

Expectativas de retorno para os mercados de capitais

Introdução

As expectativas de retorno futuro das diferentes classes de ativos (renda fixa, imobiliários, ações, dentre outras) são uma peça fundamental para a construção das carteiras de investimentos e para o correto alinhamento das expectativas de retorno pelos investidores. Por isso, fazer previsões realistas destes retornos é tão importante para os gestores de patrimônio. No processo de construção de portfólios que sejam eficientes, diversificados e resilientes, é importante balancear ativos com retornos esperados e riscos inerentes diferentes.

Há um grau razoável de imprevisibilidade nas economias, o que cria variações de rentabilidade das diferentes classes de ativos ao longo do tempo. Surpresas na atividade ou na inflação afetam essas classes de maneiras distintas, e, por isso, o investidor precisa ter uma carteira com exposição equilibrada aos diferentes fatores de risco.

Na tabela abaixo, são mostrados os retornos dos ativos, que variam muito de um ano para o outro, dependendo das surpresas no ambiente macroeconômico. Todos eles, porém, tendem a ter retornos superiores ao ativo livre de risco (que no Brasil é o CDI), a longo prazo. Quanto maiores as janelas de tempo, menos relevantes ficam as flutuações de curto prazo e mais visível fica que os ativos financeiros tendem a se comportar de forma razoavelmente previsível, obedecendo a regra de que quanto maior o risco, maior o retorno observado.

Retorno anual das diferentes classes de ativos no Brasil

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Média 2006-21
Ações 36%	Ações 48%	Dólar 32%	Ações 73%	Imob 22%	Imob 16%	Imob 35%	Dólar 15%	Inflação 15%	Dólar 47%	Ações 37%	Ações 28%	Dólar 17%	Imob 36%	Dólar 29%	Dólar 8%	Inflação 13%
Imob 28%	Imob 19%	Pré-fixado 14%	Imob 24%	Inflação 17%	Pré-fixado 16%	Inflação 27%	Multim 8%	Dólar 13%	Multim 17%	Imob 32%	Imob 19%	Ações 15%	Ações 33%	Pré-fixado 8%	CDI 4%	Imob 12%
Inflação 22%	Inflação 14%	CDI 12%	Multim 21%	Pré-fixado 13%	Inflação 15%	Pré-fixado 17%	CDI 8%	Pré-fixado 12%	CDI 13%	Pré-fixado 30%	Pré-fixado 17%	Inflação 13%	Inflação 23%	Inflação 6%	Multim 1%	Pré-fixado 12%
Pré-fixado 21%	Multim 13%	Inflação 11%	Inflação 19%	Multim 10%	Dólar 13%	Multim 15%	Pré-fixado 0%	CDI 11%	Inflação 9%	Inflação 25%	Inflação 13%	Pré-fixado 12%	Pré-fixado 14%	Multim 6%	Inflação -1%	Multim 11%
Multim 21%	CDI 12%	Imob 7%	Pré-fixado 14%	CDI 10%	CDI 12%	Ações 12%	Ações -3%	Multim 7%	Imob 5%	Multim 16%	Multim 12%	Multim 7%	Multim 11%	Ações 4%	Pré-fixado -7%	Ações 10%
CDI 15%	Pré-fixado 10%	Multim 4%	CDI 10%	Ações 3%	Multim 11%	Dólar 9%	Inflação -10%	Ações -3%	Pré-fixado 3%	CDI 14%	CDI 10%	Imob 6%	CDI 6%	CDI 3%	Imob -10%	CDI 9%
Dólar -9%	Dólar -17%	Ações -42%	Dólar -26%	Dólar -4%	Ações -11%	CDI 8%	Imob -13%	Imob -3%	Ações -12%	Dólar -17%	Dólar 2%	CDI 6%	Dólar 4%	Imob -10%	Ações -14%	Dólar 6%

Fonte Morningstar e elaboração Investport

Na InvestPort, nós atualizamos as nossas expectativas de retorno para as diferentes classes de ativos semestralmente. Ao longo deste relatório, serão exploradas as previsões para os próximos dez anos, bem como a relação delas com dados da última década. Além disso, também serão analisadas as mudanças do começo do ano até o momento atual.

