



Sumário

- As ações das empresas de tecnologia protagonizaram um susto no início do mês, com uma realização forte, mas não consideramos como um sinal de “estouro de bolha”.
- As incertezas sobre a trajetória da dívida pública novamente pesaram sobre todos os mercados locais.
- O ativo que mais sentiu o aumento do risco foram as taxas de juros de prazos mais longos. Mas, desta vez, também os títulos e estruturas atreladas à Selic também sofreram.
- O Real desvalorizou-se no mês, seguindo a tendência global de valorização do Dólar.
- Mais um mês de realização na bolsa, mas avaliamos que a classe de ativo tem um potencial de alta de 24% para os próximos 12 meses.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

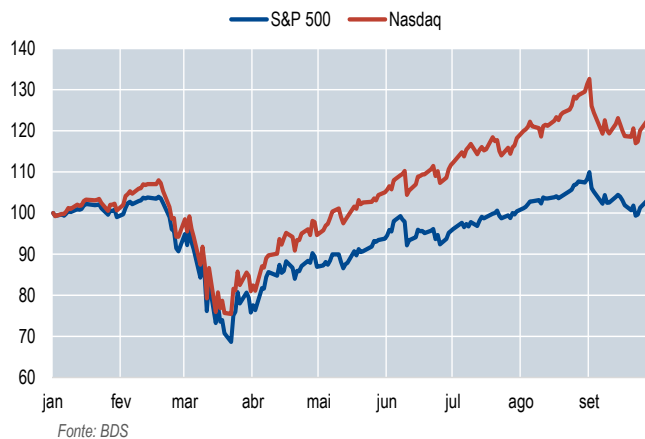
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O governo decidiu mandar um projeto de reforma administrativa ao Congresso.	●	●	●
Medidas de fechamento em algumas economias da Europa fizeram aumentar os temores de uma nova desaceleração.	●	●	●
A tentativa do Tesouro de colocar títulos prefixados de prazos mais longos forçou a curva de juros para cima.	●	●	●
O anúncio do uso de fontes pouco ortodoxas para o financiamento da ampliação do programa assistencial do governo acendeu a luz vermelha sobre a manutenção da disciplina fiscal.	●	●	●

Cenário Global

Um raio isolado em um dia ensolarado ou o prenúncio de uma tempestade? Os investidores ainda não entenderam completamente a grande volatilidade que tomou conta das ações das empresas de tecnologia, que vinham sendo o destaque da recuperação espetacular dos mercados acionários nos últimos meses. O Nasdaq, índice da bolsa que concentra empresas deste setor, recuou 5,2%, enquanto o S&P 500 desvalorizou-se 3,9%, puxado pelo setor. Para dar nome aos bois, Apple, Google, Facebook e Amazon recuaram, respectivamente, 10,3%, 10,1%, 10,7% e 8,8%.

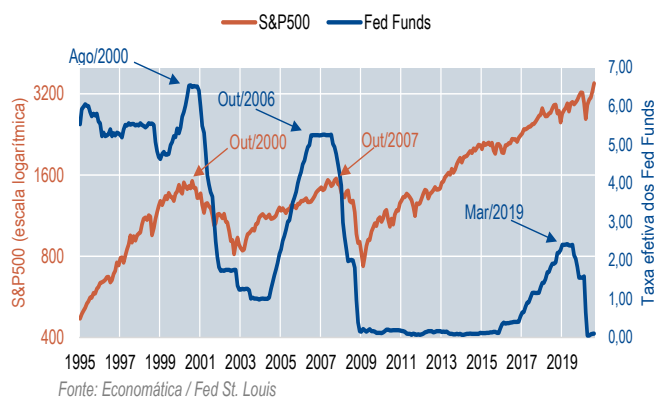
No entanto, observando-se de uma perspectiva um pouco mais longa, a realização não parece, de forma alguma, exagerada. No Gráfico 1, podemos observar o comportamento do Nasdaq e do S&P 500 desde o início do ano, e a realização de setembro. Voltamos para o mesmo nível do início de agosto no caso do Nasdaq, e do início do ano no caso do S&P 500. Em um ano marcado por uma pandemia sem precedentes, a bolsa estar no mesmo nível do início do ano não parece algo especialmente grave.

