



A comunidade em números – 30/04/2008

- A comunidade INI conta com **4.496** associados individuais, **30.657** investidores cadastrados, **348** clubes de investimento associados, **45** Membros Orientadores, **32** corretoras parceiras, **23** empresas fundadoras e **5** empresas associadas.

Agenda INI, Parceiros, Fundadores e Associados

Cursos e Palestras

- PR – 12/05 – Curso Método INI de investimento em ações – Cascavel
- RJ – 13/05 – Curso Método INI de investimento em ações – Rio de Janeiro
- SP – 14/05 – Curso Método INI de investimento em ações – Campinas
- PR – 14/05 – Curso Método INI de investimento em ações – Foz do Iguaçu
- CE – 15/05 – Curso Método INI de investimento em ações – Fortaleza
- RS – 23/05 – Curso Método INI de investimento em ações – Porto Alegre
- PE – 30/05 – Curso Método INI de investimento em ações – Recife
- SP – 31/05 – Curso Método INI de investimento em ações – São Paulo
- SP – 07/06 – Curso Iniciação ao Mercado de Ações – São Paulo

Reuniões e eventos de Associados e Fundadores

- **BRASIL – 09/05 – Chat com o BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA – Associado Fundador**
- **BA – 10/05 – EXPOMONEY-INI DAY em Salvador**
- **RJ – 14/05 – Palestra com a VALE – Niterói**
- **BRASIL – 20/05 – Chat com a PETROBRAS – Associado Fundador**
- SC – 26/05 – Banco Itaú Holding Financeira – Associado Fundador – Reunião Apimec - Florianópolis
- MG – 28/05 – Banco Itaú Holding Financeira – Associado Fundador – Reunião Apimec – Juiz de Fora
- RJ – 29/05 – Banco Itaú Holding Financeira – Associado Fundador – Reunião Apimec – RIO
- BA – 03/06 – Banco Itaú Holding Financeira – Associado Fundador – Reunião Apimec – Salvador
- PE – 04/06 – Banco Itaú Holding Financeira – Associado Fundador – Reunião Apimec – Recife
- SP – 05/06 – Banco Itaú Holding Financeira – Associado Fundador – Reunião Apimec – Santos
- PR – 16/04 a 17/04 – EXPOMONEY Curitiba – Palestra do INI

Aconteceu no INI

- Em março de 2008 o INI, através de seus membros orientadores ministrou 11 cursos e palestras em: São Paulo (3), Rio de Janeiro (3), Porto Alegre, Joinville, Brasília e Curitiba (2). Foram 174 presentes com 124 novos associados.
- O INI participou da Expo Money Curitiba, com estande e palestras.

Entendendo o Mercado de Ações



TEMA DESTA EDIÇÃO: POR QUE, QUANDO OS JUROS SOBEM, O VALOR DOS TÍTULOS PÚBLICOS CAI?

Aparentemente, o tema não teria relação com o mercado de ações, porém será base para o próximo artigo, que explicará o modelo mais simples de precificação de uma ação e, ainda, ajudará a explicar o que acontece com os investimentos em renda fixa quando há uma variação nos juros. Muitas empresas, principalmente seguradoras, têm grandes variações em seus balanços quando ocorrem essas mudanças nas taxas de juros, por possuírem grande ativo em títulos públicos.

O que são os títulos públicos?

Quando compramos um título público pelo tesouro direto, ou entramos em algum fundo de renda fixa baseado em títulos atrelados, por exemplo, à SELIC, estamos assumindo a posição de “emprestadores” ao governo. No exemplo mais simples, compramos um título pré-fixado, por hipótese pagando juros correspondentes à taxa SELIC (LTN – Letra do Tesouro Nacional), por um valor de R\$ 1.000,00. O governo promete nos pagar, daqui a 1 ano, o valor de R\$ 1.000,00 acrescidos dos juros referentes à taxa SELIC (11,75%), o que significaria receber um total de R\$ 1.117,50. Nos valores a seguir não tratamos dos custos de operação e dos impostos, pois não são necessários para explicar o mecanismo de variação nos preços dos títulos.

