



## Sumário

- Os mercados continuaram em seu rally de recuperação das perdas do mês de março, em função de dados de atividade mostrando números melhores do que o esperado tanto na Europa quanto nos EUA, além dos incentivos monetários e fiscais.
- Os juros prefixados continuaram a recuar em julho, com a melhora do ambiente político e o início da tramitação da reforma tributária.
- O Real valorizou-se em julho, em um mês de desvalorização global do dólar.
- A bolsa continuou recuperando as perdas registradas em março. Avaliamos que a bolsa tem um potencial de alta de 12% para os próximos 12 meses.

# Visão do Gestor

## Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Dados em geral mais positivos fizeram com que os mercados refizessem para cima as suas estimativas de desempenho da atividade econômica	●	●	●
A postura 'dovish' do Fed e a discussão sobre um pacote adicional de estímulos fiscais fizeram com que o dólar se depreciasse em relação às principais moedas.	●	●	●
O IPCA-15 bem abaixo do consenso fez com que o mercado retomasse as apostas em mais cortes da Selic.	●	●	●
A retomada das discussões sobre a Reforma Tributária no Congresso, com o envio do projeto do governo, animou os mercados.	●	●	●

## Cenário Global

O número de casos per capita de Covid-19 subiu mais de 50% em julho nos EUA. Além disso, o número de óbitos per capita, que vinha se mantendo inalterado, praticamente dobrou no mesmo período. Com essas duas informações, seria de se prever um mercado pouco disposto a grandes celebrações. Não foi o que se viu, no entanto. O S&P500 subiu mais de 5%, para um nível apenas 4% abaixo do recorde histórico do índice, atingido às vésperas do início da crise do coronavírus.

O enigma fica ainda mais misterioso quando observamos o comportamento das Treasuries. A Treasury de 10 anos, por exemplo, despencou 11 pontos-base no mês, o que é muito se considerarmos a baixa volatilidade desse mercado e o atual nível das taxas de juros. A Treasury de 10 anos fechou julho praticamente no mesmo patamar do pior momento da crise, em 09/03. Ou seja, o mercado de juros está, em tese, precificando uma recessão profunda, o que não combina com bolsa em alta.

A chave para decifrar o enigma está no dólar. A moeda norte-americana desvalorizou-se quase 5% em relação ao Euro, e mesmo moedas frágeis, como o Real, se valorizaram em relação ao dólar. Esta desvalorização do dólar foi efeito, basicamente, da postura agressiva do Fed em relação à política monetária. Interessante notar que esta postura se dá independentemente dos sinais de recuperação da atividade que vimos recentemente. Ou seja, não parece ter relação com os sinais de curto prazo, mas de algo mais estrutural.

A este respeito, John Bellows, portfolio manager da Western Asset especialista em Fed, escreveu um interessante artigo, publicado em nosso blog (leia aqui), em que desenvolve a ideia de que o Banco Central norte-americano está focado em recuperar o nível de emprego nos EUA, antes de se preocupar com a inflação. Sabemos que o mandato do Fed é dual, ou seja, a autoridade monetária busca, no longo prazo, o pleno emprego com um nível de inflação aceitável. Mas, como todo banqueiro central, o principal foco do Fed sempre foi a inflação. O emprego era como que a consequência desejável de uma política monetária que mantivesse a estabilidade monetária no longo prazo. Sempre foi claro que o emprego não depende exclusivamente da política monetária e, portanto, o Fed tem pouco a fazer para elevar o nível de emprego de modo permanente. O máximo que consegue fazer é estimular a economia no curto prazo, desde que isso não ameace o poder de compra da moeda.

Nesse sentido, Bellows chama a atenção para dois trechos da entrevista coletiva concedida pelo presidente do Fed, Jerome Powell, após a última reunião do Comitê de Política Monetária, ocorrida no dia 29/07. No primeiro trecho, Bellows nota a ordem dos fatores na seguinte frase de Powell: “O papel do Fed é cumprir, tão intensamente quanto consigamos, o mandato de pleno emprego, ao mesmo tempo em que mantém a estabilidade dos preços”. Ou seja, ênfase no emprego, depois na estabilidade dos preços, em que a ordem dos fatores pode alterar o produto. Bellows também chamou a atenção para outro momento, em que Powell respondeu a uma questão sobre desigualdade de renda: “buscar um mercado de trabalho apertado (pleno emprego) é provavelmente a melhor coisa que o Fed pode fazer para lidar com esse problema, que é sério”. Bellows achou notável que Powell considere que é papel do Fed “lidar com esse problema” da desigualdade.