Gráfico 1. Bolsas Americanas



O que assustou, talvez, foi a intensidade da realização em tão poucos dias, deixando a sensação de “estouro de bolha”. Não vemos dessa forma. Não vamos entrar no mérito de se há ou não uma bolha em formação. O ponto é que normalmente uma bolha no mercado de ativos é formada quando as taxas de juros são muito baixas e estoura quando as taxas de juros sobem. No Gráfico 2, podemos observar as duas últimas grandes realizações da bolsa americana: o estouro da bolha de tecnologia, no final de 2000, e a Grande Crise Financeira, no final de 2007. Ambas se seguiram a processos de aperto monetário por parte do Fed. É verdade que o Fed iniciou um ciclo de elevação de juros no início de 2017, o que poderia ter levado a uma realização mais forte da bolsa. No entanto, este ciclo foi interrompido em março de 2019 porque a economia começou a desacelerar e a inflação sequeu começou a subir, e começou a ser revertido em meados de 2019, antes mesmo de qualquer realização dos mercados, de modo que não deve influenciar o atual ciclo de valorização dos ativos de risco.

Gráfico 2. Taxa dos Fed Funds vs. S&P500



Cenário Doméstico

Dando continuidade ao cenário de agosto, o mês de setembro também foi dominado pela questão fiscal. Obviamente não se trata de uma questão nova. Desde a aprovação do teto de gastos, em 2016, sabia-se que, sem reformas estruturais, o teto não se sustentaria. Os gastos com a epidemia apenas anteciparam a discussão. Depois de, em um primeiro momento, o mercado ter reagido a uma política monetária extremamente estimulativa, estamos agora na fase de questionamento da sustentabilidade do atual regime fiscal.

O Gráfico 3 mostra justamente esta mudança de humor: de abril a julho, as taxas de prazos mais longos acompanharam as expectativas de uma Selic cada vez mais baixa. No entanto, a partir de agosto, a questão fiscal sobrepujou a política monetária e as taxas longas começaram a subir, fechando setembro aproximadamente no mesmo nível do início do ano, mesmo com a taxa Selic em nível muito mais baixo.

Gráfico 3. DI 2025 e Expectativas para a Taxa Selic



Sem dúvida, a questão fiscal é grave, mas não mais grave do que do já se vislumbrava no final de julho, quando as taxas de juros atingiram a mínima do ano. O que mudou de lá para cá foi a percepção do mercado em relação à resposta do governo a este desafio. Por exemplo, depois de descartar qualquer projeto de reforma administrativa ainda este ano, o governo finalmente cedeu, e enviou uma proposta ao Congresso. Apesar de ter tido um efeito relativamente benéfico para os preços dos ativos, a reforma, do modo como foi concebida, não produz nenhum efeito fiscal de curto prazo, pois afeta somente os funcionários públicos a serem contratados. Portanto, apesar da direção correta, parece muito pouco diante da tarefa de manter o teto de gastos intacto.

Ao longo do mês, vários balões de ensaio foram testados a respeito da continuidade do auxílio emergencial em 2021, ainda que em menor valor e com escopo mais limitado, mas maior do que o atual Bolsa Família. Dado que não há espaço no orçamento para este aumento de gastos, várias alternativas foram aventadas. Até que, no final do mês,

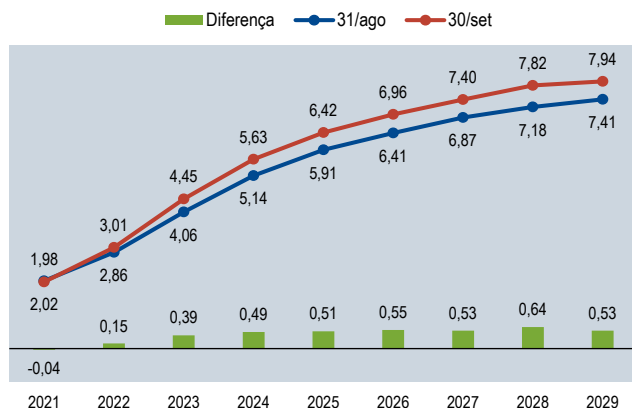
uma solução foi apresentada pelo governo da pior maneira possível: recursos de precatórios seriam usados para bancar o novo programa. Ou seja, o governo estava propondo o uso de recursos do não pagamento de dívidas como se receitas fossem. Obviamente, o mercado não recebeu bem a proposta, não somente pela heterodoxia envolvida, mas, principalmente, pela sinalização de que o governo não estava disposto a se desgastar politicamente para patrocinar o corte de outras despesas.