Graficamente seria essa a operação:



Sairiam R\$ 1.000,00 no “dia 0” da sua conta e voltariam R\$ 1.117,50 (R\$ 1.000,00 do principal + R\$ 117,50 de juros), ao final de 1 ano.

Isso é algo contratado, ou seja, mesmo que os juros disparem ou derretam, não há como mudar esse resultado, pois é um título pré-fixado à taxa SELIC do dia em que foi comprado. Se você segurar o título até o vencimento, terá o valor combinado.

Mas e se precisarmos do dinheiro antes?

Nesse caso existe um mercado secundário para os títulos, que tem suas peculiaridades que não serão discutidas aqui, mas que, em tese, recompraria os títulos pelo valor que eles estiverem no mercado naquele dia.

Fórmulas importantes!

Se os juros não se alterarem no período e quisermos vender o título exatamente na metade do ano, receberemos alguma coisa maior do que R\$ 1.000,00 e menor do que R\$ 1.175,00, mas quanto?

Muitos devem estar pensando: - Simples, será R\$ 1.000 + a metade dos juros R\$ 58,75 = R\$ 1.058,75!

Mas não é isso!

Se o comprador do título, aquele que o comprou de você, esperasse mais 6 meses, receberia R\$ 58,75, não é?

Pois veja:



Percentualmente, seria:

Um ganho de R\$ 58,75 em meio ano, para um investimento de R\$ 1.058,75, totalizando R\$ 1.117,50.

Ganho percentual = 58,75 divididos por 1.058,75 = 5,549%

Já o ganho do primeiro comprador seria maior, pois ele pagou R\$ 1.000,00 e, em meio ano, vendeu o título por R\$ 1.058,75.

Ganho percentual = 58,75 divididos por 1.000,00 = 5,875%

É uma situação injusta, pois ambos ficaram com o mesmo ativo, sujeitos à mesma taxa de juros e pelo mesmo tempo, mas tiveram rentabilidades diferentes.

O erro é devido a termos utilizado uma fórmula ERRADA para cálculo de fluxos de caixa equivalentes. Para sabermos quanto R\$ 1.117,50 valeria ½ ano antes, a uma taxa de juros definida, precisamos usar a fórmula de desconto dos juros compostos.

$$\text{Valor Presente} = \frac{\text{Valor Futuro}}{(1 + Tx)^n} \quad \text{Onde Tx é a taxa utilizada e "n" é o número de períodos}$$

No caso, para sabermos o valor CORRETO a ser pago pelo título, no meio do ano, deveríamos utilizar a fórmula acima, utilizando R\$ 1.117,50 como valor Futuro, 0,1175 como taxa (11,75% ao ano) e ½ como período, pois refere-se a meio ano.

Vejamos:

$$\text{Valor Presente} = \frac{1.117,50}{(1 + 0,1175)^{1/2}} = 1.057,1187$$

Agora os ganhos se equivalem, ambos os compradores recebem a mesma taxa de juros.

O primeiro comprou por R\$ 1.000,00 e, ½ ano depois, recebeu R\$ 1.057,1187 (5,7119%).

O segundo, comprou por R\$ 1.057,1187 e receberá, ao final de mais ½ ano, R\$ 1.117,50 (exatos 5,7119%).

Mas e se, nesse meio tempo, os juros subirem?

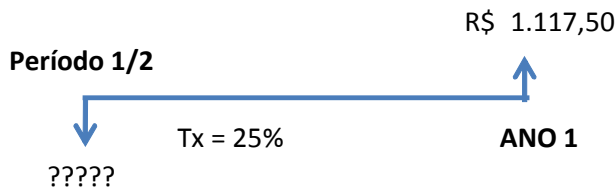
É nesse caso que os valores vão mudar. Quanto maior for a alteração, para mais, na taxa de juros, maior será a depreciação no valor do título.