Para John Bellows, o mais provável é que o instrumento utilizado para “cumprir o mandato de pleno emprego” será uma mudança no modus operandi do Fed: ao invés de apontar para uma meta informal de 2%, seria adotado um Average Inflation Targeting (AIT), em que se tolera uma inflação eventualmente acima da meta por um certo tempo, compensando o tempo em que a inflação tenha permanecido abaixo da meta. A ideia é ficar em torno da meta na média, mas não necessariamente na meta o tempo inteiro. Deste modo, se toleraria uma inflação de, digamos, 3% por um certo tempo, desde que ficasse claro para os agentes que a inflação média no longo prazo seria de 2%. Este novo framework permitiria ao Fed manter as taxas de juros baixas por um tempo extraordinariamente longo.

Este tom muito “dovish” contrastou com o tom de outros bancos centrais (inclusive o brasileiro), o que explica o comportamento das treasuries, da bolsa e do dólar. Temos, assim, um Banco Central extremamente agressivo aliado a uma economia que já começa a mostrar sinais de recuperação. Trata-se de uma combinação que soa como música aos ouvidos do mercado.

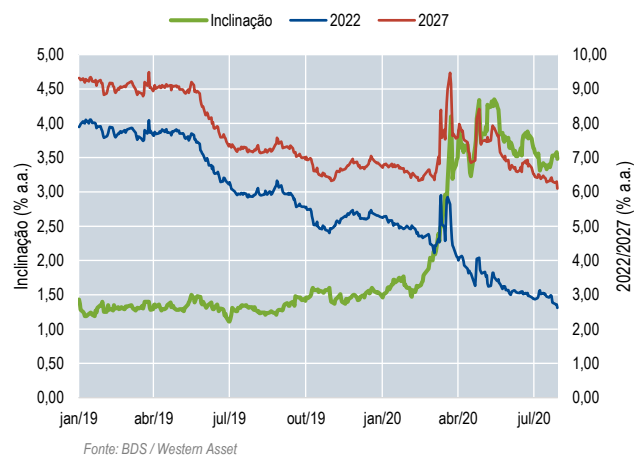
## Cenário Doméstico

### Renda Fixa

Mais um mês de fechamento das curvas de juros. E, mais do que isso, mais um mês de queda da inclinação da curva, a diferença entre as taxas longas e as taxas curtas. A chegada do aguardado projeto do governo de reforma tributária fez com que as discussões em torno do assunto ganhassem momento. Mesmo que a proposta tenha sido considerada muito tímida, pelo menos deu relevo às discussões sobre este importante tema.

No entanto, como podemos ver no Gráfico 1, estamos ainda muito longe da normalidade. Neste gráfico, podemos observar que a diferença de taxas entre os títulos prefixados com vencimentos em 2027 e 2022 estava em 150 pontos-base antes da crise, saltando para quase 450 pontos-base no pico da crise, e voltando para 350 pontos-base, que é o nível atual. Este aumento da inclinação se deu principalmente pela queda das taxas de curto prazo, ainda que o 2027 esteja em seu menor nível histórico, mas muito próximo do nível do final de fevereiro.

Gráfico 1. Inclinação 2027-2022



O risco fiscal é o principal responsável pela manutenção deste nível de inclinação, muito alto para os padrões históricos. Uma vez virada a página da epidemia, teremos que lidar com o pesado fardo da dívida pública herdado das medidas adotadas para mitigar os seus efeitos. As escolhas são duras, e a inclinação da curva de juros está precificando parcialmente o risco de não se fazer as escolhas corretas. A reforma tributária é muito importante pelo que significa em termos de ganhos de produtividade e mais crescimento no futuro, mas pouco significa para o problema fiscal no curto prazo. E o mercado está aguardando um sinal firme de que o único plano possível para equacionar a questão fiscal, que é o teto de gastos, será mantido. Este sinal ainda não chegou, mas tampouco houve um sinal contrário. Há muitos balões de ensaio mas pouca coisa realmente concreta.

Nosso cenário base é de manutenção do teto de gastos, ou algum arranjo em seu lugar que seja suficientemente crível para os agentes econômicos. Vale lembrar que 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.

### **Câmbio**

Como comentamos no início desta newsletter, o Dólar se desvalorizou em relação a todas as principais moedas. E não foi diferente com o Real, que se valorizou 5,2% em relação ao Dólar.

