BRESSER asset management

Carta Mensal – Março 2020

Ao final de março, o fundo Bresser Ações alcançava um retorno de 121,2% nos últimos 7 anos, superior ao retorno do Ibovespa de 29,6%% no mesmo período. O fundo Bresser Hedge Plus alcançava um retorno de 39,4% nos últimos 3 anos, superior ao CDI acumulado no período de 21,9%. Em recente estudo da Economática, o Bresser Ações aparece como um dos 10 fundos mais rentáveis nos últimos 10 anos e em 1º lugar como o fundo mais resiliente, o que tem sido uma característica da nossa se gestão, o controle de risco, ou seja, minimizar as perdas e se recuperar mais rápido nos meses seguintes.

Os fundos Bresser Ações FIA e Bresser Hedge Plus FIM, são os dois principais fundos sob nossa gestão na Bresser Administração de Recursos. O fundo Bresser Ações busca investir nas empresas com condições de terem o melhor desempenho nos seus setores e que estejam em bons setores, onde haja espaço para crescer e gerar valor. Tudo isso a um preço atrativo. O Bresser Hedge Plus investe nos mesmos ativos do fundo de ações na sua carteira *long* (comprada) e procura minimizar o risco com algumas posições *short* (vendida) em ações que vemos menor potencial de valorização ou mesmo potencial de queda. Além disso, o fundo é um multimercado e pode se posicionar nos mercados de câmbio, taxas de juros, nominais e reais e inflação, com objetivo de hedge das posições de ações ou por vermos oportunidade de capturar um ganho. Realizamos nosso trabalho analisando com profundidade as empresas e a conjuntura econômica e buscamos tomar posições de longo prazo.

No mês de março, as perdas financeiras nas bolsas no mundo refletem os tempos difíceis que muito provavelmente ainda teremos pela frente. Muitas questões se colocam. Qual deverá ser a resposta de política econômica para evitar que a crise e a recessão sejam mais fortes? Quais políticas podem ser tomadas para permitir uma rápida retomada da economia quando o isolamento social puder ser flexibilizado? Quais oportunidades podem estar sendo criadas diante deste cenário adverso?

Desde quando a crise se iniciou na Itália, ficou claro que a doença se espalharia para muitos outros países, inclusive ao Brasil, e teria um forte impacto na economia a nível mundial, e tomamos medidas para diminuir significativamente as posições no fundo de ações e no fundo multimercado. Procuramos também substituir ações de empresas que víamos mais expostas à crise, por posições em empresas que deveriam ter um impacto econômico menor diante do novo cenário. De fato, as empresas de consumo, que tiveram sua atividade praticamente paralisada, tiveram uma forte queda no mês, enquanto empresas de outros setores, como o exportador, beneficiado pela desvalorização do real, e empresas que vendem produtos de consumo menos discricionários, tiveram quedas bem menores.

Pudemos ver que várias empresas tiveram uma correção de preços excessivo, e o valor de suas ações começaram a se recuperar no mês de abril. Ao final do mês de março e início do mês de abril fomos gradualmente aumentando as posições em empresas que avaliamos que os preços ficaram muito atrativos.

Para entender a queda das ações é bom lembrar que o índice Ibovespa vinha se valorizando desde o início de 2016, e no mesmo período as taxas de juros sofreram forte queda. As taxas de juros nominais vieram de 14,25% a.a. para 3,75% a.a. e as taxas de juros reais de 6,2% para 2,4%, tendo como base um título com 5 anos de prazo. Por diversas razões, o crescimento do país e do lucro das empresas não acompanharam, na mesma proporção, a valorização das empresas na bolsa, fazendo com que os preços das ações ficassem muito acima

dos seus padrões históricos. Em muitos momentos, isso seria um sinal de aviso, mas as taxas de juros muito abaixo dos níveis históricos e as perspectivas positivas para uma aceleração do crescimento fizeram com que os investidores aceitassem os *valuations* mais altos. O aparecimento do mundo do Covid19 fez com que o cenário de aceleração de crescimento fosse substituído por um de uma forte recessão, esta mudança tão forte no cenário ajuda a explicar a extensão e velocidade com que a queda nos preços ocorreu.