Os brasileiros que tinham dinheiro em renda fixa em meados de 2002 lembram dos efeitos que a tal “marcação a mercado” provocaram em seus patrimônios. Em apenas 1 dia, alguns fundos de renda fixa chegaram a cair 4%. É que as instituições financeiras registravam os títulos pelo valor de face, corrigido pela taxa de juros contratada inicialmente, só que, no mercado secundário, esses títulos flutuavam de acordo com a direção dos juros. De um dia para o outro, os fundos precisaram ajustar seus valores contábeis a valor de mercado, por isso o patrimônio caiu, pois os títulos no mercado tinham valor bem inferior ao que estava registrado nos fundos.

Isso gerou uma saída expressiva de recursos dos fundos pré-fixados à SELIC, com conseqüente migração para a poupança. Depois, quando os investidores entenderam o que havia ocorrido, os recursos acabaram voltando.

Vamos fazer um exemplo com uma oscilação de juros típica daquela época, onde, devido à fragilidade das contas externas, às vezes o Banco Central tinha que aplicar grandes choques de juros, para evitar que o dinheiro estrangeiro saísse durante crises internacionais.

Suponha, que você estivesse na mesma situação que a apresentada acima, só que, ao tentar vender os títulos, no meio do ano, os juros tivessem subido para 25% ao ano.



É evidente que ninguém vai pagar os R\$ 1.057,1187 que vimos no exemplo anterior, por que receberia apenas o equivalente à taxa de 11,75% ao ano. Seria melhor, para esse comprador, comprar um título novo, fresquinho, direto do governo, que lhe garantiria 25% ao ano.

Você, então, só encontraria compradores para lhe pagar o valor CORRETO pelo título. Vamos ver qual é:

$$\text{Valor Presente} = \frac{1.117,50}{(1 + 0,25)^{1/2}} = 999,5224$$

Assusta, não é? Mas, caso uma hipótese improvável como essa ocorresse hoje, você receberia menos do que pagou pelo título de “renda fixa”.

Empresas que detinham grandes somas em títulos de renda fixa em janeiro de 2008 (como seguradoras por exemplo) acabaram registrando uma perda contábil por essa marcação a mercado, dado que a percepção do mercado era de que os juros subiriam para conter a inflação. Não é uma perda REAL, pois eles não devem vender o título, vão esperar até o vencimento, mas no balanço são obrigados a registrar a queda no valor dos títulos de renda fixa.

Naturalmente, quando há queda nos juros, os títulos sobem de valor.

É por isso que na TV Bloomberg, quando se divulgam os dados sobre o valor dos títulos da dívida americana, o apresentador diz: O valor dos títulos se move na direção inversa do ganho percentual.

Guarde bem essa mecânica e a idéia da fórmula para o próximo artigo, onde aplicaremos um pouco dessa técnica às ações.

A Metodologia INI para Investimento em Ações



TEMA DESTA EDIÇÃO: Quanto vale uma ação? O método mais simples para se precificar uma ação.

Stephen Ross, em seu Best Seller “Corporate Finance”, ensina os rudimentos sobre valuation, indicando o que está por trás do “preço de uma ação”. Perceberemos que a lógica é bem simples, diria cristalina, entretanto os detalhes requerem um pouco mais de cuidado e experiência.

Ross afirma, ao tratar do valor de ações, que o mesmo é o VALOR PRESENTE DESCONTADO DE TODOS OS DIVIDENDOS FUTUROS. E com um rápido algebrismo demonstra que essa lógica vale tanto para investidores de longo prazo como de curto prazo, aqueles que estão focando vender as ações mais rapidamente.