Metodologia para o cálculo dos retornos esperados

Existem diversos métodos que podem ser usados para calcular os retornos esperados das classes de ativos, e eles geralmente envolvem duas abordagens:

- Análise de retornos passados
- Expectativas futuras para as economias e seus efeitos nos mercados

Dado que a economia é imprevisível, especialmente no longo prazo, preferimos dar um peso maior para a análise do passado, buscando pistas que possam ajudar a prever retornos futuros. Os dados dos últimos anos são interessantes para formular essa previsão porque "a história nunca se repete, mas geralmente rima", como disse o escritor americano Mark Twain.

Neste caso específico, buscamos entender como diferentes classes de ativos se comportam em janelas de tempo muito longas. Além disso, procuramos saber qual foi o retorno médio delas, a magnitude do risco e se houve retorno acima de outros investimentos. Finalmente, estudamos em quais contextos macro diferentes tipos de ativos tiveram no passado retornos bons ou ruins.

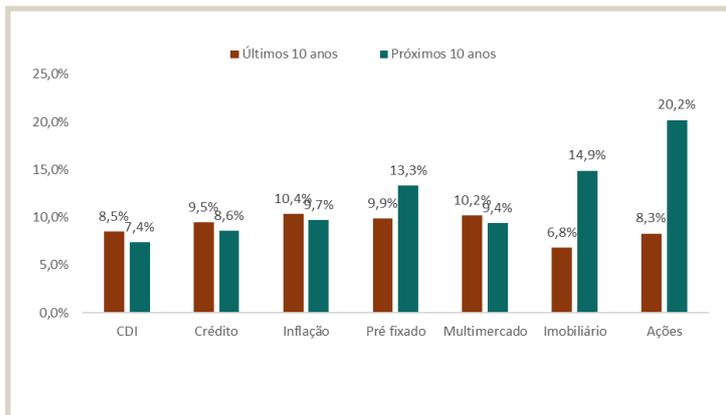
Em muitos casos, algumas métricas de valor relativamente simples ajudam a prever os retornos futuros. Apesar de não ser uma ciência exata, é um bom ponto de partida. No caso da renda fixa de longo prazo, as taxas atuais de juros ajudam bastante a prever os retornos posteriores (quanto mais altas as taxas, maiores os retornos esperados). Na renda variável, por outro lado, os múltiplos de lucro - relação entre os preços das ações e os lucros esperados para o futuro - são um bom indicador (quanto mais baixa a relação entre o preço e o lucro esperado das empresas, maiores os retornos esperados).

Expectativas de retorno para os mercados de capitais

Retornos esperados - Brasil

No gráfico abaixo, apresentamos os retornos esperados para os próximos 10 anos das diferentes classes de ativos brasileiros, e comparamos eles com os números registrados nos últimos 10 anos.

Retornos Últimos 10 anos vs. Próximos 10 anos



Fonte Morningstar e elaboração Investport

Podemos perceber que os ativos de risco, em especial o imobiliário e as ações, tiveram performances muito abaixo do esperado nos últimos 10 anos. Isso ocorreu porque essas classes de ativos são mais dependentes de crescimento econômico, e o PIB brasileiro decepcionou muito durante a última década. Por causa das crises econômicas de 2015, 2016 e 2020, o país não se desenvolveu tanto quanto se esperava. Como pode ser visto no gráfico a seguir, o PIB do Brasil cresceu 3,3% nos 10 anos, míseros 0,3% ao ano.

Evolução acumulada do PIB nos últimos 10 anos



Fonte Refinitiv e elaboração Investport

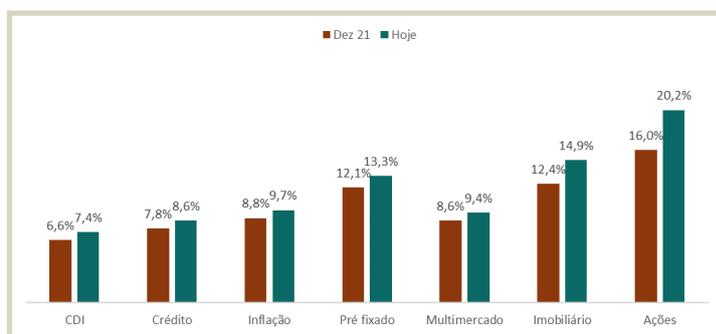
Por causa desse cenário, classes de ativos de maior risco apresentaram um retorno menor do que as de baixo risco, o que não é normal. Na próxima década, esperamos que a situação se normalize. Um investidor racional exige maiores retornos para justificar um risco maior, e retornos baixos só ocorrem devido a contínuas surpresas negativas, como as vistas nos últimos dez anos.