Sem dúvida, o risco de nosso cenário-base, o de manutenção da disciplina fiscal, aumentou durante o mês. Avaliamos, no entanto, que os preços já se ajustaram a este aumento de risco, de modo que, neste momento, estamos no mesmo ponto que estávamos há um mês. A aposta pela manutenção da disciplina fiscal ainda nos parece o cenário mais provável. Vale repetir o que escrevemos na newsletter do mês passado: o teto de gastos foi implementado por uma Emenda Constitucional e, portanto, necessita de maioria de 2/3 do Congresso para ser modificada. Não se trata de tarefa simples, mesmo que signifique, no curto prazo, licença para gastar. A inércia, portanto, trabalha a favor da disciplina fiscal. Será preciso um esforço grande para abandoná-la. Ainda que nada seja tão difícil a ponto de ser impossível, ainda acreditamos que a disciplina, que permitiu que as taxas de juros chegassem aonde chegaram, será mantida. Além disso, a própria reação dos mercados tende a levar o governo e o Congresso a buscar soluções dentro do escopo da disciplina fiscal.

Renda Fixa

O aumento do risco fiscal afetou de maneira direta o mercado de taxa de juros. Podemos observar o efeito deste aumento do risco no Gráfico 4, que mostra a elevação de praticamente toda a curva de juros entre 40 e 55 pontos-base, o que prejudicou a rentabilidade das carteiras de renda fixa.

Gráfico 4. Curva de Juros



Fonte: BDS

Além do aumento das taxas de juros mais longas, também os spreads das LFTs e das operações indexadas ao CDI (LTNs hedgeados com swaps ou contratos DI) subiram, causando perdas em fundos conservadores, principalmente os soberanos. Os fundos DI também foram prejudicados, mas a parcela de crédito ajudou a amenizar ou até compensar as perdas.

A elevação dos spreads das LTNs hedgeadas se deu por conta de um grande leilão de títulos prefixados patrocinado pelo Tesouro, ainda em agosto, que forçou a curva de juros para cima e também os spreads das operações de hedge, dado que o mercado não tinha como absorver o nível de risco prefixado pretendido pelo Tesouro. As LFTs, que não foram objeto de leilões massivos, aos poucos vêm ajustando seus preços por arbitragem, aproximando seus spreads aos das LTNs hedgeadas.

Como dissemos acima, nosso cenário-base continua sendo o da disciplina fiscal, ainda que o risco para este cenário tenha aumentado em setembro, mas já compensado pelo ajuste da curva de juros. Portanto, continuamos considerando o atual nível da curva de juros como uma boa oportunidade de investimento, dado o nosso cenário-base.

Câmbio

Com o envio da proposta de reforma administrativa para o Congresso, o Real começou o mês se fortalecendo em relação ao Dólar, chegando a se valorizar 4% durante o mês. No entanto, com a piora da percepção sobre a pandemia na Europa, por um lado, e a deterioração das expectativas sobre a questão fiscal por outro, o Real passou a desvalorizar-se no mês, fechando em baixa de 3,0% em relação do Dólar.

O novo patamar em torno do qual o Real deverá se estabilizar dependerá de algumas variáveis: 1) o diferencial de taxas de juros entre Brasil e EUA, que está em seu patamar mais baixo da série histórica; 2) o déficit em conta-corrente, que deve diminuir com a forte desaceleração da economia global e local; e 3) o risco-país, que deve permanecer em patamar elevado, mas inferior aos atuais níveis, se a agenda fiscal caminhar na direção correta. Considerando estes três fatores, avaliamos que o Real pode se valorizar nos próximos meses, na medida em que a atividade econômica mostre recuperação e a diminua a percepção de um descontrole fiscal.

Bolsa

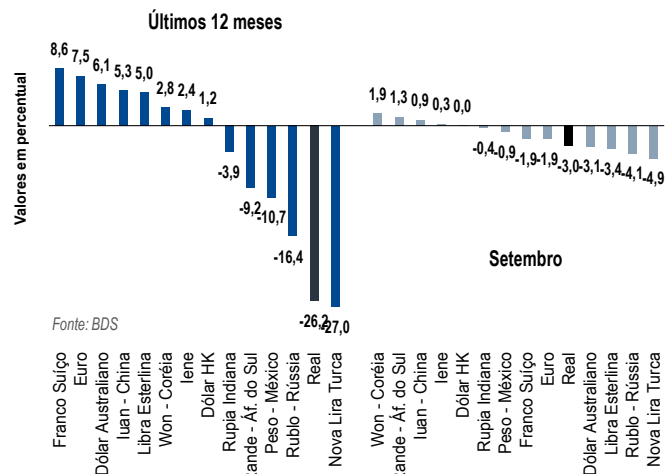
Ao contrário de agosto, em que a bolsa brasileira andou na contramão das bolsas globais, em setembro todas as bolsas se desvalorizaram. E aqui não foi diferente, com o IBrX recuando 4,6%. Além de um cenário global mais desafiador, com as empresas de tecnologia devolvendo uma parte dos ganhos, pesou também sobre a bolsa local a piora da percepção do risco fiscal.