Veja a situação a seguir:

Cotação Hoje	R\$ 65,00										
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perpétuo
Dividendo	2,00	3,00	4,50	5,50	6,40	7,00	7,70	8,15	8,60	9,00	9,40

A cotação da ação HOJE (suponha ser o primeiro dia do ano) é de R\$ 65,00 e temos a previsão de que a ação pagará os dividendos expostos (livres de impostos) no primeiro ano, segundo, terceiro assim por diante, até chegar a R\$ 9,40, no décimo-primeiro ano, e assim segue sem mudanças.

A pergunta é: **Vale pagar R\$ 65,00 por esse fluxo de caixa futuro? O que você acha?**

É óbvio que muitos de vocês dirão que DEPENDE, mas depende de que?

Vamos fazer algumas considerações. Suponha que a renda fixa no país (livre de impostos) estivesse pagando algo como 9% ao ano, como se observa hoje (maio de 2008). Vamos comparar os ganhos com os que teríamos nas ações:

Cotação Hoje	R\$ 65,00										
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perpétuo
Dividendo	2,00	3,00	4,50	5,50	6,40	7,00	7,70	8,15	8,60	9,00	9,40
Retorno %	3,08%	4,62%	6,92%	8,46%	9,85%	10,77%	11,85%	12,54%	13,23%	13,85%	14,46%
Renda fixa	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
Retorno %	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%

Perceba que, a partir do ano 5 fica mais interessante receber o dividendo do que a renda fixa, pois o ganho de R\$ 6,40 é superior aos R\$ 5,85 que a renda fixa estaria nos pagando à época. Nem pense no seguinte: - Ah, então basta esperar e comprar a ação no ano 5! Falsa idéia, pois a ação, muito provavelmente, estará mais cara do que R\$ 65,00.

Esse exemplo é bem interessante, porque é próximo da realidade brasileira. É simples encontrar uma empresa com potencial de crescimento grande para os próximos anos, mas que tende a se reduzir a partir do terceiro ano, e ainda, que conte com um pagamento de dividendo na ordem de 3% ao ano. Houve muitos exemplos nos últimos anos de empresas com esse perfil no país.

E aí? Renda fixa ou a ação por R\$ 65,00?

Suponha que o mercado passe por um daqueles momentos difíceis e a ação caia para R\$ 50,00. Suponha, também, que a crise seja somente de mercado e não afete a empresa, conseqüentemente, não afeta as projeções de dividendos. Vamos refazer a tabela acima:

Cotação Hoje	R\$ 50,00										
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perpétuo
Dividendo	2,00	3,00	4,50	5,50	6,40	7,00	7,70	8,15	8,60	9,00	9,40
Retorno %	4,00%	6,00%	9,00%	11,00%	12,80%	14,00%	15,40%	16,30%	17,20%	18,00%	18,80%
Renda fixa	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Retorno %	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%

Agora, já a partir do ano 3 fica mais interessante ter comprado as ações por R\$ 50,00. Tenho impressão que muita gente já estaria se decidindo a ficar com as ações, caso o preço fosse R\$ 50,00, **mas qual a segurança que tenho de que aqueles dividendos virão mesmo?**

Essa é a variável mais importante e, também, a mais difícil de estimar e calcular, se não pudermos contar com instrumentos de análise e matemática adequados.

A questão é: **Qual a segurança que tenho, de que vou receber aqueles dividendos futuros?**

É razoável acreditar que o risco do fluxo de caixa proveniente de renda fixa seja MENOR do que o risco do fluxo de caixa proveniente dos dividendos de uma empresa. Por isso, normalmente, espera-se um ganho superior ao investir nas empresas, pois se está assumindo mais riscos.

Os analistas profissionais fazem estimativas de quanto seria esse risco maior e usam para descontar aqueles valores de dividendos projetados, para saber o quanto valeriam HOJE. Ou seja, se um analista sugere que o risco do fluxo de caixa daquela empresa REQUER um retorno de 13% ao ano, para compensar o risco, ele vai calcular quanto aquele fluxo inteiro valeria HOJE, descontando os valores projetados a uma taxa de 13% ao ano.

