos não faz sentido).

Fazendo-se a média das janelas (48,60,120,180 e 240 meses), temos que um Preço Lucro de 12 (190K), nos dá um retorno médio nas janelas de CDI + 2,6% aa. Um retorno melhor, decerto,

São Paulo, junho 2024

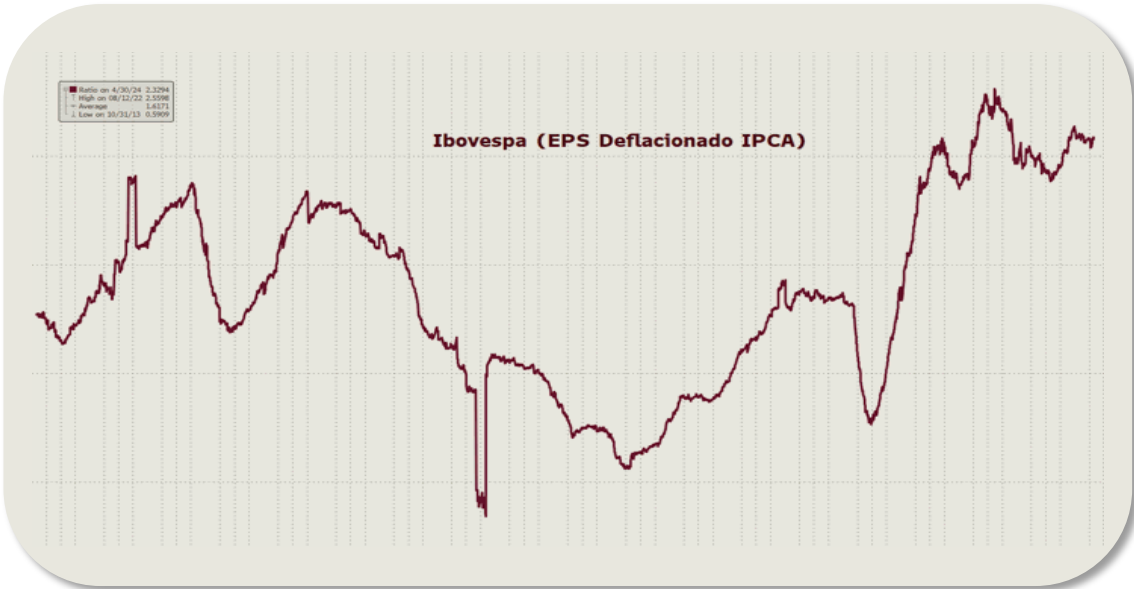
porém, ainda compatível com outras classes de ativos como o crédito, em especial o crédito isento. Ou seja, melhorou, mas ainda não parece remunerar adequadamente o risco.

Fazendo-se a média das janelas (48,60,120,180 e 240 meses), temos que um Preço Lucro de 16 (250K), nos dá um retorno médio nas janelas de CDI + 6,8% aa. Este sim, um retorno polpudo que remunera bem o risco corrido.

A conclusão é que para o atual nível de lucros, o Ibovespa só nos daria um retorno que compensa o risco na região de 12 a 16 vezes o lucro, ou em termos de pontos, algo entre 190 mil e 250 mil pontos.

Table with 8 columns: Ativo, 12 Meses, 24 Meses, 48 Meses, 60 Meses, 120 Meses, 180 Meses, 240 Meses. Rows include CDI, Ibovespa, Ibovespa - 190k, Ibovespa - 250k, CDI +/- 190k, and CDI +/- 250K.

Interessante frisar que o atual nível de lucros projetados 12 meses à frente, já deflacionado, é um dos maiores da série histórica. Não dá para reclamar do atual nível de lucros.



6. Conclusão

Ter fome é uma condição necessária para uma boa refeição (dizem que a fome é o melhor tempero), porém outras condições também se apresentam, como o indivíduo ter uma renda, comprar a comida e prepará-la. Assim ele desfrutará de uma boa refeição.

Analogamente, não basta termos preços baixos dos ativos para o bom desempenho destes, outras condições se fazem necessárias para que o fluxo em direção à renda variável brasileira eleve o nível de preços e com isso destravemos este valor. Vamos explorar, na conclusão, alguns destes fatores, que são, em sua maioria, fatores macroeconômicos (e de fundo político).

6.1. Cenário Internacional

Os Estados Unidos hoje desfrutam de juros altos, déficit fiscal (ou seja, dinheiro irrigando o setor privado), tecnologia de ponta, poderio militar e um programa de política industrial que atrairá investimentos de USD 1 trilhão nos próximos 10 anos. O país é como se fosse um enorme buraco negro no espaço, sugando toda matéria (capital) ao seu redor.

