

# CARTA DO GESTOR

## Economia em recuperação e resultados acima das expectativas.

Os indicadores macroeconômicos divulgados até fim de julho e meados de agosto sugerem que o fundo do poço da economia brasileira e global tenha ficado para trás no mês de abril. Desde então, os indicadores de atividade econômica tem mostrado recuperação da indústria, do comércio e dos serviços fazendo com as estimativas de queda do PIB no Brasil que ficavam entre -6% e -9% para 2020, sejam revistas para uma "recessão mais amena", aparecendo projeções de recuo

do PIB entre -4% e -7% para esse ano (ver tabela a seguir). No entanto, as incertezas ainda permanecem, em especial sobre o controle da pandemia, para que não seja necessário o abre e fecha das empresas, pois isso é o que gera mais apreensão para os empresários e os empregados na hora de decidir ampliar os investimentos e o consumo e, por consequência, fazer com que a renda e o PIB da economia brasileira cresçam.

Relatório Focus do Banco Central - Expectativas do Mercado para 2020

Indicadores	dez-17	mar-18	jun-18	set-18	dez-18	mar-19	jun-19	set-19	dez-19	mar-20	jun-20	jul-20
IPCA (%)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,91	3,79	3,61	2,94	1,63	1,63
PIB (% de crescimento)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	2,20	2,00	2,30	-0,48	-6,54	-5,66
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/ US\$)	3,45	3,47	3,60	3,75	3,80	3,75	3,80	3,91	4,08	4,50	5,20	5,20
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	8,00	8,00	8,00	8,19	8,00	7,50	6,00	5,00	4,50	3,50	2,00	2,00
IGP-M (%)	4,00	4,00	4,10	4,05	4,00	4,00	4,14	4,03	4,18	4,13	5,63	8,66
Preços Administrados (%)	4,00	4,00	4,00	4,20	4,00	4,30	4,43	4,17	3,88	3,00	1,00	1,26
Produção Industrial (% de crescimento)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,10	2,19	0,85	-6,00	-7,92
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-46,85	-47,20	-43,90	-39,00	-38,70	-36,00	-33,00	-33,00	-54,20	-55,80	-13,50	-6,21
Balança Comercial (US\$ bilhões)	37,34	39,99	43,20	42,99	47,25	46,65	46,40	48,20	39,40	35,00	53,00	55,00
Invest. Estrangeiro Direto (US\$ bilhões)	80,00	83,50	79,00	77,00	84,44	83,38	84,36	83,20	80,00	80,00	57,50	53,75
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	60,00	59,35	59,60	59,95	58,60	58,20	58,55	58,15	58,00	56,63	66,25	67,50
Resultado Primário (% do PIB)	-1,00	-0,80	-1,00	-0,91	-0,78	-0,76	-1,00	-1,13	-1,10	-1,30	-10,20	-11,66
Resultado Nominal (% do PIB)	-6,50	-6,38	-6,35	-6,70	-6,00	-6,05	-6,00	-5,90	-5,60	-6,00	-14,85	-15,25

Fonte: Banco Central

Notas: (1) dados coletados do Relatório Focus no fim de cada mês. (2) Em julho/20, as informações foram coletadas pelo BCB até o último dia 31 de julho.

(3) As cores na tabela indicam mudança nas expectativas do mercado, para melhor (verde), para pior (vermelho).

Desse modo, nesse contexto de recessão e incerteza, o Banco Central seguiu reduzindo a taxa Selic, levando os juros básicos para o menor patamar da história brasileira. O COPOM reduziu a Selic de 2,25% para 2% ao ano, fazendo com os investimentos em renda fixa fiquem cada vez menos atrativos. Assim, a caderneta de poupança, a mais famosa aplicação no Brasil, agora está com rendimento de 1,4% ao ano mais a TR, o número abaixo da inflação. E pelo que indicou a autoridade monetária, os juros devem se manter baixos por um período. Nesse sentido, vale um olhar mais próximo das ponderações da última ata do Copom da reunião que ocorreu nos dias 4 e 5 de agosto. Então, segue a análise de alguns parágrafos da última ata.

**Parágrafo 11** - Nesse trecho da ata, o Copom reiterou que a recessão atual só pode ser comparada a da Grande Depressão, mas que há sinais de recuperação, só que incompleta. E coloca como principal risco uma segunda onda de Covid-19.