As contínuas decepções com a economia brasileira fizeram com que os investidores tivessem uma visão mais pessimista do futuro. Isso se traduz em valores dos ativos depreciados, oferecendo maiores retornos potenciais adiante. Atualmente, encontramos os menores preços de ativos em vários anos, tanto em ações quanto em fundos imobiliários. Essa situação se opõe

à de 2012, ano em que os valores dos ativos estavam, de modo geral, acima da média histórica, por conta de expectativas muito otimistas para o futuro.

Como consequência desta visão pessimista para o futuro, as expectativas de retorno para 2022 melhoraram em relação a 2021, como mostra o gráfico abaixo. Ou sejam, o pessimismo atualmente precificado nos ativos financeiros parece bastante maior do que desempenho esperado para os ativos financeiros nos próximos anos. Os lucros esperados para as empresas, os aluguéis recebidos pelos fundos imobiliários muito provavelmente serão mais sólidos do que os preços dos ativos estão indicando atualmente.

Retornos esperados

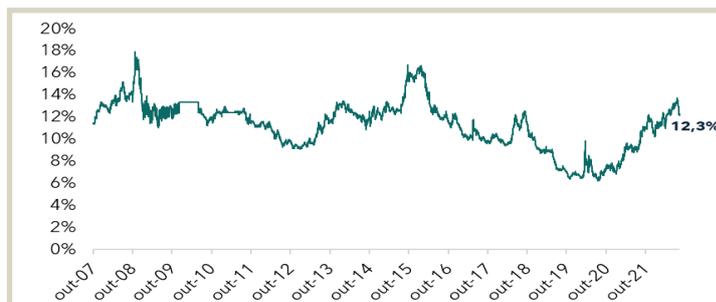


Fonte Morningstar e elaboração Investport

De um modo geral, foi registrado um aumento uniforme dos retornos esperados no primeiro semestre de 2022. Esse movimento é semelhante ao que vimos ao longo de 2021. Além disso, os retornos esperados atualmente também são bastante altos para o contexto histórico recente. Em alguns casos, como o da renda variável e da renda fixa, precisaríamos voltar para as crises de 2015 e 2016 ou para a de 2008 para encontrar expectativas de retorno semelhantes.

Como os retornos esperados dependem primordialmente das taxas de juros atuais, no caso da renda fixa, e da relação preço da ação lucro esperado, no caso da renda variável, é esperado que eles cresçam à medida que os ativos tenham um desempenho ruim. Se usarmos os títulos pré-fixados de longo prazo como exemplo, podemos ver que, em termos de taxas, estes títulos estão próximos dos seus melhores preços nos últimos 15 anos, salvo durante as últimas grandes crises.

Taxas históricas dos títulos públicos pré-fixados de 10 anos



Fonte Refinitiv e elaboração Investport

No caso da renda variável, o aumento do retorno esperado de 16% para 20% é resultado principalmente dos lucros esperados das empresas. Quanto menor a relação entre preço pago e lucro gerado, mais barata está a bolsa. Neste caso, a contínua alta das commodities e as revisões nas expectativas de lucro

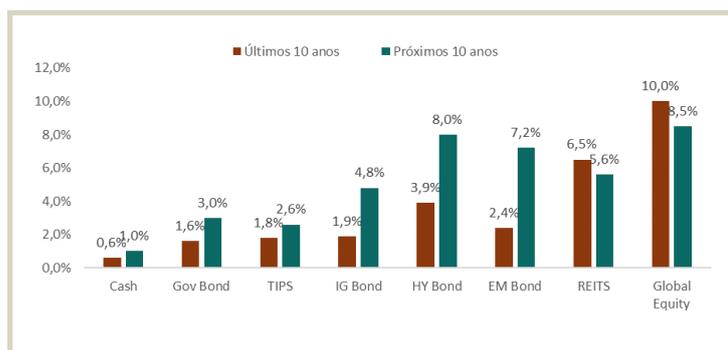
Expectativas de retorno para os mercados de capitais

das empresas para valores maiores levou ao aumento das expectativas de retorno.

Retornos esperados - Internacional

No gráfico abaixo, apresentamos os retornos esperados para os próximos anos das diferentes classes de ativos internacionais. Além disso, é possível estabelecer uma comparação com os últimos 10 anos.