Imagine um investidor americano, que tem a seu favor uma bolsa pujante de alto crescimento de lucros. Imagine que ele compare um investimento de menor risco, uma cesta de crédito *high yield* de empresas domésticas, que hoje paga 8% ao ano em dólares. Empresas que ele conhece. Porque esse investidor deixaria esse USD + 8% na mesa e viria atrás de retornos de renda variável em um lugar tão exótico (aos seus olhos) como a América de Sul? Abaixo temos retornos de longo prazo (20 anos) de um investimento USD + 8% e outros ativos. Ele teria obtido praticamente o mesmo percentual do CDI, só que em moeda forte. E nos anos passados essa cesta não teve nem perto essa taxa de retorno, ou seja, hoje as perspectivas são ainda melhores.

Acho que fica claro aqui a importância dos juros americanos, hoje em 5,3% aa. Após muitos anos de juros zero, os Estados Unidos têm um maratonista queniano, correndo em dólares e te pagando isso como taxa livre de risco. Aqui está implícito que sem uma redução expressiva dos juros básicos americanos, não teremos fluxo para mercados emergentes e para o Brasil.

6.2. Cenário Local

Bem, aqui começamos com o nosso maratonista queniano, o CDI. Enquanto você até tenta dar um pique, e depois se cansa, o nosso maratonista segue dia após dia no seu passo constante. Enquanto tivermos juros nominais e reais neste nível é realmente complicado para a bolsa competir, seja pela despesa financeira das empresas, seja pela taxa de desconto que aplicamos ao fluxo de caixa das empresas. O Brasil, por desenho, é um país feito para o credor (seja de títulos públicos ou privados) e não para o acionista.

Enquanto não tivermos uma política fiscal responsável, endereçando a questão da eficácia dos gastos, o nível dos gastos e consequentemente alcançarmos uma trajetória decrescente de dívida pública, não teremos juros reais ou nominais que favoreçam à renda variável. Temos aqui a principal condição, juros mais baixos. Ponto.

Juros mais baixos não nascem em árvores e muito menos é algo que podemos fazer por decreto, é uma conquista de anos e anos de segurança jurídica, um estado eficiente e uma gestão orçamentária responsável. Um exemplo são as despesas previdenciárias, que irão explodir com o apagão demográfico. Quem vai pagar essa conta? Temos aqui outra condição, um arcabouço político funcional, um estado de direito que nos dê segurança jurídica, um estado eficiente na prestação de serviços e um orçamento equilibrado. Isso vem antes das ações brasileiras poderem reclamar uma relação Preço x Lucro de país desenvolvido.

E por último a questão das isenções fiscais nos investimentos. Sabemos que essa isenção é o que tem possibilitado um fluxo de investimentos para setores que demandam capital de longo prazo, como o imobiliário, o agro e a infraestrutura. Porém aqui temos a questão do remendo que acaba estragando a calça. Como não temos um bom ambiente macro que nos traria juros mais baixos, damos esse remendo (isenção fiscal) para estimular esse investimento de longo prazo. Ao juntarmos juros altos e isenção fiscal, temos um coquetel mortal para a renda variável.

6.3. A questão do “Equity Risk Premium (ERP)”

A teoria nos diz que o investimento em ações traz um prêmio de risco por estarmos carregando a parte mais arriscada da estrutura de capital de uma empresa, o *equity*. **Por que então que no Brasil esse prêmio não se materializa?**

Primeiramente fizemos um teste para saber se o cálculo do ERP se aplica ao Brasil. O cálculo pega o lucro do índice e dividimos ele pelo preço do índice Bovespa, a isso chamamos de *earnings yield*. **Será esse *yield* um número nominal ou um número real (inflação mais ele)?**

Pegamos a evolução do lucro do Ibovespa e comparamos com o IPCA. E sim, vimos que no longo prazo é consistente afirmar que pelo menos temos a variação do IPCA no crescimento dos lucros.



Olhando isso em tabela, em algumas janelas; retornos anualizados.

	Número Índice Earnings	Número Índice IPCA
12 Meses	-27,2%	3,9%
24 Meses	-7,1%	4,3%
48 Meses	22,3%	6,5%
60 Meses	14,9%	5,8%
120 Meses	17,9%	5,8%
180 Meses	7,7%	5,8%

Bem, o próximo passo é calcular o **Earnings Yield** desde. Isso é uma espécie de TIR (taxa interna de retorno) real da Ibovespa.

- Desde 2006, a TIR real média da Ibovespa foi 12,74%
- Desde 2006, a TIR média real da NTN-B de 10 anos foi 5,79% aa

Quando olhamos o desempenho do IMAB (algo perto da NTN-B de 10 anos), ele é muito superior ao CDI e naturalmente mais ainda em relação ao Ibovespa.

