

CARTA DO GESTOR

Cenário macro e resultados de empresas

Nesta carta, coletamos dados e informações referentes a abril e até meados de maio. Em um cenário de radicalização do discurso no Brasil, de opiniões nas redes sociais dos falsos especialistas, precisamos verificar análises de fontes confiáveis, onde nos incluímos. Isso porque além do histórico positivo de desempenho dos fundos, somos fontes da mídia especializada do Rio Grande e do Brasil. Não estamos querendo dizer que somos donos da verdade, longe disso. Somos bastante humildes para dizer que estudamos a macroeconomia, as empresas, a forma como as outras Assets tomam decisões, lendo relatórios de departamentos de pesquisas econômicas e

de análise de empresas, bem como cartas de outros gestores, de modo a refletir sobre o que pensamos a respeito do cenário e como está a nossa percepção em relação ao mercado. Como diz o nosso analisa-chefe, Carlos Muller: “de nada adianta acertamos sozinhos, o mercado tem que comprar a ideia para que o papel tenha desempenho positivo”. E por que começamos a carta assim? Nessa carta, a nossa ideia é colocar a nossa percepção e o que coletamos no mercado, nas diferentes frentes de pesquisa. Falaremos sobre o cenário e os resultados de algumas empresas, finalizando com a nossa percepção em relação ao mercado.

Cenário Macro: Recessão e tipo de recuperação

No cenário macroeconômico, algo está dado: recessão em 2020. Diferente da Grande Crise Financeira (GFC) de 2008, a desse ano é generalizada, com restrições de movimentação. Dado o distanciamento e isolamento social, a cadeia produtiva parou em muitos setores e os consumidores reduziram suas compras. O que significa problemas na oferta e demanda agregadas.

Assim, diante desse cenário conturbado, ficam algumas questões: (1) qual é o tamanho da recessão no Brasil e no mundo? (2) Como estão os principais indicadores macroeconômicos? (3) Como os governos estão reagindo? (4) Qual será o impacto nas empresas das nossas carteiras no curto, médio e longo prazo?

(5) Como será a recuperação macro?

Todas são questões difíceis de responder. Não temos bola de cristal, possuímos estratégia para vivenciar qualquer cenário que surgir, sendo impactados positivamente e negativamente, mas investimos com responsabilidade, analisando os fundamentos das empresas que fazem parte dos nossos portfólios, buscando, sobretudo, preservação do capital na queda e ganho de capital na alta.

Então, vamos “as tentativas” das respostas em relação às questões colocadas anteriormente.

(1) qual é o tamanho da recessão no Brasil e no mundo?

Resposta 1: a queda estimada do PIB brasileiro está entre -5% e -10%. A incerteza é elevada. A recuperação dependerá da evolução da pandemia e das medidas de isolamento aqui e no mundo, pois os países são vinculados pela cadeia de valor global. E mesmo com o relaxamento das restrições, os consumidores voltarão aos poucos a consumir, na medida em que o emprego e confiança voltarem.

(2) Como estão os principais indicadores macroeconômicos?

Resposta 2: ruins em sua maioria. A atividade econômica tem mostrado forte retração; a inadimplência está mais elevada; inflação bastante baixa, mas com pressão futura por conta do câmbio; dólar alto refletindo o diferencial de juros menor em relação ao mundo e o risco Brasil, elevado pelo risco político; Selic em 3% ao ano e provavelmente terminará 2020 em 2,25%, dada a forte recessão. No entanto, o BC já tem dúvidas na continuidade da queda dado que as taxas muito baixas no curto prazo começam a pressionar a curva longa de juros para cima. Em suma, o cenário ainda é de muito incerteza, sendo que parte do que está acontecendo com a economia já foi precificada com o tombo da bolsa nesse ano.

(3) Como os governos estão reagindo?

Resposta 3: os governos de grande parte dos países estão agindo com políticas fiscais e monetárias extremamente agressivas, algo sem precedentes na história da economia global. Adicionalmente, estão fornecendo renda diretamente aos desempregados e autônomos, bem como atuando nos prazos

para pagamento de empréstimos e impostos. O que faz sentido nesse momento de pandemia. A conta virá no futuro, o que faz parte, sem problemas se for de forma equilibrada. É importante que o aumento dos gastos públicos seja transitório, não permanente. Algo perigoso quando se trata de Brasil e, especialmente, dos tomadores de decisão em relação ao dinheiro que é dos brasileiros. Tem se discutido a possibilidade de uma expansão quantitativa da moeda brasileira, "QE brasileiro". O argumento é que seria como emitir dívida pública sem pagar juros, dado que a dívida brasileira hoje é predominantemente em moeda local. Isso se daria com a atuação do BC junto ao tesouro. Enfim, sabe aquela história de super-herói, onde determinados poderes podem cair nas mãos erradas. Mais ou menos isso quando o poder monetário cai nas mãos de governantes com viés populista.