Coloca-se a questão de qual será o tamanho da desaceleração econômica e quais medidas devem serem tomadas. Dado o nível de parada na economia, é muito provável que a queda do PIB no Brasil este ano seja superior a 5%, esta queda praticamente se concentrará toda no 2º e 3º trimestre deste ano. Em 2021, a economia deve estar normalizada, mas possivelmente em um novo normal, sairemos desta crise com indivíduos, empresas e o país mais endividados, o que deve trazer uma recuperação gradual do PIB. Com um consumidor mais endividado, com alguns hábitos diferentes, podemos imaginar que o PIB em 2021 será significativamente abaixo do que se esperava-se antes do início dessa crise. O fato é que agora ainda há muita incerteza sobre o que está por vir pela frente. Podemos apenas traçar alguns cenários vagos.

O impacto dessa crise no Brasil pode ser mais ameno, dependendo das ações na área fiscal e monetária que sejam tomadas. A maioria dos países estão colocando programas de auxílio aos assalariados e às empresas de modo que estes primeiros não percam a sua renda, possam sobreviver dignamente e continuem a consumir, reduzindo o impacto na economia, e que as pequenas e médias empresas também possam sobreviver. Os gastos sociais têm sido expressivos, chegando a 10% do PIB nos países desenvolvidos. Estima-se que a Itália, que entrou na crise com uma dívida de 135% do PIB, saia da crise com uma dívida de 180% do PIB. França e Alemanha colocaram fortes medidas de apoio aos assalariados. O governo da Alemanha pagará um valor próximo a dois terços dos salários de trabalhadores que não puderem trabalhar, enquanto o custo para as empresas será próximo a zero. Estas medidas têm permitido às empresas a não demitir, e ao mesmo tempo não se colocarem em uma situação de insolvência.

Nos Estados Unidos, a taxa de desemprego deve subir muito, em 3 semanas vimos um aumento de 15 milhões em pedidos de auxílio de desemprego, o que já representa 10% da força de trabalho norte americana. Como medidas de auxílio, o congresso americano aprovou um gasto adicional de USD 2 trilhões para apoiar empresas e indivíduos, o valor do gasto é próximo a 10% do PIB. Esta conta, não leva em conta ainda o aumento do déficit que se terá com perda de receitas devido à recessão, ou atraso e diferimentos no pagamento de impostos que farão com que o endividamento fiscal do país cresça ainda mais.

Além de apoio fiscal, os Banco Centrais no mundo têm aumentado muito a injeção de recursos através dos programas de compra de títulos. Estas medidas no campo monetário e fiscal farão com que a recessão não seja tão forte e duradouras nos países que estão tomando estas medidas.

Aqui no Brasil, as medidas efetivamente tomadas, auxílio a indivíduos e empresas, somam aproximadamente R$ 170 bi, um valor ainda muito baixo, de cerca de 2% do PIB. As estimativas são de que com esse nível de auxílio, além de um problema social muito grande, a recessão será de fato muito forte. Esperamos que o governo e o congresso possam ampliá-las. As discussões sobre como financiar os gastos, estão se sobrepondo as medidas que precisam ser tomadas.

Do lado monetário, o avanço das medidas tem sido mais significativo. Além de várias injeções de liquidez e medidas para estabilizar os mercado, o Banco Central vem trabalhando para aprovação de uma PEC, denominada PEC do Orçamento de Guerra, que dá ao Banco Central poder para fazer o mesmo que seus pares no exterior, que é comprar títulos públicos e privados, o que basicamente é uma forma de emissão de moeda.

