

Juro nem sempre é refúgio seguro

Palavra do gestor

Damont Carvalho



Com a elevação das taxas de juros no Brasil, o investidor brasileiro parece ter voltado à era da acomodação. Acomoda-se em fundos DI e renda fixa conservadores, acreditando que é a melhor forma de proteger seus investimentos. Estudos estatísticos e históricos de crises passadas demonstram que o investidor que diversifica e que se sai melhor em períodos de incertezas. Basta lembrar da boa performance de fundos multimercados no pós-crise de 2008 para entender por quê: com gestão ativa, esses fundos têm carteiras que, ao mesmo tempo, aproveitam boas oportunidades — como ações depreciadas de empresas com bons fundamentos —, estratégias no mercado externo, bem como criam estratégias em juros e moeda estrangeira.

Em poucos períodos vivemos tanta incerteza como agora. Em 2008, tínhamos uma visão bastante clara sobre o que acontecia lá fora. Atolado na tiranda do subprime, os EUA entraram em uma crise que só teve precedentes em sua história em 1929, com a quebra das bolsas de valores. Mas o Brasil vivia um período econômico de crescimento e estabilidade. O crescimento de nações fora do eixo Europa/EUA nos favorecia, pois somos grande exportador de commodities. Em 2015 o cenário é bem diferente. Não bastasse a incerteza política interna, assistimos ao tombo da economia chinesa, sem ter clareza se a desaceleração será um pouso suave como o governo deseja.

Neste momento, a China é o que mais preocupa a todos. Ao mesmo tempo que o país busca fazer a transição, de uma economia basicamente exportadora para uma economia voltada para o mercado doméstico, ele tenta evitar uma queda mais forte no crescimento no curto prazo. As medidas de redução da taxa de juros e corte de compulsório desde o fim do ano passado vão nessa direção. Outra medida anunciada pelo governo chinês, a inesperada desvalorização do yuan, nos dá uma visão positiva e nos faz acreditar que o país está indo na direção da liberalização da economia, já que permite que as "forças de mercado" tenham um papel fundamental para determinar o valor da moeda. Dessa forma, o yuan pode ser uma moeda mais presente no cenário global. No entanto, existe ainda a preocupação sobre se essa desvalorização é ou não uma tendência mais proeminente no curto prazo. Após tantos meses com tendência de apreciação e baixa volatilidade, a China atrai investimentos de arbitragem cambial e "carry trade". Caso o governo chinês opte por reacquerir a economia via setor externo, deve-se observar grande saída de capital e, assim, uma desvalorização do yuan ainda maior, chegando a 10% ou 15%. Dessa forma, teríamos uma indicação no cenário de moedas de que as divisões poderão sofrer uma pressão adicional para a desvalorização, uma vez que há perda de competitividade em relação à China. Incluindo af o real. O quadro de incertezas se agrava com os EUA, Japão

e a Europa demonstrando contínuas perdas no ritmo de crescimento. E o cenário externo de pouco crescimento para uma economia como a brasileira, que ainda depende muito do que acontece lá fora, não é uma boa notícia. 2016 será um ano com inflação ainda alta e crescimento cada vez pior. Estamos no meio de um ano de correção de rota macroeconômica e de ajustes fundamentais para a sustentabilidade do país no longo prazo. Era fundamental que isso fosse feito. Mas a cisão política está barrando, no Congresso, boa parte do ajuste fiscal. Hoje temos baixa popularidade do governo, cenário de deterioração do desemprego e perda de poder de compra da população. O retorno de confiança, neste momento, é fundamental!

Em período de tanta volatilidade e incerteza, refugiar-se apenas em juros não é uma opção tão inteligente. Os chamados investidores qualificados devem olhar com atenção para a diversificação de carteiras utilizando alocações em ativos no exterior. Há fundos multimercados brasileiros que permitem este tipo de diversificação. Já o investidor individual pode pensar em uma carteira que inclua alguma proteção em moeda estrangeira e uma parcela em ativos prefixados, com visão para os próximos dois anos. Isto é importante porque, no cenário doméstico de menor crescimento, é natural que em algum momento voltemos a falar no corte de juros. E isso ocorrerá a acontecer no momento em que houver desaceleração da inflação.

