



Sumário

- O IPCA mais alto que as expectativas e a continuidade das incertezas fiscais fizeram com que a curva de juros subisse mais um pouco em outubro, principalmente nos vencimentos intermediários.
- A segunda onda da Covid-19 ganhou força na Europa, prejudicando os mercados, principalmente câmbio e bolsa, no final do mês.
- O Real voltou a se desvalorizar, após um breve período de valorização no início de outubro.
- O Real desvalorizou-se no mês, seguindo a tendência global de valorização do Dólar.
- Depois de estar subindo quase 8%, a bolsa devolveu todos os ganhos e fechou o mês levemente negativa.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

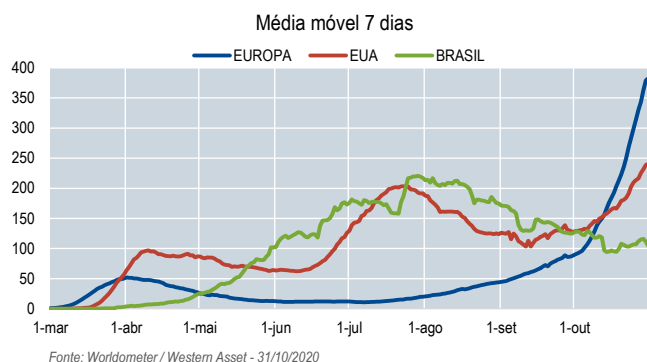
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A 2ª onda de Covid-19 na Europa levou os mercados a temerem em um novo fechamento das principais economias do país	↓	↓	↓
Surpresas negativas no IPCA em função da inflação de alimentos.	↓	▬	▬

Cenário Global

A última vez em que havíamos falado da pandemia de Covid-19 foi em nossa newsletter de julho (referente a junho), há quatro meses. Foi a última vez em que a pandemia teve influência decisiva sobre o comportamento dos mercados. Desde então, o foco passou a ser a volta do crescimento econômico global e a continuidade (ou não) dos incentivos monetários e fiscais concedidos durante o pior momento da crise.

Isso até o momento. No final de outubro, com o número de casos de Covid-19 explodindo em toda a Europa, o fantasma do lockdown das economias do continente voltou a assombrar os mercados. O interessante é que este aumento de casos já vinha ocorrendo desde o final de agosto (vide Gráfico 1), portanto há dois meses, não merecendo muita atenção por parte dos investidores. Explica-se: apesar do aumento significativo do número de casos, o número de fatalidades permaneceu bem controlado se comparado com o que ocorreu na primeira onda (vide Gráfico 2). O número de casos, portanto, não era uma preocupação em si, dado o grande aumento do número de testes (o que explicaria parcialmente o maior número de casos se comparado à primeira onda) e a aparente menor letalidade. No entanto, este quadro mudou quando os hospitais passaram a lotar novamente, ressuscitando velhos fantasmas.

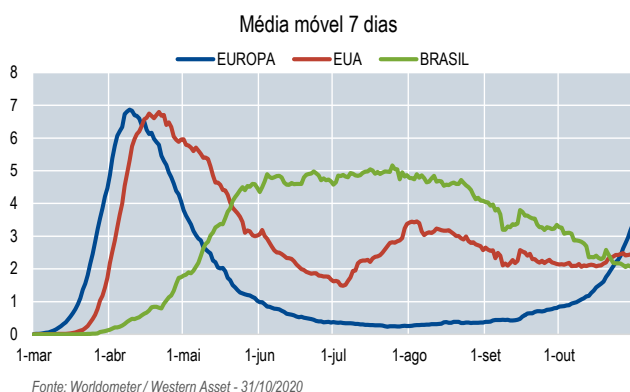
Gráfico 1. Número de casos diários/milhão de habitante



Não nos parece provável que lockdowns generalizados, a exemplo do que ocorreu entre fevereiro e abril, sejam adotados novamente. Além de a letalidade ser menor desta vez, há uma natural e compreensível resistência da população a medidas extremas. Portanto, avaliamos que medidas mais localizadas no tempo e no espaço sejam adotadas, de modo a administrar a epidemia sem necessariamente erradicá-la, como quase aconteceu durante a primeira onda. Mesmo porque, observou-se que esta erradicação era apenas provisória. De qualquer forma, se o sistema hospitalar atingir níveis de ocupação incompatíveis com a necessidade de atendimento, a paralização da atividade econômica ocorrerá independentemente da ação dos governos, em função do medo da população.