Do ponto de vista de valuation, a bolsa continua tendo um potencial de alta razoável, mesmo adotando premissas conservadoras para os lucros das empresas. Para avaliar o potencial de valorização da bolsa a partir do

final de setembro, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 13,0x (no final de setembro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 13,7x). Revisamos o crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX, de forma a incorporar a recessão provocada pelas medidas de contenção do Covid-19. Desta forma, estimamos crescimento dos lucros em -45% em 2020 (revisado de +16%), +111% em 2021 (revisado de +10%) e +10% em 2022 (revisado de +5%). Considerando, portanto, um P/L de 13,0x daqui a um ano (em set/21), e o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até set/22), o IBrX deveria subir cerca de 24% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em set/20.

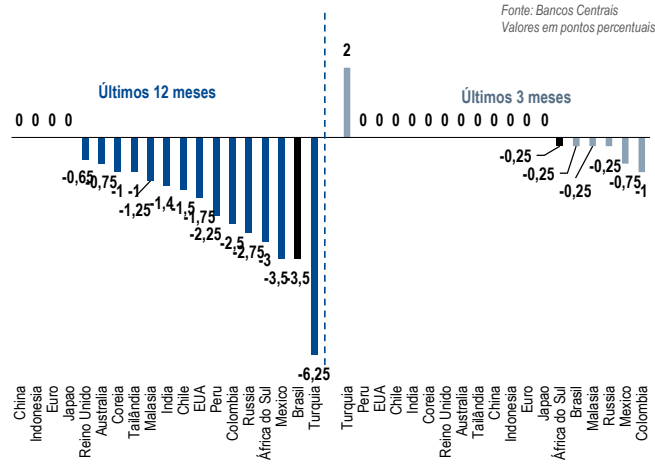
Moedas (contra o dólar)

O Dólar voltou a se fortalecer em relação à maior parte das moedas, e contra o Real não foi diferente.



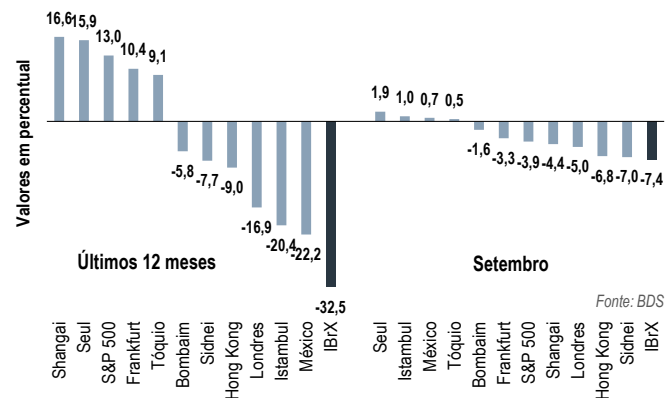
Taxas básicas de juros - variação

Pela primeira vez desde jan/19, um BC subiu as taxas de juros. Foi o caso da Turquia, para combater uma inflação em ascensão.



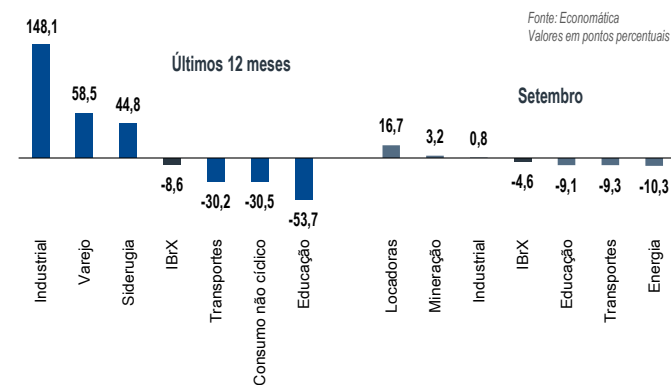
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira lidera as perdas (em dólar) no mês e em 12 meses, refletindo as incertezas do cenário para a recuperação da atividade econômica e a trajetória da dívida pública.



Principais destaques da bolsa

O setor de Educação continua sendo o de pior performance da bolsa, em meio às incertezas sobre a retomada das aulas. Locadoras se beneficiaram do deal entre Localiza e Unidas.



Renda fixa local

O ajuste da curva de juros, que se iniciou em agosto em função das incertezas sobre a trajetória da dívida pública, continuou em setembro, prejudicando a performance da renda fixa. A novidade foi a performance do IMA-5, que pela primeira vez desde 2002, apresentou performance negativa, em função da abertura dos spreads das LFTs.