Retornos Últimos 10 anos vs. Próximos 10 anos



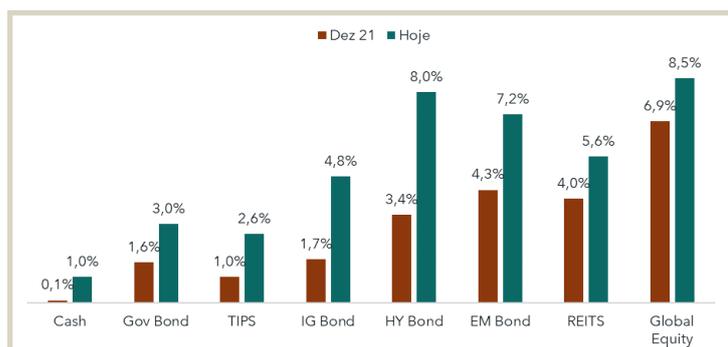
Fonte Morningstar e elaboração Investport

Ao contrário do cenário brasileiro, podemos ver que no exterior ativos de risco renderam muito mais do que a parcela de renda fixa. Se, como no Brasil, a atividade dos países desenvolvidos surpreendeu negativamente, por que foram observados retornos tão bons? No caso internacional, as empresas de tecnologia nos Estados Unidos tiveram resultados excepcionais, registrando uma progressão mesmo em um cenário de crescimento econômico fraco. Já os ativos imobiliários (chamados REIT), partimos de preços depreciados em 2012, resultantes da grande crise financeira, o que contribuiu para sua boa performance nos últimos anos.

Contudo, não esperamos que este cenário excelente da última década se repita. As empresas de tecnologia já são muito relevantes globalmente, e é difícil replicar o seu crescimento dos últimos anos.

Além disso, os juros terão que ser estruturalmente mais altos para segurar a inflação gerada pela crise do Covid. Os juros extremamente baixos da última década fizeram com que os preços dos ativos internacionais aumentassem, e esperamos que parte deste fenômeno se reverta na próxima década. Por outro lado, a renda fixa irá render consideravelmente mais, dado o aumento de juros e as taxas atuais.

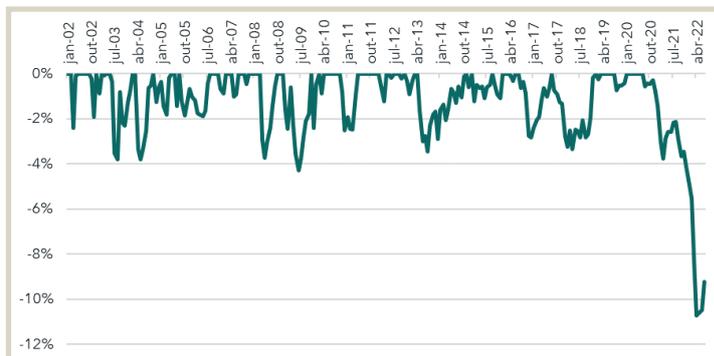
Retornos esperados



Fonte Morningstar e elaboração Investport

Em relação a 2021, foi registrado um aumento substancial do retorno esperado para os ativos internacionais, especialmente na renda fixa. Atualmente, boa parte das classes têm taxas aproximadamente duas vezes maiores do que as do final do ano passado, como títulos governamentais ou *high yield* (dívida de empresas de menor qualidade). A forte correção nos preços dos títulos públicos, fruto de uma inflação muito alta e de um banco central que vem subindo os juros de maneira agressiva, faz com que as taxas de compra sejam mais atrativas no momento atual. No gráfico abaixo, é possível perceber a magnitude da correção que os títulos públicos americanos sofreram, que foi a mais alta dos últimos 20 anos.

Queda máxima dos títulos públicos americanos de 10 anos



Fonte Morningstar e elaboração Investport

De um modo geral, podemos dizer que, tanto no Brasil quanto no exterior, os preços atuais estão mais convidativos do que os do final de 2021. No entanto, no exterior as expectativas de retorno são bastante inferiores aos resultados dos últimos 10 anos.

A verdade é que passamos por uma década de ouro, que não deve voltar tão cedo. Uma parte importante dos bons retornos dos últimos 10 anos foram decorrentes do aumento do preço pago pelas empresas, o que geralmente indica retornos menores à frente.