(4) Qual será o impacto nas empresas das nossas carteiras no curto, médio e longo prazo?

Resposta 4: já sofremos, assim como os fundos de ações em geral. Sabemos da qualidade das empresas que estão nas nossas carteiras, por isso estamos convictos de que conseguiremos navegar por esse período turbulento e conseguir a recuperação. Já são mais de 18 anos, passando por diversos tipos de crise. E seguimos por aqui. A grande novidade nessa crise é o aumento da captação. Os investidores estão entendendo que o momento de queda é o certo para aplicar e ampliar posições, ainda mais com a taxa Selic indo para a faixa dos 2%. Em suma, passaremos por isso como já fizemos em outros momentos.

(5) Como será a recuperação macro?

Resposta 5: Mercado já mais focado na forma e no momento da recuperação. Reabertura gradual. Alguns países estão voltando as suas atividades econômicas, nesse “novo normal”. Estão sendo adotadas medidas de segurança reforçadas, para que não tenhamos uma segunda onda do Covid-19, enquanto não seja encontrada uma vacina ou tratamento que seja consistente. A “letra” da recuperação, “V”, “U”, “W”, “L”, entre outras, depende prioritariamente da forma de como irá evoluir a pandemia (fase 1), do achatamento da curva; de como será a reabertura (fase 2), da resposta em termos de criação de empregos e recuperação das empresas; e de como conviveremos com o vírus (fase 3) no novo normal. A maioria dos analistas tem apostado numa recuperação em “V” para o mundo, 70% das recessões têm esse padrão, segundo mencionado por Bráulio Borges, economista e pesquisador Instituto Brasileiro de Economia (IBRE) da FGV. No caso brasileiro, esse padrão em “V” apareceu na maioria das vezes por aqui. A exceção ficou para o pós-crise de 2015-2016, onde ainda não havíamos recuperado o patamar de 2014 quando entramos nessa nova crise de 2020.

A crise de agora, será mais intensa que a imediatamente anterior, e a letra deve ficar entre “U” e “L”. O desenho da recuperação dependerá do formato da retomada mundial. Poderia se argumentar que o Brasil é um país relativamente fechado no comércio e no fluxo de capitais, o que é verdade. Mas dado que ainda estamos numa economia

globalizada, e que muitos discutem que haverá uma desglobalização (conversa para outra hora), somos dependentes dos ciclos globais reais e financeiros. Basta ver o desempenho da bolsa brasileira, que raramente se descola do desempenho mundial. Isso acontece especialmente pela nossa dependência em relação ao movimento das commodities, que são altamente dependentes da evolução da economia internacional. E claro, também dependerá das questões políticas e econômicas internas.

Se antes falávamos em reformas (administrativa e tributária) em 2020, agora o foco é o salvamento de vidas e da economia. As reformas devem ficar no radar, mas ao que parece, serão objeto de discussão em 2021, a depender da temperatura no ambiente político. E falando nele, as incertezas são consideráveis. Após as saídas dos Ministros da Justiça e da Saúde (nesse caso, dois já saíram em meio a uma pandemia) o clima havia piorado, com “vozes” querendo o impeachment do presidente Bolsonaro. Algo que geraria muita instabilidade nos mercados, como está gerando a postura do presidente durante a pandemia. Para conter isso, o presidente tem se aproximado do “centrão”, para tentar sobreviver, “isso aí”, como diria o presidente. Em suma, a incerteza é elevada tanto do lado econômico quanto político, o que torna as previsões precárias nesse momento. O que podemos dizer é que as grandes empresas sobreviverão. Falando nas companhias, nosso próximo ponto da carta traz os resultados recentes de algumas delas.

Resultados do primeiro trimestre do ano ainda não refletem a crise

Na segunda quinzena de abril as empresas de capital aberto começaram a divulgar seus resultados referentes ao primeiro trimestre de 2020 (1T20). Como pouco mais de metade das empresas divulgou seus números, traremos uma avaliação mais completa no próximo mês, quando teremos o panorama praticamente completo das empresas que negociam na bolsa.

O objetivo desse mês é trazer um pouco das perspectivas passadas pelas empresas e a nossa percepção para o segundo trimestre (2T20), esse sim impactado pelos efeitos do COVID-19.

No segmento de bancos, os 4 maiores do país (Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Santander) trouxeram seus números e chamou atenção a divergência entre a percepção da inadimplência futura. Se por um lado o Santander praticamente não alterou seus provisionamentos, apesar de ter a carteira de crédito mais arriscada entre os 4, o Itaú aumentou a reserva para perdas muito mais do que o esperado. O aspecto em comum entre todos é que claramente haverá um aumento na inadimplência nos próximos meses. Nos pareceu que Banco do Brasil, Bradesco e Itaú preferiram “errar” pelo conservadorismo e ter seus lucros afetados agora, do que ser mais arrojado (como foi o Santander) e correr o risco de aumentar muito as provisões no 2T20.

No segmento de shoppings, baseados na Multiplan (única do setor que já fez a sua divulgação) vemos que o 2T20 será de

uma queda muito forte nas receitas. É sabido que as empresas do segmento deram descontos médios de 50% nos alugueis de abril, parcelando os pagamentos, e possivelmente darão de 100% nos próximos meses, até que o fluxo de pessoas seja retomado. Dada a natural concentração de pessoas que a operação gera, não acreditamos em uma abertura ampla das operações no curto prazo.

A reabertura desses empreendimentos é importante para as varejistas de vestuário, cuja maior parte das lojas fica justamente em shoppings. Essas empresas sofrerão muito no trimestre devido à forte queda nas vendas. As vendas online existem, mas respondem por muito pouco do resultado final das empresas.

Por fim, no segmento de proteínas saíram os dados da Minerva e as perspectivas para o setor são boas. A demanda segue muito aquecida, a China já reabriu os mercados e muitos produtores mundiais estarão em dificuldades. Dessa maneira, seguirá um forte desequilíbrio entre oferta e demanda, beneficiando os produtores brasileiros.

Como mencionado, no próximo mês traremos um panorama mais completo e adicionaremos os segmentos que faltaram nesse comentário. E para fechar essa carta, terminamos respondendo frequentes perguntas dos nossos clientes, mas que fica como um fechamento, e de forma bem didática.

Impactos no mercado e previsões

1) O Ibovespa já chegou na mínima?

Ainda existe muita incerteza. Não tem como dizer se o pior já passou para o Ibovespa. O que podemos dizer é que a volatilidade aumentou de forma considerável, dado o cenário de baixa previsibilidade.

2) Qual é o impacto do Covid-19 na economia e na bolsa nos próximos períodos?

É sempre importante lembrar que o mercado antecipa parte das perdas na economia real. Entendemos que parte está precificado. Acreditamos que uma queda no PIB brasileiro entre 6% e 10% já está na precificação dos ativos. Acima dessas perdas, pode haver novas baixas nos preços no curto prazo. Para o médio e longo prazos, acreditamos que os papéis apresentam preços interessantes, onde o investidor que tiver paciência e capacidade para suportar a volatilidade, tende a se beneficiar com a recuperação da economia e, portanto, dos preços dos ativos. Porém, isso não significa dizer que o valor intrínseco de algumas empresas permaneceu no mesmo nível de antes do coronavírus. Ou seja, é necessário acompanhar sempre como ficarão as companhias nesse "novo normal", pós pandemia.

3) Os balanços do primeiro trimestre já mostram impactos da crise?

Já está acontecendo. Em alguns já vimos impacto nos balanços no primeiro trimestre. O efeito mais intenso do coronavírus nos balanços será visto a partir do segundo trimestre.

4) E o futuro?

Quanto às previsões, podemos dizer que o grau de incerteza é muito alto. No caso brasileiro, além das questões "puramente econômicas", entrou no radar o risco político, que tem gerado desconfiança maior em relação ao controle da crise, e a saída dela. Ou seja, o que chamamos de "tempestade perfeita", algo que o ex-presidente do Banco Central do Brasil, Armínio Fraga, falou outro dia se referindo a problemas em três grandes pontos (saúde, economia e política), está ocorrendo conjuntamente, levando os agentes econômicos e financeiros a níveis históricos de baixa confiança. O que sugere mais dificuldades de crescimento futuro, dado que os níveis ainda não haviam se consolidado no otimismo. Os indicadores de confiança ainda estavam abaixo do patamar de 2014, período pré-recessão brasileira de 2015 e 2016. Como colocado anteriormente, nosso desempenho dependerá muito da retomada da economia mundial, dado que é uma crise global, e isso passa por encontrar a "cura" o quanto antes.

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 com 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 líquidas 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.