**Parágrafo 12 e 13**- Aqui, eles colocam a recuperação da economia brasileira é parcial, e que os programas do governo têm permitido uma retomada forte no consumo de bens duráveis e do investimento. Por outro lado, colocam que o setor de serviços, o com maior participação no PIB brasileiro pelo lado da oferta, sofreu mais, e deve demorar mais para se recuperar, apresentando no futuro próximo maior grau de ociosidade se comparado a outros setores. Ademais, colocam que dado a natureza da crise, teremos pressões desinflacionárias em função da queda da demanda, podendo durar mais que em crises anteriores.

**Parágrafo 14** – Nessa parte, o COPOM avaliou que o grau de estímulo monetário atual é adequado, especialmente pela trajetória fiscal e a continuidade no

processo de reformas, que seria motivo para a manutenção do estímulo monetário vigente. Acrescentou ainda que o nível de ociosidade é muito elevado e que a inflação prospectiva tem valor esperado abaixo da meta para o horizonte relevante de decisão política monetária. E, desse modo, eles concluíram ***"que seria apropriado aumentar residualmente o grau de estímulo monetário"***.

**Parágrafo 15** – Já nesse parágrafo, os membros do COPOM discutiram o limite efetivo mínimo para a taxa básica de juros no Brasil e sua relação com questões de natureza prudencial e de estabilidade financeira. Assim, eles colocam que: ***"Para a maioria dos membros do Copom, esse limite seria significativamente maior em economias emergentes do que em países desenvolvidos devido à presença de um prêmio de risco. Foi ressaltado que esse prêmio é dinâmico e tende a ser maior no Brasil, dadas a sua relativa fragilidade fiscal e as incertezas quanto à sua trajetória fiscal prospectiva. Nesse contexto, já estaríamos próximos do nível a partir do qual reduções adicionais na taxa de juros poderiam ser acompanhadas de instabilidade nos preços de ativos"***. Ou seja, aqui o Copom reconhece que os benefícios marginais em relação aos custos marginais de uma próxima redução da taxa de juros são pequenos, o que sugere a manutenção da taxa em 2% na próxima reunião, e que os juros num patamar baixo como o atual dependem das contas públicas sob controle no futuro, por isso a importância da reforma administrativa e da tributária.

**Parágrafo 16** – Nessa parte, o Copom ressaltou que taxas de juros muito baixas sem precedentes podem comprometer a "saúde do sistema financeiro", e podem também gerar aumento da volatilidade de preços de ativos,

influenciando o funcionamento e a dinâmica saudável do sistema financeiro e do mercado de capitais. Por isso, o Copom colocou que: ***“eventuais novas reduções na taxa de juros exigiriam cautela e gradualismo adicionais”***. Mencionando ainda que: ***“(…) novas reduções de juros demandariam maior clareza sobre a atividade e inflação prospectivas e poderiam ser temporalmente espaçadas”***. Isto é, deixou em aberto a possibilidade de uma nova redução da taxa de juros no futuro, mas que essa redução dos juros não seria necessariamente na próxima reunião. E que talvez possa não valer a pena reduzir mais uma vez a taxa de juros pensando nos benefícios e nos custos de uma nova queda.

**Parágrafo 17** – Nesse item apareceu uma novidade. Aqui, o Comitê menciona que: ***“De forma a prover o estímulo monetário considerado adequado para o cumprimento da meta para a inflação, mas mantendo a cautela necessária por razões prudenciais, o Copom considerou a utilização de uma “prescrição futura” (isto é, um “forward guidance”) como um instrumento de política monetária adicional. O Copom discutiu as limitações no uso deste instrumento em países emergentes. Em relação aos pares desenvolvidos, países emergentes são mais suscetíveis a contágio de crises externas e possuem maiores vulnerabilidades nos fundamentos econômicos. Consequentemente, devido à maior imprevisibilidade e volatilidade, o uso de tal instrumento torna-se mais desafiador. O Comitê concluiu que, apesar dessas limitações, a prescrição futura seria a estratégia de implementação de política que atualmente apresenta a melhor relação custo benefício. A prescrição futura cumpre o papel de transmitir a visão do Comitê sobre suas ações futuras e tende a ajustar as expectativas expressadas na parte intermediária da curva de juros”***.

