

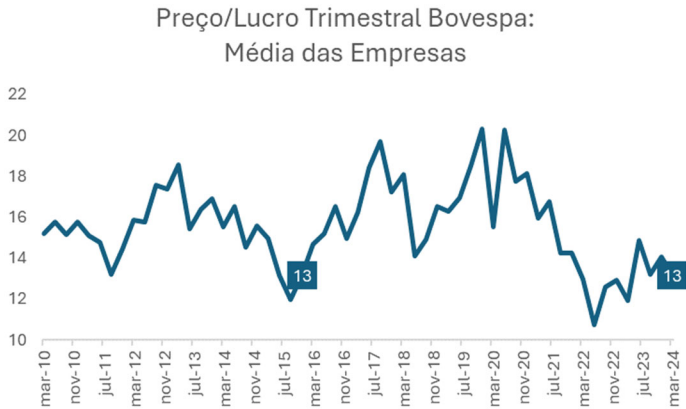
Possibilidades na Crise Atual – Quando a Cópia é melhor do que o Original

Passamos por mais um período de forte descolamento da bolsa brasileira, com o índice Ibovespa caindo mais de 10% no ano, enquanto a maioria dos índices mundiais segue na direção oposta – o que é particularmente curioso visto que estamos alinhados em nossa política monetária com o resto do mundo inteiro. Após os excessos orçamentários cometidos ao longo da pandemia e o combate à inflação via juros crescentes, todas as principais economias capitalistas agora seguem uma rota de corte de juros, e o Brasil não é exceção.

A razão desta discrepância de tendência da bolsa local está em uma crise endógena de cunho político, que começa a se ramificar para a economia real, com o governo encontrando enorme dificuldade em encontrar novas formas de arrecadação que dariam sustentabilidade ao seu padrão de gastos desejado.

Embora este diagnóstico pareça mais repetitivo do que filme da Sessão da Tarde, a sensação de “eu já vi esse filme antes” aqui é ainda mais intensa, principalmente pelo nível de preços no qual se encontram os ativos de renda variável atualmente – em múltiplos demasiadamente comprimidos, tais como no ápice da “crise Dilma”, ao final de 2015, como aponta o gráfico ao lado.

Embora o país esteja mais endividado, há diferenças relevantes entre o momento atual e o da época. A começar pela situação econômica atual, que é bem mais positiva – expectativas de crescimento sendo revistas para cima, juros em queda ainda apenas parcialmente incorporados nos resultados das empresas, bem como indicadores de inadimplência e saúde financeira de pessoas físicas e jurídicas todas em rota ascendente. Em segundo lugar pela uniformidade das políticas monetárias citada acima, com juros altos mundo afora, o que reduz o impacto relativo da exorbitante taxa brasileira. E, por fim, pela solidez atual da maturidade institucional do nosso país, como pode ser atestado nos diversos embates entre poder executivo e legislativo desde o início do terceiro mandato de Lula, que tem encontrado enorme resistência para implementação de políticas expansionistas. A própria introdução do arcabouço fiscal, mesmo com todas suas limitações, atesta a necessidade de o governo atender à demanda por um mínimo de responsabilidade fiscal – o que não existia durante os mandatos prévios do partido, e que resultou na maior recessão da nossa história.



Comparativo 2015 x Atual

	2015	Junho 24 (12M)
Dívida Líquida (% do PIB)	35,6%	61,1%
Déficit Nominal (% do PIB)	-7,9%	-9,4%
IPCA (% anual)	10,67%	3,93%
Variação do PIB (%)	-3,5%	2,5%
Taxa de Desemprego (%)	9,6%	7,9%
SELIC (% a.a.)	14,25%	10,50%

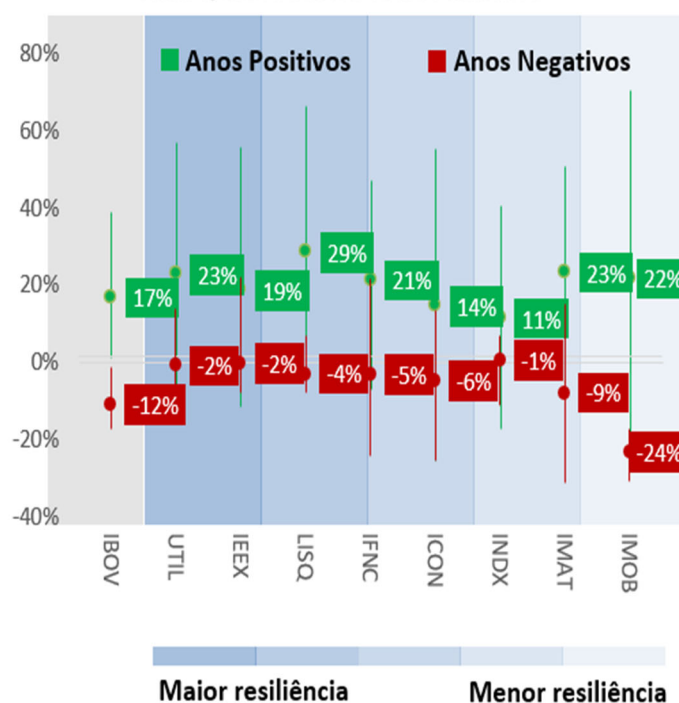
O momento atual inspira cuidados, é inegável. O governo já adotou novos gastos e ainda corre para achar fontes de receita que evitem um déficit fiscal crescente. A taxa de juros americana, referência para a nossa taxa local, cai mais lentamente do que o projetado em função de dados de inflação e atividade econômica persistentes. A liquidez da bolsa está bastante restrita com a saída maciça de capital estrangeiro. Todavia, hoje é possível tanto investir em estratégias defensivas que se mostraram vencedoras durante a crise Dilma quanto ficar exposto de forma mais agressiva para uma eventual correção de preços.