Muitos gastos no mundo têm sido financiados com a emissão de moeda, sem impacto inflacionário. Esta política foi feita de forma ampla nos Estados Unidos na crise de 2008 e não teve nenhum impacto inflacionário. A inflação é um fenômeno que depende de um aumento da demanda, ou de um choque restritivo da oferta, nenhum desses elementos está presente para acelerar a inflação. Ao contrário, a compra pelos bancos centrais de títulos públicos permitirá uma navegação mais suave diante da crise e que se evite um potencial efeito deflacionário na economia que deixaria a política monetária sem potência.

Podemos pensar também que a queda dos juros nos últimos anos abriu um espaço fiscal que pode ser parcialmente usado. Hoje as taxas de juros reais são muito mais baixas e o gasto previsto com juros é muito menor do que no passado. Para cada 1% em redução na taxa Selic temos uma economia de R$ 65 bilhões ao ano. Estamos praticando juros reais 4 a 5% mais baixos do que no passado, podemos, portanto, ter um aumento temporário de despesas que será amplamente coberto pelos juros mais baixos que temos hoje. Há ainda espaço para baixarmos a taxa a Selic para 2,5% ou 3,0%, uma economia adicional em relação aos 4,25% que tínhamos no início do ano. Portanto, apenas a redução de juros já faria com que o custo fiscal de um programa de 7% a 10% do PIB fosse pago, em aproximadamente dois anos, com esses juros mais baixos. Uma resposta fiscal mais forte, permitiria que os efeitos negativos na economia sejam menores e a recuperação mais rápida.

Sobre a taxa de câmbio, o movimento que vimos de depreciação está associado à saída sem precedentes de recursos da conta de capital de países emergentes, inclusive o Brasil. O movimento futuro da taxa de câmbio dependerá ainda do comportamento da conta corrente, desempenho econômico do país na crise e do comportamento da conta de capitais. Do ponto de vista positivo, para estabilizar o câmbio, vemos que a recessão econômica e o câmbio já mais desvalorizado farão com que haja uma melhora na conta corrente. Além disso Banco Central tem feito intervenções na venda de forma quase diária, visando reduzir a pressão de desvalorização da taxa de câmbio. Do ponto de vista da conta de capital, o movimento de saída de recursos deve se amenizar, mas não será suficiente para fazer o câmbio recuar aos patamares anteriores à crise. Empréstimos, investimentos diretos, títulos de renda fixa e ações tendem a sofrer uma pressão de venda diante de uma crise econômica forte. É isso que ainda estamos vendo.

Na crise de 2008, o momento de maior baixa do mercado ocorreu em outubro de 2018, e o índice Bovespa recuperou para os patamares anteriores à crise depois de 14 meses, ou seja, em dezembro de 2019. Nos Estados Unidos a retomada completa do índice S&P só ocorreu em agosto de 2012, cerca de quase quatro anos depois de atingir o seu menor nível. Essa crise é sem dúvida mais forte, mas as medidas na área fiscal e monetárias tomadas pelos governos foram muito mais amplas e rápidas. Esperemos pelo melhor cenário, vemos preço mais atrativos, como gestores já passamos por crises muito fortes, essa é uma dessas, como sempre com características únicas. Os mercados sempre voltam, é importante ter serenidade e paciência. Obrigado pela atenção e confiança ao longo dos anos.

A tabela I apresenta a atribuição mensal dos nossos fundos no mês de março e acumulado no ano.