Devido à fraqueza nos dados econômicos nacionais, tais como o aumento do desemprego e a consequente queda na renda do brasileiro, poderemos ter um ambiente que propicia a queda da inflação e, consequentemente, uma janela de oportunidade para que o Banco Central do Brasil reduza a taxa básica Selic, a partir de meados de 2016. É bom lembrar que há outro possível cenário: em um ambiente de menor crescimento externo e desajustes domésticos como falta de um ambiente fiscal que propicie um cenário benigno para a inflação no médio prazo, o governo e o Banco Central poderiam ter que voltar a ancorar as expectativas e retomar o movimento de elevação de juros. Mas isso será condicionado a outros fatores, como a disparada do dólar e um desajuste fiscal severo, com uma consequente elevação no prêmio de risco de médio prazo e uma necessária resposta por parte do Banco Central. Esse não é ainda o cenário base da maioria dos agentes econômicos, mas sua probabilidade não é desprezível.

A melhor carteira para proteção, dado que vivemos em um ambiente de alta volatilidade, pede necessário dinamismo, diversificação em juros pré e pós-fixados, moeda estrangeira e ativos hoje depreciados e com oportunidade de forte valorização no médio prazo. Por isso, os fundos multimercados acabam sendo um ótimo refúgio para o investidor. Com gestão extremamente ativa e dinâmica, estão conseguindo superar a renda fixa e oferecer ótimos prêmios. Isso explica por que a maioria dos fundos multimercados conseguiu, nos últimos meses, superar o CDI (maior taxa de juros praticada no mercado interbancário), trazendo proteção e retorno ao investidor.

Damont Carvalho é sócio de Claritas Investimentos e gestor de fundos multias.

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e não pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

Dólar alto distorce prêmio entre papéis ordinários e preferenciais de Petrobras

Análise

Fernando Torres e Camila Maia De São Paulo

A recente disparada de 8% na cotação do dólar nos últimos 15 dias até sexta-feira, dia 4, acentuou a distorção na percepção de valor da Petrobras entre o investidor brasileiro e o estrangeiro, o que contribuiu para que a diferença entre as ações ordinárias e preferenciais da estatal tenha subido de 11% para 16% nas últimas duas semanas.

Enquanto em reais o valor de mercado da companhia estatal diminuiu 5% no acumulado deste ano até sexta-feira, em dólares, a perda de capitalização de mercado é bem maior, de 33%. Essa discrepância de variação faz com que a Petrobras esteja mais barata aos olhos dos estrangeiros em comparação com o investidor local.

E como na bolsa de Nova York há o dobro de negócios com ADRs listados em ações ordinárias da Petrobras, em comparação com os recibos de ações preferenciais, são os papéis com direito a voto que sobem mais e mais rápido quando há um movimento concentrado de compra nos Estados Unidos.

Uma diferença de 16% em favor das ações ON, sem que elas tenham grandes vantagens práticas políticas ou econômicas sobre as PN — pelo contrário, apenas as preferenciais têm dividendo mínimo previsto em estatuto —, abre uma oportunidade para os investidores fazerem operação de arbitragem entre os dois papéis, esperando que esse prêmio vá diminuir com o tempo.

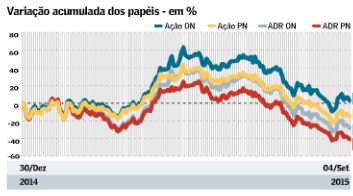
A operação é simples: o investidor vende a ação que está relativamente mais cara, que é a ordinária, e compra a mais barata, que é a preferencial, como na estratégia "long and short".

O problema é que, para ficar vendendo numa ação, o que significa apostar na baixa, é preciso antes tomar o papel emprestado com um investidor de longo prazo, pagando por isso uma taxa de juros.