Ou seja, o Copom menciona que pode utilizar a também a ferramenta de “prescrição futura” para gerir a política monetária e, desse modo, ajustar as expectativas de modo a gerar um ambiente de mais previsibilidade para a curva de juros, minimizando posições exageradas que geram alta volatilidade nos preços futuros dos ativos e que elevam ainda mais o grau de incerteza que envolve decisões nos mercados futuros. Mas como bem colocado pelo Copom, países emergentes como o Brasil devem utilizar com cuidado esse tipo de instrumento dado o grau de imprevisibilidade e volatilidade, o que significa dizer que prescrições futuras da autoridade monetária que não se confirmem na realidade econômica, podem gerar um efeito contrário: a perda de credibilidade da autoridade monetária seja ela qual for.

Desse modo, concluímos essa parte da carta mostrando que a taxa básica de juros, um dos principais parâmetros de precificação dos ativos aqui no Brasil, deve se manter baixa por mais tempo, e justificando o porquê da recuperação no preço dos ativos de renda variável que foram negativamente impactados no primeiro trimestre e que tiveram forte retomada a partir de abril, mesmo em um cenário que ainda foi de recessão na primeira metade do ano, e que já mostra retomada da atividade. No entanto, vale destacar que o Copom deixa bem claro que a taxa de juros em um patamar baixo no longo prazo depende muito da estabilidade fiscal, o que mostra a urgência na reforma administrativa e tributária, como já mencionado.

Então, nesse ambiente macroeconômico descrito de taxa de juros na mínima histórica, destacamos a divulgação dos números das empresas brasileiras no segundo trimestre desse ano na próxima seção da carta do gestor desse mês.