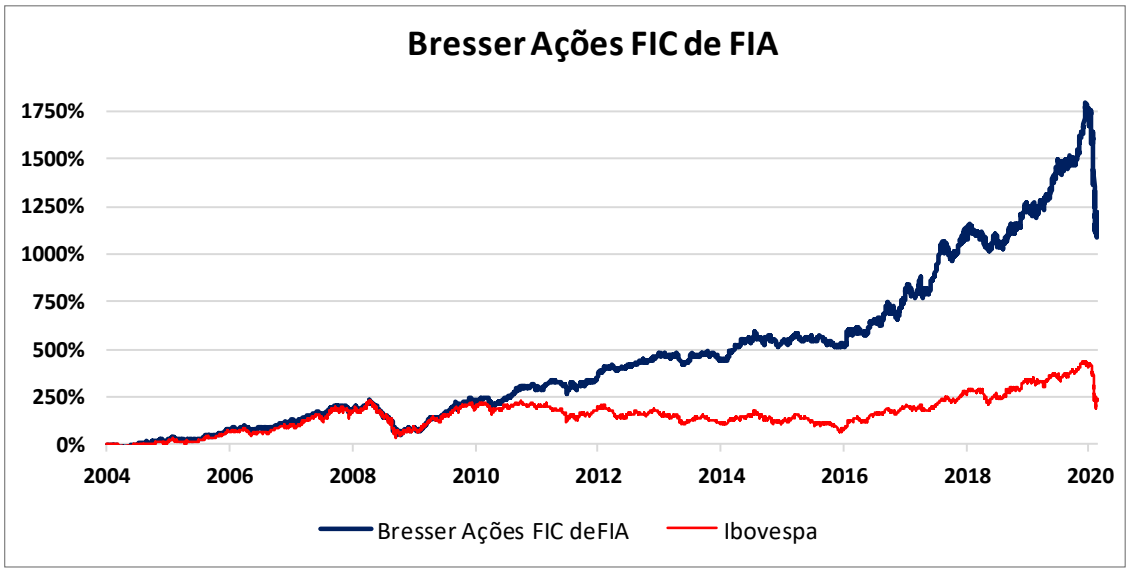
Tabela I – Atribuição de Performance

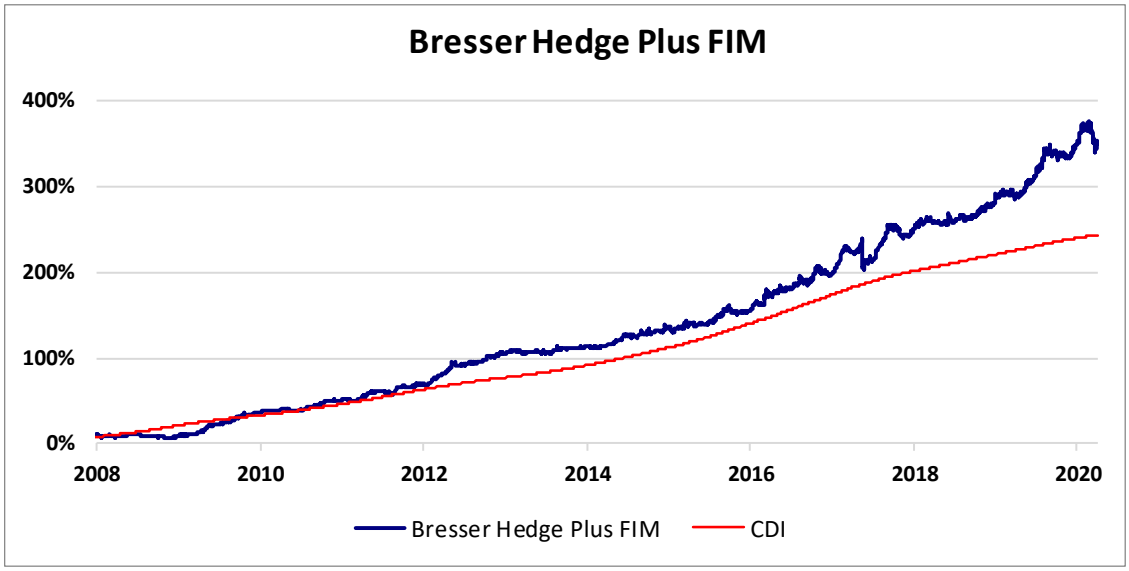
	Bresser Ações FIA		Bresser Hedge		Bresser Hedge Plus	
	Mensal	Anual	Mensal	Anual	Mensal	Anual
Ações	-25,20%	-26,98%	-3,56%	-3,10%	-6,81%	-6,46%
Moedas	0,00%	0,00%	3,29%	5,26%	5,80%	9,47%
Renda Fixa	0,06%	0,10%	-1,04%	-1,28%	-1,93%	-2,60%
Custos	-0,18%	-0,55%	0,09%	-0,65%	0,30%	-0,68%
CDI			0,34%	1,01%	0,34%	1,01%
Total	-25,32%	-27,43%	-0,88%	1,24%	-2,29%	0,74%

