







**Sumário**

- As grandes incertezas em torno da progressão da pandemia do Covid-19 e, portanto, a extensão no tempo das medidas para combatê-la, foram as únicas variáveis que comandaram os mercados em março.
- Os Bancos Centrais implementaram medidas de afrouxamento monetário e de sustentação do crédito, enquanto os governos abriram o cofre para uma expansão fiscal que não se via desde a crise financeira de 2008.

**FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS**

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
As medidas para conter a pandemia do coronavírus afetaram de maneira significativa as expectativas dos agentes econômicos, que passaram a precificar uma depressão econômica de grandes proporções.			
A Arábia Saudita decidiu derrubar os preços do petróleo e aumentar a sua produção, como forma de pressionar a Rússia, provocando instabilidade neste mercado.			

**CENÁRIO GLOBAL**

É bem conhecida a lenda da criação do jogo de xadrez. Conta-se que um rei hindu estava inconsolável com a morte do seu filho na guerra. Estabeleceu-se, então, uma competição entre seus súditos, para ver quem poderia trazer um pouco de alegria para o rei. Surgiu, então, um camponês humilde, que havia inventado o jogo de xadrez. O rei ficou maravilhado com o invento, e prometeu ao camponês o que ele quisesse como recompensa. Do fundo de sua humildade, o pobre camponês pediu algo simples: um grão de arroz pela primeira casa do tabuleiro de xadrez, dois grãos pela segunda casa, quatro grãos pela terceira, oito grãos pela quarta casa, e assim por diante, até a 64ª casa do tabuleiro. O rei hindu ficou surpreso com a humildade do pedido, e insistiu para que o camponês pedisse algo mais valioso. O camponês, no entanto, não mudou de ideia e insistiu com seu pedido. O rei, então, acedeu, e chamou o matemático oficial do reino para calcular o montante de arroz que devia ao camponês como pagamento. O matemático fez as contas, e chegou à conclusão que a quantidade de grãos de arroz era equivalente a uma montanha que, tendo como base a cidade real, teria a altura do Himalaia. O rei, perplexo, obviamente disse que não tinha como pagar aquela dívida e, impressionado pela inteligência e argúcia do camponês, nomeou-o como primeiro-vizir.

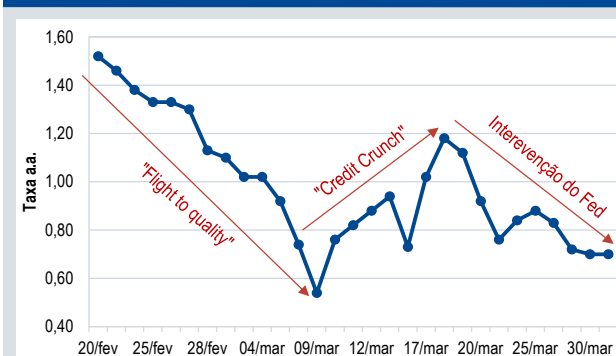
O número de grãos de arroz pedido pelo camponês é equivalente a 264, ou 1,845 x 10<sup>19</sup> grãos. Isso equivale a aproximadamente 470 bilhões de toneladas de arroz, ou mais de 500 anos da produção corrente mundial do cereal. Esta lenda descreve bem a dificuldade que temos de lidar com grandezas exponenciais. O contágio de qualquer epidemia segue exatamente esta regra, e se não é controlada logo de início, atinge números desproporcionalmente altos, muito mais altos do que o senso comum anteciparia. O grande problema da epidemia do Covid-19 não é tanto a sua taxa de letalidade, mas a velocidade de sua propagação exponencial, o que transforma mesmo percentuais baixos de letalidade em números suficientemente grandes para colapsar até os mais bem preparados sistemas de saúde, como vimos no norte da Itália.

Uma vez compreendida a natureza exponencial do problema, fica mais fácil entender porque os governos, uns após os outros, tomaram a decisão de praticamente fechar suas ruas para a circulação de pessoas, afetando

principalmente comércio e serviços. O problema não é somente o fechamento em si, mas a perspectiva de um fechamento sem data para terminar e a ampliação das restrições para os trabalhadores da indústria, como ocorreu na China. Estas incertezas fizeram com que os mercados precisassem uma depressão profunda da atividade econômica no curto prazo e uma recuperação incerta no médio prazo.