No artigo anterior, mostramos e exemplificamos a fórmula do desconto composto. Vamos fazer o mesmo aqui. Como exemplo, peguemos o primeiro dividendo previsto, R\$ 2,00, e descontemos à taxa proposta para ver QUANTO VALE R\$ 2,00, PAGOS DAQUI A UM ANO, NO DIA DE HOJE.

$$\text{Valor Presente} = \frac{2,00}{(1 + 0,13)^1} = 1,7699$$

Ou seja, R\$ 2,00 a serem pagos em 1 ano valem R\$ 1,7699, hoje, descontados à taxa de 13%, que é a taxa que equilibra a relação risco/retorno na visão do analista.

Devemos fazer o mesmo para todos os outros anos. Vejam o resultado (o cálculo da perpetuidade não será explicado, pois apresenta um grau de dificuldade que não pretendemos atingir neste artigo):

Tx desconto	13%										
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perpétuo
Dividendo	2,00	3,00	4,50	5,50	6,40	7,00	7,70	8,15	8,60	9,00	9,40
Valor presente	1,7699	2,3494	3,1187	3,3733	3,4737	3,3622	3,2730	3,0657	2,8628	2,6513	21,3010
Cotação	R\$ 50,60										

Ou seja, o fluxo de caixa previsto, descontado à taxa de 13%, para ajustar seu risco, sugere que devíamos pagar R\$ 50,60 por essa ação.

A lógica é simples. Se os dividendos previstos realmente ocorrerem, no montante proposto, e pagarmos R\$ 50,60 pela ação, nosso retorno será de **13%**.

E quando a empresa divulga um resultado ou um projeto que faz com que a projeção de dividendos suba, o que deve acontecer com a ação?

Nesse caso, o analista vai rever suas projeções de dividendos, ao menos para os próximos anos, e recalculará o valor presente. Veja o exemplo abaixo:

Tx desconto	13%										
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perpétuo
Dividendo	3,00	4,40	5,80	7,00	7,30	7,50	7,70	8,15	8,60	9,00	9,40
Valor presente	2,6549	3,4458	4,0197	4,2932	3,9621	3,6024	3,2730	3,0657	2,8628	2,6513	21,3010
Cotação	R\$ 55,13										

Nesse caso, a cotação, para se ter o retorno de 13%, seria de R\$ 55,13, que é a soma de todos os dividendos descontados.

E se os juros da renda fixa caírem?

Normalmente, nesses casos, a taxa de desconto tende a diminuir também, pois ela é composta pela taxa de juros “sem risco”, que seria a da renda fixa, mais um prêmio de juros pelo risco assumido.

Veja o exemplo, caso a taxa de desconto seja ajustada para 11% (com base no fluxo de caixa inicial, do primeiro exemplo):

Tx desconto	11%										
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perpétuo
Dividendo	2,00	3,00	4,50	5,50	6,40	7,00	7,70	8,15	8,60	9,00	9,40
Valor presente	1,7699	2,3494	3,1187	3,3733	3,4737	3,3622	3,2730	3,0657	2,8628	2,6513	25,1739
Cotação	R\$ 54,47										

Nesse caso, a cotação, para se ter o retorno de 11%, seria de R\$ 54,47, que é a soma de todos os dividendos descontados.

Resumindo

Bom, a lógica é basicamente essa, mas os mais atentos devem ter percebido que o difícil, nessa história toda, não é a matemática e nem a técnica de desconto dos fluxos de caixa.

Difícil mesmo é conhecer a empresa, o mercado e o setor o suficiente para fazer uma boa projeção dos dividendos futuros.

Além disso, também é muito difícil se estimar qual seria a taxa correta de desconto para uma determinada empresa.