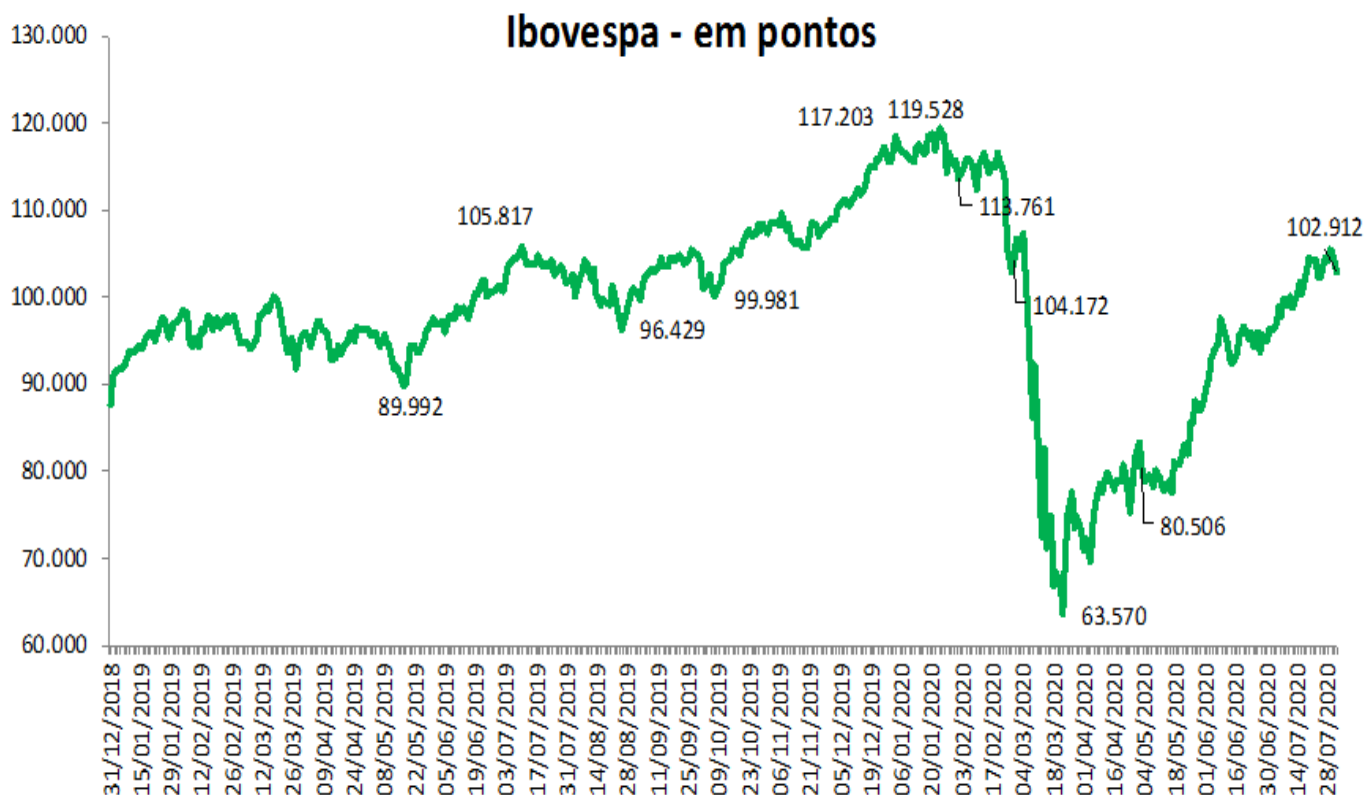
## Os Bancos e a Bolsa

A temporada de resultados do segundo trimestre de 2020 está se aproximando do fim e, de um modo geral, os números apresentados vieram acima das expectativas do mercado. Resultados acima do esperado costumam impactar positivamente a bolsa, mas não é isso que temos visto nessas últimas semanas. Da última semana de julho (início das divulgações) até essas primeiras de agosto, o Ibovespa apresenta uma leve queda.

Bom, mas se os resultados em média estão acima das expectativas e a bolsa está caindo, deve ter algo errado? Não necessariamente. As projeções de

resultados estavam muito pessimistas, então um lucro, por exemplo, melhor do que uma estimativa péssima, não significa necessariamente uma coisa boa. Outro aspecto que sempre temos que ponderar é o próprio momento de mercado.

Vimos a bolsa brasileira apresentar uma alta vigorosa nos últimos meses, buscando rapidamente patamares inimagináveis para o cenário que estamos vivendo (ver gráfico a seguir). Isso não é exclusividade do Brasil, muito pelo contrário. As bolsas mundiais estão com desempenhos ainda melhores que o nosso, fruto dos juros baixos e abundância de dinheiro ao redor do globo.



No entanto, nessas últimas semanas vemos o Ibovespa descolando do movimento dos principais índices mundiais. As dúvidas com relação à situação fiscal do país talvez sejam a principal justificativa para esse movimento.

Avaliamos os impactos de cada empresa sobre a variação do Ibovespa ao longo do ano até o final de julho. Nesse período, o principal índice brasileiro apresentava queda de 11%. Um grupo de papeis, que gostamos bastante, nos chamou atenção. O setor de bancos, que hoje responde por aproximadamente 20% do índice, apresentou quedas expressivas no pior momento da bolsa e ainda não retomou aos patamares pré-crise, acumulando perdas médias próximas de 30% no ano.

Numa situação hipotética em que essas 6 empresas (Banco do Brasil, Bradesco, BTG Pactual, Itaú, Itaúsa e Santander) zerassem as suas perdas no ano, a queda do Ibovespa seria de apenas 6% (os números não são exatos, mas não diferem muito disso). Mas faz sentido essas empresas não caírem no ano? Ou 30% de desvalorização está correto? Vamos trazer alguns pontos sobre os resultados dos bancos que ajudarão, ou não, a responder essas perguntas.

Antes da análise, uma observação. Não faremos a avaliação dos resultados do BTG por esse não ser um banco de varejo e ter uma atuação diferenciada dos demais.

Diferentemente do primeiro trimestre do ano, quando foi o único grande banco que não apresentou aumento nas despesas com PDD (provisão para devedores duvidosos), o Santander acabou aumentando suas provisões no segundo trimestre, o que acabou derrubando seu lucro em 40% em relação ao mesmo período do ano passado. Os lucros do Bradesco e do Itaú apresentaram a mesma queda, também impactados pelo PDD.

Banco do Brasil também aumentou essas despesas, com o lucro caindo 25% na mesma base de comparação.