Assim, avaliamos que uma segunda recessão da mesma magnitude da que ocorreu no segundo trimestre deste ano parece improvável, ainda que possível, a depender do caminho da 2ª onda. Estas incertezas podem levar os principais governos europeus a renovarem estímulos fiscais.

Gráfico 2. Número de óbito diários/milhão de habitantes



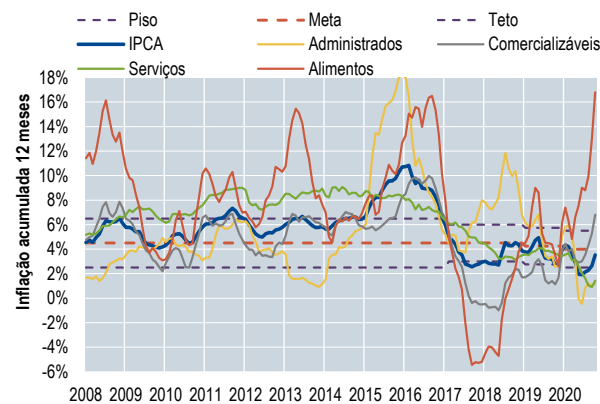
Cenário Doméstico

Renda Fixa

Acrescentando à questão fiscal, que pesou sobre o mercado local de renda fixa em agosto e setembro, tivemos em outubro surpresas desagradáveis no IPCA, principalmente pelo choque dos preços dos alimentos. A respeito deste ponto, o gráfico 3 traz a trajetória do IPCA-15 desde 2008, separada em seus principais componentes: alimentos, preços administrados (pelo governo), comercializáveis (preços mais influenciados pelo câmbio) e serviços. Podemos observar que não é a primeira vez que temos os preços dos alimentos atingindo altas por volta de 16% ao ano.

A diferença, neste ciclo, é o comportamento da inflação de serviços, que está em seu patamar mais baixo da série histórica, pouco mais de 1% nos últimos 12 meses. Este nível permitirá que o IPCA fique bem abaixo da meta em 2020, mesmo com o choque dos preços dos alimentos. Para 2021, com a recuperação da atividade econômica ainda lenta, deverá haver uma elevação da inflação de serviços, mas que deverá ser compensada pela volta parcial da inflação dos alimentos. Desta forma, vemos o IPCA de 2021 também abaixo da meta, no caso, de 3,75%.

Gráfico 3. IPCA - 15 e seus subcomponentes

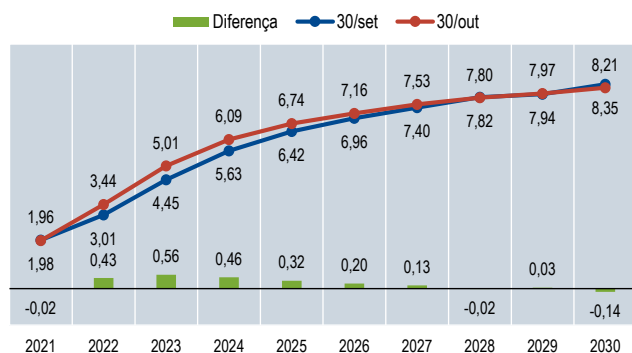


Obviamente, esta projeção está sujeita ao desenrolar do drama do equilíbrio fiscal. Desenvolvemos cenários a respeito desse tema em nosso artigo Política de Investimentos 2021 – o pós-pandemia. Em resumo, o nosso cenário-base continua sendo o de que a disciplina fiscal será, de alguma forma, mantida em 2021, sinalizando um ambiente benigno para a trajetória da dívida pública.

Este cenário-base foi desafiado mais uma vez em outubro, razão pela qual as taxas de juros voltaram a subir no mês, principalmente nos vencimentos prefixados da parte intermediária da curva de juros, conforme podemos observar no Gráfico 4. Esta deterioração da curva de juros mostra o mercado preocupado com a possibilidade de o BC ser obrigado a subir a Selic antes do recomendado pela grande ociosidade da economia, em função da deterioração das expectativas de inflação causada pelas incertezas no front fiscal.

Como afirmamos acima, continuamos com a visão de manutenção da disciplina fiscal, o que permitirá que o BC mantenha a taxa Selic em 2% por pelo menos mais 12 meses. Considerando que a curva de juros já embute uma Selic de 5% neste período de tempo, avaliamos que há oportunidades interessantes nesse setor da curva de juros.

Gráfico 4. Curva de Juros



Fonte: BDS

Do ponto de vista de valuation, a bolsa brasileira 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 outubro, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 13,0x (no final de outubro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 12,8x). 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 -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 out/21), e o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até out/22), o IBrX deveria subir cerca de 26% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em out/20.

Câmbio

O Real chegou a se valorizar 2% no início do mês, em função de algumas sinalizações positivas a respeito da obediência à regra do Teto de Gastos, alguns dias depois do estresse causado pela proposta de financiamento do programa Renda Cidadã utilizando recursos dos precatórios. A moeda brasileira, no entanto, não suportou as notícias negativas vindas da Europa a respeito de uma segunda onda da Covid-19, fechando o mês com desvalorização de 2,3% em relação ao Dólar.

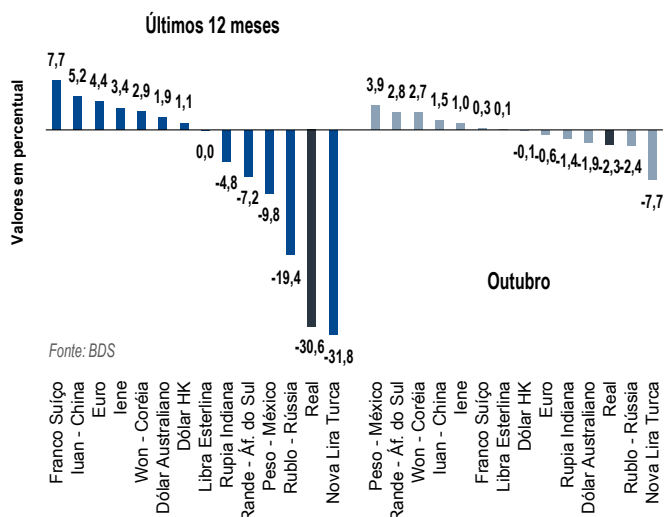
Continuamos a avaliar que o novo patamar em torno do qual o Real deverá se estabilizar dependerá de algumas variáveis: 1) o diferencial de taxas de juros entre Brasil e EUA, que está em seu patamar mais baixo da série histórica; 2) o déficit em conta-corrente, que deve diminuir com a forte desaceleração 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 diminua a percepção de um descontrole fiscal.

Bolsa

Outubro marcou a terceira queda consecutiva da bolsa brasileira, ainda que tenha sido um modesto recuo de 0,6%. A bolsa chegou a estar subindo quase 8% no mês, mas foi derrubada pelos receios associados à 2ª onda da Covid-19 na Europa e seus potenciais efeitos sobre o crescimento global. As bolsas globais (e a brasileira a reboque) continuarão oscilando, no curto prazo, ao sabor da perspectiva de fechamento, ou não, das economias centrais, em função da pandemia.

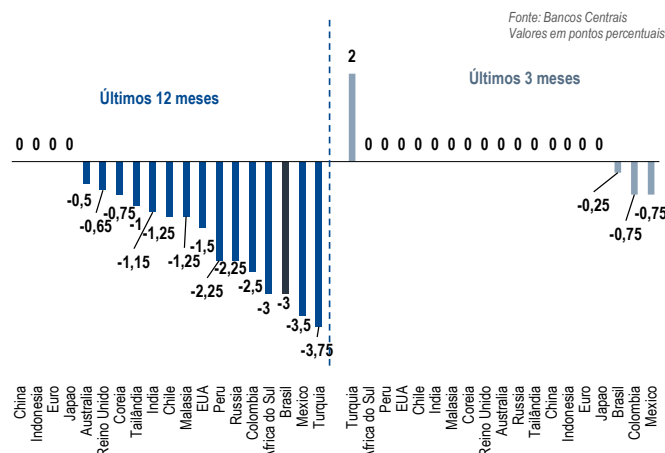
Moedas (contra o dólar)

Real e Lira Turca continuam liderando a depreciação contra o dólar nos últimos 12 meses, refletindo a delicada situação fiscal de ambos os países.



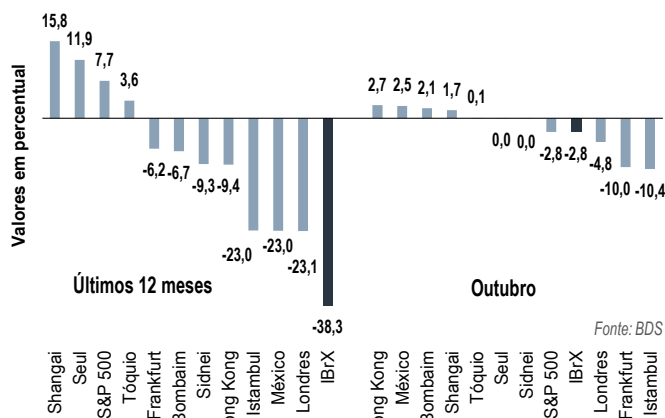
Taxas básicas de juros - variação

Com algumas poucas exceções, os BCs interromperam o processo de corte de juros.



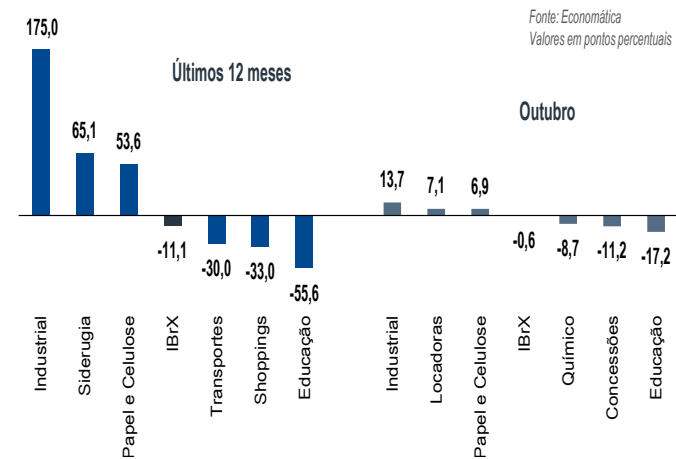
Bolsas do mundo (em dólar)

As bolsas europeias lideraram as perdas no mês, refletindo a 2ª onda da pandemia. A bolsa brasileira continua liderando as perdas (em dólar) em 12 meses.



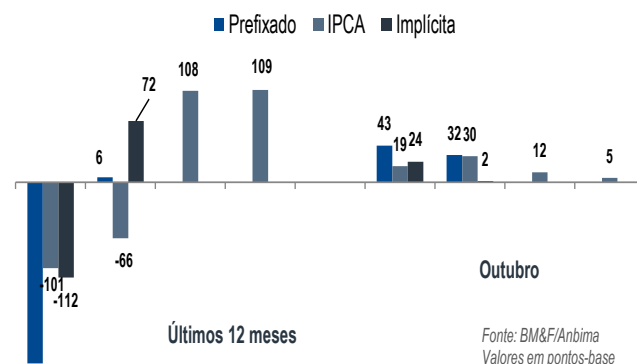
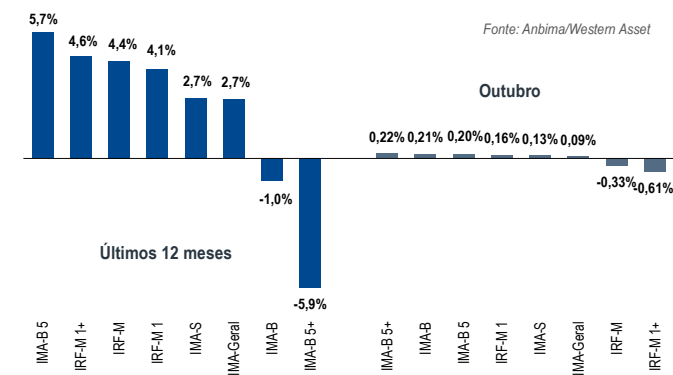
Principais destaques da bolsa

O setor de Educação continua sendo o de pior performance da bolsa, em meio às incertezas sobre o FIES. O setor industrial, por outro lado, se beneficia da forte retomada do consumo.



Renda fixa local

O ajuste da curva de juros, em função das incertezas sobre a trajetória da dívida pública, continuou em outubro, prejudicando a performance da renda fixa. As taxas dos títulos prefixados da parte intermediária da curva de juros foram as que mais subiram no mês, indicando uma Selic mais alta nos próximos anos.



Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada ("Western Asset") e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

Para obter informações mais detalhadas sobre os produtos da Western Asset (estratégia de investimento, características operacionais, como investir, regulamento, formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais) recomendamos a consulta ao site www.westernasset.com.br

Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP, CEP 04543-011.

Caso a solução apresentada pelo SAC não tenha sido satisfatória, acesse a Ouvidoria da Western Asset pelos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5088, em dias úteis, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br; 3) e-mail ouvidoria@westernasset.com; ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, CEP 04543-011, São Paulo – SP.

© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2020. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes, seus respectivos consultores de investimentos e terceiros interessados. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.