Dentro do mercado de renda variável, em momentos de crise é comum haver migração para papéis de empresas defensivas, que possuam boa capacidade de repasse de inflação, e modelos de negócios comprovadamente vencedores ou em setores resilientes, como utilities, exportadoras, saúde e serviços financeiros. Tais empresas também tendem a se beneficiar de momentos de crise, onde concorrentes ficam pelo caminho, abrindo espaço para um crescimento desproporcional no próximo ciclo de crescimento econômico. A migração de capital para tais tipos de ativo acaba gerando grandes prêmios em seus preços na bolsa durante períodos de crise.

Usando índices setoriais disponibilizados pela B3 e um filtro de ROE médio acima de 15% para empresas de boa qualidade, podemos observar no gráfico abaixo como as performances de ativos resilientes são superiores ao Ibovespa e aos ativos mais cíclicos em momentos de estresse econômico. As barras verdes são os retornos médios, máximos e mínimos em anos de Ibovespa positivo, e as vermelhas são o equivalente para anos nos quais o índice fechou em campo negativo.

A baixa correlação entre ativos resilientes com o Ibovespa em momentos de queda (ou seja, eles caem menos, na média) é bastante clara, como podemos ver na diferença entre as quedas médias do Ibovespa (-12%) e das classes de ativos resilientes (-2%, para os de maior resiliência). Ela também é justificada. Nestas situações, tais ativos acabam concentrando fluxo em um mercado já com menor liquidez e seus múltiplos muitas vezes chegam a subir sensivelmente, o que cria um outro tipo de risco no investimento. Nestes casos, o investidor fica entre o fogo e a frigideira, procurando margem de segurança em ativos mais expostos à crise econômica ou pagando caro demais em ativos resilientes.

RETORNOS SETORIAIS MÉDIOS, MÁXIMOS E MÍNIMOS 2010-24 :
ANOS C/ IBOV POSITIVO VS IBOV NEGATIVO



¹ UTIL: Utilities; IEEX: Energia Elétrica; LISQ: Filtro LIS de empresas com ROE médio de 5 anos acima de 15%; IFNC: Financeiras; ICON: Consumo; INDX: Industriais; IMAT: Materiais Básicos; IMOB: Imobiliário.

A situação atual da bolsa brasileira, no entanto, não é essa. A recuperação acelerada da bolsa no 2º semestre de 2023 foi bastante heterogênea – lembrando que, até outubro, o Ibovespa caía cerca de 10%, mas fechou 2023 com 22% de alta. Adicionalmente, a saída indiscriminada de capital estrangeiro ao longo de 2024 vitimou ações de empresas de todos os portes e setores. Na verdade, o último ano em que vimos quedas em linha com o índice para todos os setores analisados foi em 2015 – o último ano de quedas da crise Dilma e que antecedeu 4 anos de retornos altos, com múltiplos em recuperação após um longo período depreciados, como agora.

Retornos Anuais - Índices B3									
	Setores Resilientes				Setores Cíclicos				IBOV
	IEEX - Energia	UTIL - Utilities	IFNC - Financeiras	LISQ ¹ - ROE Alto	INDX - Industriais	IMAT - Materias Básicos	IMOB - Imobiliário	ICON - Consumo	
2015	-9%	-11%	-12%	-9%	5%	-2%	-21%	-7%	-13%
2024*	-9%	-9%	-12%	-8%	-2%	-15%	-19%	-17%	-10%

* Até Junho ¹ - Índice de Qualidade LIS: Empresas com ROE Médio >15% nos últimos 5 anos

Existe, de fato, a oportunidade de criação de um portfólio de empresas resilientes com bastante margem de segurança, uma situação rara em meio a um momento tão delicado da economia brasileira. No entanto, existe também espaço para o investidor com maior apetite por risco, que esteja na expectativa para correções tais como as observadas após 2015 – com a vantagem que as empresas hoje remam a favor da correnteza, e não contra, como foi então.

Obrigado pela confiança.