Vale destacar que não ocorrendo a perda com a inadimplência, as provisões podem ser revertidas para o resultado. Isso acarretaria em um ganho não recorrente no futuro, cenário que consideramos bem factível dado o conservadorismo (louvável) nas provisões realizadas agora.

No que diz respeito à rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE), o comportamento foi muito parecido. Como era de se esperar, a queda dos lucros levou à quedas bruscas do ROE das instituições. Banco do Brasil veio com 11,9% (de 17,7% no 2T19), Bradesco com os mesmos 11,9% (de 20,6% no 2T19), Itaú com 13,1% (de 22,9%) e Santander com 11,5% (de 21,1%). O ponto que consideramos importante de destacar é que mesmo em meio à pandemia, com quedas fortíssimas nos lucros, a rentabilidade do setor segue bastante acima da média do mercado.

Entre lucros e prejuízos, o ROE médio das empresas que compõem o Ibovespa está próximo de 3%. Se tirarmos os bancos dessa amostra, a rentabilidade cai para pouco mais de 1%. É claro que essa rentabilidade tão baixa das empresas do Ibovespa ocorre em função do prejuízo que algumas reportaram, o que impacta o número final. Por outro lado, fica evidente a resiliência dos resultados dos bancos. Mesmo enfrentando uma das piores crises que a economia mundial está passando, o setor segue lucrativo e extremamente rentável.

Obviamente nem tudo são flores. Discutimos a lucratividade e a rentabilidade dessas instituições. Pontos que o mercado usou para justificar parte das suas quedas mas que não vemos com um viés tão negativo, mas sim sob uma ótica realista. Por outro lado, há um aspecto que parte do mercado pontuou como positivo e nós acendemos um sinal de alerta.

O índice de inadimplência reportado pelos bancos se manteve praticamente estável e em patamares próximos de 3% para Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Santander. Ora, se as provisões aumentaram tanto, ao ponto de derrubarem tanto os lucros, como a inadimplência segue em patamares baixos? A resposta está na renegociação e na postergação do prazo de pagamento de dívidas com os clientes. Dessa forma, como não é necessário pagar agora, a inadimplência não ocorre. Ao menos nesse momento.

É importante nos mantermos atentos a esse aspecto porque a inadimplência irá ocorrer. Quando o não pagamento das dívidas aumentar (e irá), há uma probabilidade alta do mercado “penalizar” as ações em função da piora do índice.

Isso não necessariamente indicará a piora da qualidade dos ativos, e sim a realização de um fato previsto.

Para finalizar vamos à resposta à pergunta inicial. Na nossa visão, nem uma coisa nem outra. As quedas que estão sendo verificadas, ainda mais considerando o desempenho das ações em um prazo mais longo, são exageradas. Os bancos seguem lucrativos, estão adotando a política conservadora que o momento exige e seguem rentáveis. Deveriam estar sem queda no ano ou até com valorização? Não. O momento é delicado, os resultados serão impactados (como estão sendo) e seguirão sofrendo ainda por mais um tempo.

Alguma queda é justificada, pois os resultados de 2020 e de parte de 2021 serão afetados. No entanto, vale destacar que a geração de valor para o acionista não ocorre somente nesses períodos, e sim por muitos e muitos anos. Mesmo que os resultados nunca voltem aos patamares anteriores, cenário que consideramos muito improvável, ainda assim o setor vale mais do que os preços mostrados no nosso home broker.

## Disclaimer

Este material é fornecido ao seu destinatário com a finalidade exclusiva de apresentar informações, não se constituindo numa oferta de venda ou uma solicitação para compra de ações. A Geral Investimentos—Gestão de Recursos não integra o sistema de distribuição de valores. A distribuição dos produtos geridos pela empresa são realizadas pela Geral Investimentos e seus prepostos. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo utiliza estratégias de derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Investir em ações é recomendado a clientes com perfil arrojado. Mudanças no cenário econômico podem acarretar oscilações nos preços das ações afetando seu desempenho. O prazo recomendado para este investimento é de longo prazo. Produto destinado ao varejo.

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é obrigatória a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar seus recursos. A taxa de administração exposta acima é a taxa mínima, tendo em vista que o fundo admite aplicações em cotas de outros fundos de investimento. As rentabilidades divulgadas não são líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, os fundos de renda variável deixaram de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento.