

O risco da indexação no investimento em bolsa

Por **Walter Mendes**

Uma vez terminada a safra de resultados do segundo trimestre, vários levantamentos e artigos têm sido escritos sobre a decepção com os lucros apresentados. Embora haja honrosas exceções de bons resultados, de forma geral os números vieram abaixo das expectativas. As projeções de lucro para este ano têm sido revisadas para baixo e a consequência é que o mercado brasileiro de ações está deixando de ser barato, pelo menos quando tomados os índices mais utilizados nessa comparação. Segundo dados da Bloomberg, tomando-se o índice MSCI Brasil (que é semelhante ao nosso IBX, e não se diferencia muito do Ibovespa) o PL histórico (últimos 12 meses) do Brasil estaria em 13,3x, enquanto a média dos últimos 10 anos é de 11,4x. O atual número estaria então apenas 30% abaixo do máximo de 19,5x em Dez/2009 e seria o equivalente ao dobro do mínimo de 6,4x em Nov/ 2008. Curiosamente, esse é exatamente o PL atual do MSCI de mercados emergentes, sendo que o MSCI Brasil caiu em relação ao MSCI Emergentes 15% desde Fevereiro deste ano. Isso indica que a queda de resultados no Brasil não é apenas consequência de um movimento geral dos mercados emergentes, mas uma situação particularmente negativa do nosso mercado.

Se for tomado o mercado dos EUA como comparação, onde o S&P 500 está praticamente no máximo desde antes da crise de 2008, o PL histórico é de 14,5x, ou apenas um prêmio de 9% sobre o do Brasil. No caso dos EUA, o atual nível estaria a 40% do máximo de 23,6x, também em Dez/2009 e seria 40% superior ao mínimo de 10,3x de Mar/2009.

Pode-se dizer que o Brasil mereceria múltiplos maiores que o histórico dada a forte queda do risco e da taxa de juros real nesses últimos anos. Isso é verdade e o argumento do risco poderia até ser reforçado quando levado em conta que o CDS do Brasil caiu mais de 20% em relação ao CDS médio de 15 mercados emergentes neste ano. Porém, ambos estão em patamar muito baixo (128 bps o do Brasil e 110bps o dos mercados emergentes)*, pouco influenciando nos cálculos de valor justo das empresas. No caso da taxa de juros, os analistas nunca levaram em conta as antigas taxas de juros reais do Brasil em suas

avaliações, pois quase nada teria retorno comparável no Brasil. Sempre foram usadas as taxas de títulos soberanos, como uma aproximação do que seria a normalização das taxas brasileiras. Isto posto, o que se pode inferir é que, no atual nível, o mercado brasileiro não está caro, mas também não está particularmente atrativo e a recente queda relativa aos demais mercados emergentes e aos EUA fez sentido.

As principais razões desse quadro são conhecidas: o aumento de custos de mão de obra e matérias primas, a alta do câmbio, a estagnação do crescimento local, a queda das exportações em função da crise na Europa e desaceleração da China etc. Mas, vale observar que além desses fatores macro, há uma série de problemas microeconômicos que têm afetado algumas das empresas com as ações mais líquidas e maiores componentes dos índices mais usados pelo mercado. Foram exatamente nesses casos onde houve maior decepção de resultados e as maiores reduções de projeções de lucro. Tomando-se uma média das projeções divulgadas pelas maiores corretoras do mercado, segundo levantamento feito pela Cultinvest, esse foi o caso do setor de petróleo, cujo crescimento de lucro para este ano caiu dos esperados 20% para -10%, apenas entre abril e agosto. No caso de bancos esse movimento foi de 10% para zero e no caso de construção habitacional, de 30% para -5%. No caso de Vale, também muito relevante nos índices, a queda de lucro esperada para este ano é de 27%, o que se soma aos riscos fiscais, decorrente das ações de cobrança de royalties e Imposto de Renda, que pouco ou nada foram incluídas nas projeções. Além dos problemas macroeconômicos, a ação da Petrobras sofre com a lembrança da diluição ocorrida em 2010, a subordinação da sua política de preços à política anti-inflacionária do governo, que provoca forte alta das importações de derivados, e com a necessidade de grandes investimentos a custos cada vez maiores, aumentando seu endividamento. Os bancos têm sido afetados pelo aumento da inadimplência justamente em algumas das linhas em que houve maior crescimento, pela queda da taxa de juros e pela pressão do governo para redução dos spreads. No caso das construtoras habitacionais, tem sido grande a decepção com os resultados negativos de um setor que tinha forte vento a favor do quadro macroeconômico: demanda reprimida, crédito abundante, taxa de juros em queda, renda pessoal em alta e desemprego cadente. Mas os efeitos negativos do crescimento excessivo, diversificação geográfica e de produtos muito rápida, controle de custos falho e carência de estrutura organizacional suplantaram todos os pontos favoráveis. O exemplo positivo das empresas conservadoras que não se aventuraram fora do seu território e da sua expertise ilustra esse ponto.

Esses e outros problemas específicos de empresas com ações muito líquidas acabaram magnificando as dificuldades macroeconômicas, provocando uma perda de performance dos principais índices e o estabelecimento de um nível de múltiplos do mercado brasileiro que não corresponde à média do mercado. Segundo o levantamento do consenso de mercado feito pela Cultinvest, a média do crescimento dos lucros neste ano, ponderada pela participação das empresas no Ibovespa, é de apenas 4%, contra 14% quando utilizada a média simples de 116 empresas.

Outra forma de verificar essa situação é constatar que o índice de Small Caps da Bovespa e o índice de empresas da segunda linha (IVBX2) subiram 18% em relação ao Ibovespa desde seus mínimos relativos registrados em janeiro. Isso mostra como é arriscado investir na bolsa de forma indexada. Dada a concentração dos índices mais usados, o investidor fica exposto às dificuldades de gestão, ineficiências, problemas políticos e fatores específicos de algumas empresas com ações mais líquidas e deixa de aproveitar os benefícios da busca de valor em empresas menos líquidas, porém mais eficientes e/ou em setores de melhores perspectivas. A garimpagem não é simples e dá trabalho, mas vale a pena.

Walter Mendes é sócio e gestor da Cultinvest Asset Management

E-mail: walter.mendes@cultinvest.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não as do jornal Valor Econômico.

- Texto original “128 bps o dos mercados emergentes e 110bps o do Brasil”, substituído pelo “128 bps o do Brasil e 110bps o dos mercados emergentes”.