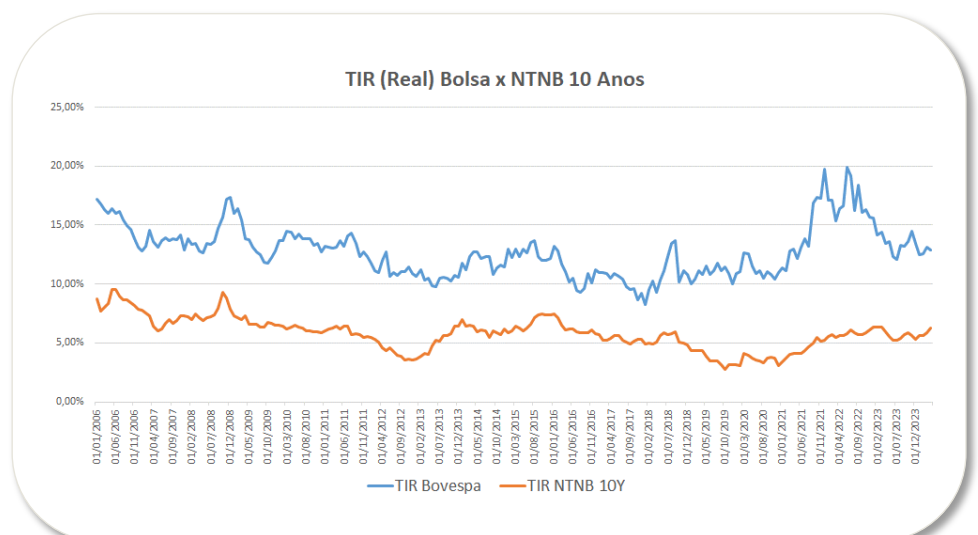
Fica a pergunta, porque a bolsa (com mais prêmio) não entrega ele na forma de desempenho, enquanto os títulos do tesouro corrigidos pela inflação entregam?

Bem, aí voltamos para o macro e para a volatilidade brasileira (tanto macro, como política, como setorial das empresas).

A NTN-B, se você compra em uma taxa e leva ao vencimento, você terá IPCA mais essa taxa. Ponto. Sem discussão. Sem pacotes econômicos, sem mudança de regras tributárias, sem o STF legislando algo contra você.

Já a bolsa, além da questão da volatilidade (que a B também tem), tem a questão da falta de previsibilidade do país como um todo. Contra a volatilidade o investidor se protege, faz hedge. Contra a falta de previsibilidade não há o que fazer.

Olhando para Ibovespa x IMAB, fica claro o quanto que a falta de previsibilidade pune os retornos em bolsa. Para a bolsa andar o país necessita de previsibilidade macro, tributária e jurídica. Inclusive, os períodos de melhor desempenho em bolsa (governo Temer) foram justamente os momentos em que a previsibilidade na economia era maior.



Então, o que eu faço com a bolsa brasileira?

O estudo deixou claro que a bolsa brasileira é uma classe de ativos difícil, com retornos insatisfatórios e não por culpa dela. Temos até empresas de excelência, verdadeiras sobreviventes nesse manicômio macroeconômico e tributário. Porém, competindo contra um queniano estrutural, o CDI brasileiro, e agora com um queniano conjuntural, que são os juros americanos, o que nos faz propor uma abordagem diferente.

O que propomos aqui é um olhar mais agnóstico sobre a parcela de risco de sua carteira de investimentos, mais risco não é sinônimo automaticamente de mais bolsa brasileira, esse pedaço da sua pizza de investimentos pode (e deve) ser composto com ativos como NTNBS de prazo médio e longo (que tem volatilidade), crédito estruturado, special sits (ativos legais, precatórios, créditos não performados) e ativos no exterior. A bolsa brasileira é apenas mais um pedaço dos seus ativos de risco e não a parte única ou principal.

E sobre os fatores (externos e locais) que se fazem necessários para trazer o fluxo e destravar o valor das ações locais (que sim, estão baratas no contexto histórico) não necessariamente você necessita ganhar todos os bilhetes da loteria ao mesmo tempo, na medida em que algumas notícias boas forem se materializando (por exemplo, queda de juros consistente nos Estados Unidos) poderemos ter boas janelas de oportunidade para aproveitar taticamente. Sim, ser tático em renda variável brasileiro traz valor sim.

E sobre a gestão ativa, vimos aqui como suas chances de escolher um bom gestor ao acaso, ou pegando uma dica com o influencer da Internet são baixas. Aqui se faz necessário o aconselhamento com um bom alocador, experiente na seleção dos bons gestores, os mais consistentes. E isso não é apenas o exercício numérico de olhar o retorno passado, isso é dirigir pelo retrovisor. Aqui se faz necessária toda uma análise qualitativa, que tem um certo que de arte e demanda anos de estrada do alocador.

Esperamos que tenham gostado do estudo e que isso possa lhe trazer bons insights e melhorar o seu processo decisório.

Bons Investimentos!



TAG | 20

INVESTIMENTOS ANOS

Este material não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.