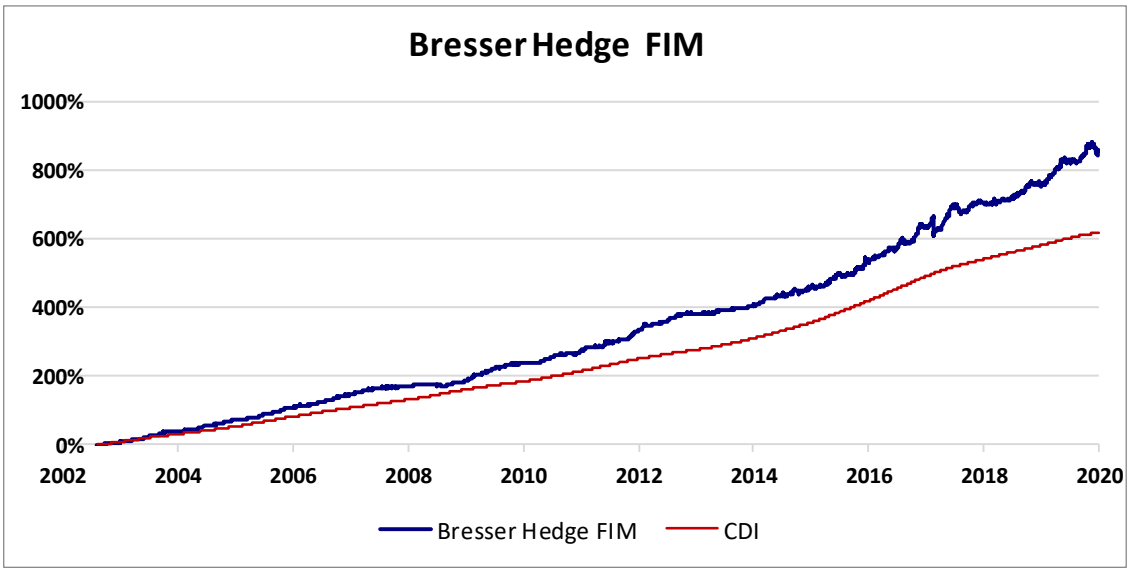
Para os fundos Bresser Hedge e Bresser Hedge Plus o resultado de ações, moedas e renda fixa é apresentado ex-CDI

PERFORMANCE DOS FUNDOS

	1 ano	3 anos	5 anos	7 anos	10 anos	Início*
Bresser Ações FIC FIA	-5,3%	41,5%	94,7%	121,6%	266,6%	1155,9%
Bresser Hedge Plus FIM	15,8%	40,0%	87,8%	118,9%	222,9%	351,6%
Bresser Hedge FIM	11,4%	30,5%	70,7%	99,1%	182,3%	857,0%
Ibovespa	-23,5%	12,4%	42,8%	29,6%	3,8%	229,3%
CDI	5,4%	21,6%	57,3%	90,5%	151,9%	455,1%




Bresser Hedge Plus FIM
400%
300%
200%
100%
0%
2008
2010
2012
2014
2016
2018
2020
Bresser Hedge Plus FIM
CDI


Bresser Hedge FIM
1000%
800%
600%
400%
200%
0%
2002
2004
2006
2008
2010
2012
2014
2016
2018
2020
Bresser Hedge FIM
CDI