E os dados da BM&F沸vespa sobre empréstimos de títulos indicam falta de oferta de ações ON disponíveis para alugar. A taxa de juros média paga a quem empresta suas ações ordinárias de Petrobras ficou em 9,03% ao ano na última sexta-feira, o que revela uma forte alta ante os 4,24% médios praticados nos últimos 15 dias.

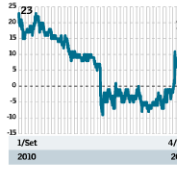
Caso Petrobras

Disparada do dólar eleva prêmio de ON para 16%



Fonte: Valor PFD

Spread entre ação ON e PN em %



Apenas como referência, quando alugou seus papéis preferenciais de Petrobras na sexta-feira recebeu apenas 0,17% ao ano.

Essa diferença de taxas se explica por oferta e demanda. Enquanto o estoque de ações ordinárias alugadas da Petrobras hoje representa quase 20% do total de papéis dessa classe em circulação, no caso dos papéis preferenciais essa fatia equivale a menos de 5%.

Historicamente, as ações ordinárias da Petrobras são mais valorizadas do que as preferenciais. Como a prática da empresa até dois anos atrás era pagar o mesmo dividendo para as duas classes de ações, esse prêmio costumava ser justificado pelos analistas pela negociação por estrangeiros.

Considerando a quantidade média de ações negociadas neste ano e a cotação de sexta-feira, o volume médio diário de negócios em Nova York ficou em R\$ 587 milhões com ADRs listados em ONs em 2015, ante a média de R\$ 275 milhões com recibos de ações PN.

Em fevereiro de 2013, quando pela primeira vez em muitos anos a diretoria da Petrobras decidiu preservar a caixa e reduzir à metade o dividendo pago para as ações ordinárias, a situação histórica se inverteu de maneira brusca, com as ações preferenciais passando a valer mais que as ON.

Em fevereiro deste ano, quando houve o anúncio de que nenhum acionista (mesmo o preferencialista) receberia dividendo referentes a 2014 — já que a empresa teve prejuízo —, o quadro se inverteu novamente.

Do ponto de vista da análise fundamentalista, porém, se há motivo para uma ação valer mais que outra, é a preferencial que deveria ter prêmio sobre a ordinária.

É por isso que analistas de diversos bancos apostam que essa diferença entre os preços das duas classes de ações será revertida em algum momento nos próximos 12 meses.

A grande razão para isso ainda é a política de distribuição de dividendos da companhia, que privilegia a distribuição de proventos aos preferencialistas.

Conforme o estatuto da Petrobras, havendo lucro e distribuição de ações preferenciais têm direito a receber no mínimo 5% do valor do capital social da ação ou 3% do valor patrimonial do papel, sendo dos dois o maior.

Pela situação atual isso significa um prêmio de R\$ 0,79 por ação em dividendos para cada ação preferencial (pelo critério do capital social), o que garante um retorno de 9% considerando a cotação de sexta-feira, de R\$ 8,51.

Embora legalmente a Petrobras possa alegar, mesmo obtendo lucro, que está em situação de estresse financeiro e adiar o pagamento desse dividendo ao preferencialista, ela só pode deixar de pagá-lo se tiver prejuízo no exercício social (como ocorreu no ano passado).

Os relatórios de analistas publicados desde o início de agosto, quando a Petrobras publicou os resultados — mais fracos — do segundo trimestre, têm mantido o prêmio da ação PN em relação à ON, com a perspectiva de que, ainda que o lucro deste ano deva ser menor do que o previsto, diante da queda do petróleo e da alta do dólar, a companhia ainda deve fechar o ano no azul.

O UBS recentemente reduziu suas projeções para o lucro da Petrobras neste ano, refletindo a desvalorização do real. Apesar disso, o banco manteve a recomendação neutra para a ação

ordinária, com preço-alvo de R\$ 15, e a recomendação de compra para a preferencial, com preço de R\$ 17. "Com nossas novas estimativas, esperamos dividendos mais baixos para as ações PN, mas ainda assim apostamos no spread entre PN e ON", disse o banco.

Já o HSBC reduziu os preços-alvo das ações da companhia, incorporando as menores projeções de lucro para o preço do petróleo. O preço projetado para a ação PN continua maior que o da ordinária — em R\$ 9,0 e R\$ 7,7, respectivamente —, apenas devido à diferença da política de dividendos.

É difícil encontrar alguma casa de análise que aposte em um pagamento de dividendo às ações ordinárias no curto prazo. O Deutsche Bank, que rebaixou a recomendação das ADRs ordinárias da Petrobras de compra para venda em agosto, disse esperar que os dividendos serão reduzidos ao mínimo determinado pelo estatuto da companhia. Para o banco, não há expectativa de distribuição de proventos aos ordinários antes de o preço do barril do petróleo tipo Brent voltar a US\$ 70.

Além do dividendo mínimo para a ação preferencial, o estatuto da Petrobras prevê distribuição mínima de 25% do lucro líquido ajustado (após constituição de reserva legal). Em tese, isso pode assegurar que os detentores de ações ordinárias recebam alguma remuneração.

Mas isso não é verdade se, com a distribuição do dividendo mínimo para os preferencialistas, esse índice de 25% já tiver sido atingido, o que é viável se o lucro líquido da companhia for inferior a R\$ 18,8 bilhões em 2015 (de janeiro a junho o resultado acumulado ficou em R\$ 5,8 bilhões).

RENDA FIXA

Gestores protegem-se em títulos curtos

Luciana Seabra São Paulo

Quem carrega títulos públicos prefixados e indexados à inflação de prazo longo tem visto os papéis renderem menos do que o referencial para aplicações conservadoras neste ano. O índice IMA-B 5+, que reflete o desempenho de uma cesta de títulos indexados à inflação com prazo maior ou igual a cinco anos, sobe 2,16% no ano até agosto, bem abaixo dos 8,36% do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). O mesmo vale para o IRF-M 1+, formado por papéis prefixados com vencimento em um ano ou mais, que avança somente 3,95%.

Em agosto, os dois índices tiveram quedas expressivas — de 2,14% no caso do IRF-M 1+ e de 4,59% para o IMA-B 5+. O aumento na volatilidade no segmento foi resultado do acirramento das crises política e econômica no país, somado a eventos externos, como os sinais mais fortes de desaceleração da economia chinesa, avaliou a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) em relatório de renda fixa divulgado on-line. Em agosto, as carteiras dos fundos de investimento 448 dos títulos indexados à inflação e 20% dos prefixados. O desempenho des-

sas carteiras nos últimos meses mostra, entretanto, que os gestores têm sido cautelosos em relação aos papéis de vencimento distante. Em agosto, momento de maior estresse, os fundos renda fixa índices tiveram prejuízo de apenas 0,86%, sendo que no ano estão pouco abaixo do CDI, com 7,18%.

O retorno obtido pelos gestores está mais próximo do IMA-B 5, que reúne papéis com prazo inferior a cinco anos. O índice cai somente 0,47% no mês e ganha 8,86% no ano.

O mesmo vale para as carteiras de renda fixa, que até perderam para o CDI em agosto, mas ficaram no campo positivo, com 0,79%. No ano também batem o referencial, com 8,63%. O resultado está mais em linha com o IRF-M 1, que inclui os títulos prefixados bem curtos, com vencimento em menos de um ano. Em agosto, o índice subiu 1,02%. No ano, tem alta de 8,05%.

A desvalorização dos papéis é a contrapartida de taxas mais gordas. No Tesouro Direto, sistema de venda on-line de títulos públicos à pessoa física, o papel com o maior prêmio ontem era uma NTN-B para 2035, que pagava taxa de 7,47%, além da variação da inflação no período. Dentre os prefixados, o prêmio mais farto era da NTN-F com vencimento em 2025, com taxa de 14,89%.