Apesar da valorização recente, o nível do Real ainda está muito acima do fechamento do ano passado (R\$/US\$ 4,03), o que torna o Real, de longe, a moeda que mais se desvalorizou durante a crise da Covid-19. Mesmo moedas de outros países emergentes, em tese tão frágeis quanto o Brasil no enfrentamento da epidemia e de suas consequências econômicas, não se depreciaram na mesma magnitude. A que mais se aproximou foi o Randê Sul-Africano; mesmo assim, o Real se depreciou 6,0% em relação à moeda sul-africana desde o início do ano. A tentativa de uma explicação para este comportamento combina desde taxas de juros reais muito baixas até a fragilidade da situação fiscal, pior que os pares emergentes.

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, e que deve diminuir mais um pouco na margem; 2) o déficit em conta-corrente, que deve diminuir com a forte desaceleração da economia global e local; 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 um pouco ainda este ano, com valorização adicional no ano que vem, na medida em que a atividade econômica mostre recuperação e a questão fiscal seja equacionada.

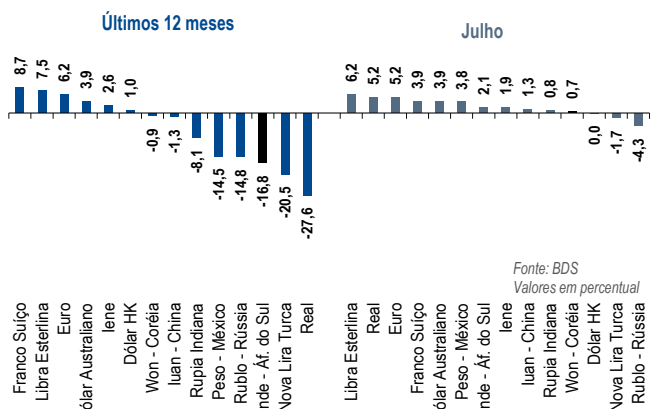
### **Bolsa**

Julho foi mais um mês de recuperação da bolsa local, com o IBrX subindo 8,4%, mas ainda a 16% da máxima do ano.

Do ponto de vista de valuation, a bolsa tem um potencial de alta razoável, mesmo adotando premissas pessimistas para os lucros das empresas. Para avaliar o potencial de valorização da bolsa a partir do final de julho, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 13,0x (no final de junho, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 16,8x). 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 -35% em 2020 (revisado de +16%), +71% em 2021 (revisado de +10%) e +15% em 2022 (revisado de +5%). Considerando, portanto, um P/L de 13,0x daqui a um ano (em jul/21), e um crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jul/22), o IBrX deveria subir cerca de 12% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jul/20.

### Moedas (contra o dólar)

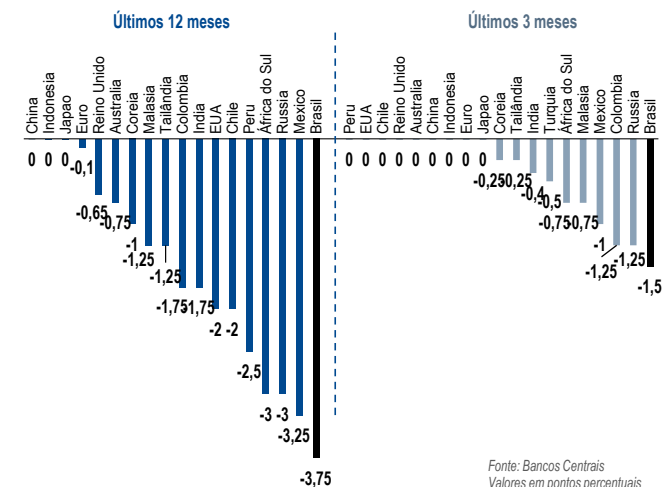
O Real recuperou parte das perdas em julho, mas continua sendo a moeda com maior desvalorização nos últimos 12 meses, refletindo as incertezas sobre a trajetória fiscal do país.