É nessas áreas que um bom analista se destaca, pois as técnicas matemáticas são dominadas por todos, até por máquinas. Já a capacidade para projetar resultados de uma empresa requer muita dedicação e grande capacidade analítica.

A ferramenta é simples, difícil é achar os números certos para alimentá-la.



TEMA DESTA EDIÇÃO: MAIS SOBRE O INVESTMENT GRADE.

Publicado originalmente no informa www.ondeinvestirbylopesfilho.com.br

O tão esperado investment grade finalmente foi concedido ao Brasil. Este era um fato que todos esperavam, mas não para a última quarta-feira, quando a Standard & Poor's foi a primeira das principais agências de classificação de risco a conceder tal nota ao País, causando frisson na Bovespa e a disparada dos preços dos papéis, o que levou o Ibovespa a romper a barreira dos 66 mil pontos, que vinha sendo uma forte resistência, e chegando a bater os 70 mil pontos na manhã de sexta-feira (02/05/2008).

O “grau de investimento” é relevante, uma vez que, na regulação financeira das economias desenvolvidas, alguns investidores institucionais e outros aplicadores são proibidos de expor-se a títulos que não estejam enquadrados em tal grau. Além disso, a obtenção do grau de investimento reduz os custos de captações, uma vez que, de acordo com a avaliação da agência, o risco do recebimento de crédito também foi reduzido.

Para a Bovespa, esta nota é de extrema importância, pois, como dito anteriormente, para que alguns investidores institucionais estrangeiros, como muitos fundos de pensão, invistam em um país, é necessário que este tenha a classificação de risco de investment grade. Isto com certeza trará grande fluxo de recursos para nossa bolsa, o que traz o vislumbre de todas as boas perspectivas tão alardeadas na mídia para o investimento em ações.

Para as empresas, esta classificação significa possibilidade de obtenção de recursos mais baratos, para que possam investir, gerando mais empregos e, principalmente, maiores lucros e assim dando maior retorno ao investidor.

Deve-se ressaltar que o investment grade não significa que o Brasil descolou do cenário global, mas permite certa blindagem das conseqüências da crise subprime. Também não quer dizer que o País não precise de reformas, como as tributárias, previdenciárias e trabalhistas, nem muito menos que se deve deixar de lado a política econômica austera que vem sendo seguida desde a metade da década passada. O grau de investimento não é um fim, mas sim um sinal de que o caminho para um crescimento econômico sustentável está sendo bem pavimentado, mas sendo sempre observado que há necessidade de que haja bom ambiente de negócios e bons marcos regulatórios, além de mais investimentos em infra-estrutura e educação.

Como pode ser visto na tabela abaixo, a avaliação de rating ao nível de investment grade, ou BBB-, é o primeiro nível deste patamar. Além disso, a Fitch já admitiu que está "conduzindo uma revisão dos ratings do País", ao passo que a Moody's ainda espera ver melhores resultados fiscais para uma elevação de nossa nota de risco.

	Fitch	Moody's	S&P	
Investment Grade	AAA	Aaa	AAA	
	AA+	Aa1	AA+	
	AA	Aa2	AA	
	AA-	Aa3	AA-	
	A+	A1	A+	
	A	A2	A	
	A-	A3	A-	
	BBB+	Baa1	BBB+	
	BBB	Baa2	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	BRAS IL
	BB+	Ba1	BB+	BRAS IL
	BB-	Ba2	BB-	
	B+	Ba3	B+	
	B	B1	B	
B-	B2	B-		
CCC+	Caa1	CCC+		
CCC	Caa2	CCC		
CC	Caa3	CCC-		
C	Ca	CC		
Default	RD	C	SD	
	D	-	D	

Fonte: Agências de classificação

Disclaimer

O Instituto Nacional de Investidores não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas idéias aqui expressadas, nem pela exatidão e/ou veracidade dos dados aqui colocados, sendo todas estas opiniões e/ou informações de responsabilidade única e exclusiva de seus autores.