Fonte: BDS  
Valores em percentual

### Taxas básicas de juros - variação

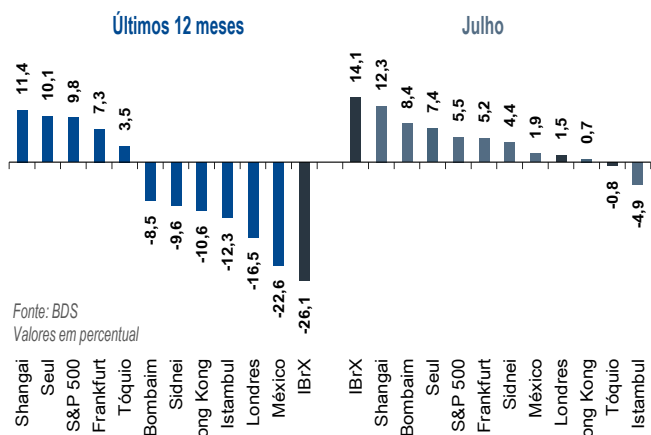
O BC brasileiro alinhou-se a vários outros que cortaram as taxas de juros de maneira agressiva, e lidera o movimento no curto e no longo prazos.



Fonte: Bancos Centrais  
Valores em pontos percentuais

### Bolsas do mundo (em dólar)

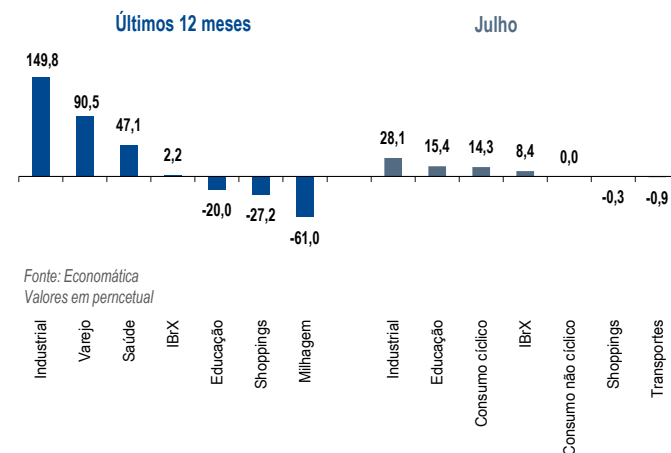
A bolsa brasileira foi novamente destaque positivo no mês, mas continua sendo a de pior performance nos últimos 12 meses.



Fonte: BDS  
Valores em percentual

### Principais destaques da bolsa

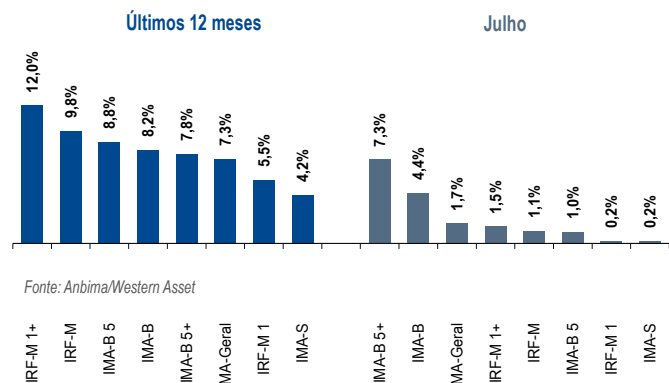
Liderado por Weg, o setor industrial é destaque em julho e nos últimos 12 meses. Educação e consumo cíclico acompanham a recuperação da atividade.



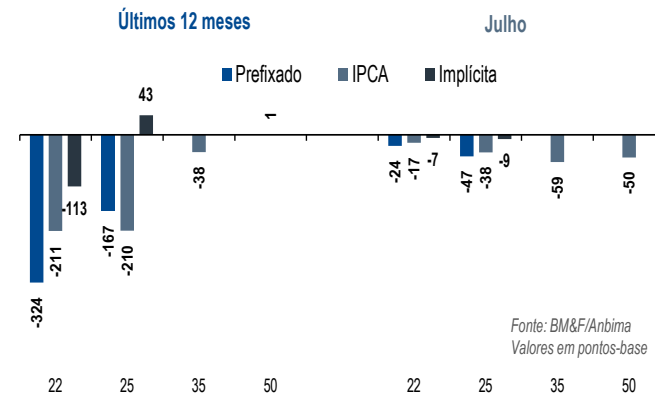
Fonte: Econômica  
Valores em percentual

### Renda fixa local

A renda fixa continuou seu rally de recuperação em julho. Assim como nos dois meses anteriores, o destaque foi para as NTN-B, que continuaram a recuperar parte do atraso em relação aos prefixados de mesmo prazo, fazendo com o IMA-B fosse, mais uma vez, o destaque positivo no mês. Nos últimos 12 meses, no entanto, os prefixados continuam na dianteira.



Fonte: Anbima/Western Asset



Fonte: BM&F/Anbima  
Valores em pontos-base