Além disso, a crise se deslocou da economia real para o mercado financeiro. Ao contrário da crise do subprime, em 2008, quando uma crise no mercado financeiro afetou a atividade real, desta vez a perspectiva de desaceleração brusca da atividade econômica fez com que os agentes econômicos buscassem liquidez a qualquer preço. Um sinal claro de disfuncionalidade dos mercados foi o comportamento das treasuries durante o mês, como podemos observar no Gráfico 1.

**Gráfico 1**  
Treasuries de 10 Anos



Fonte: BDS

O comportamento das taxas das treasuries pode ser dividido em três fases: a primeira, que chamamos de “flight to quality”, é o comportamento tradicional das treasuries durante crises que implicam em desaceleração da atividade econômica: as taxas de juros caem antecipando cortes de juros mais à frente por parte do Fed. Isso aconteceu desde que a crise piorou no final de fevereiro, até o dia 09 de março. A partir do dia 10 de março, no entanto, as taxas começaram a subir, aparentemente sem uma explicação convincente, dado que as perspectivas para o crescimento econômico só pioravam. Foi o que chamamos de “credit crunch”, quando os mercados de crédito colapsam em função da busca pela liquidez a qualquer preço, afetando, inclusive, o mercado mais líquido do mundo, o de treasuries. As taxas, então, começaram a subir, em um movimento com pouca correlação com os fundamentos macroeconômicos. Por fim, o terceiro movimento se inicia com a massiva atuação do Fed para normalizar o mercado de crédito, o que fez com que as taxas de juros voltassem a cair.

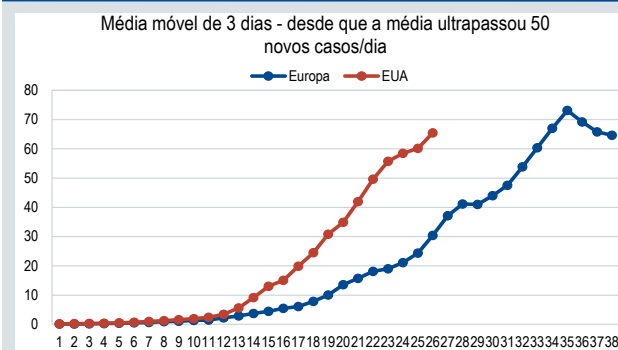
Tivemos, então, a perspectiva de uma depressão profunda no curto prazo afetando o setor real da economia, aliada à ameaça de uma ruptura do mercado financeiro. Estes dois problemas deveriam ser endereçados. E foram. Para o mercado, o Fed alinhou uma série de medidas com o objetivo de garantir a liquidez dos mercados, incluindo a compra de títulos de crédito emitidos por empresas. E, para a economia real, o governo norte-americano patrocinou um pacote

de ajuda no valor de US\$ 2 trilhões, equivalente a aproximadamente 10% do PIB.

Mas a grande incerteza que pesa sobre os mercados é a duração desse estado de coisas. As medidas, que têm como objetivo achatá-la curva de transmissão do vírus de modo a não sobrecarregar os sistemas de saúde, não podem ser eternas. Está pouco clara a estratégia de saída das quarentenas impostas nos diversos países, passando a sensação de que não há data para a retomada da atividade econômica. O exemplo que vem da China é animador, pois o país já começa a retomar, aos poucos, a atividade nas áreas mais afetadas. No entanto, há muitas dúvidas se os países ocidentais conseguiriam seguir o mesmo modelo.

A variável-chave a ser monitorada é a estabilização e o início da queda de novos casos na Europa e EUA. No gráfico 2, atualizado até o dia 31/03, podemos observar que a Europa parece ter estabilizado o número de novos casos, começando lentamente uma curva descendente. Nos EUA esta curva ainda é ascendente, mas o país está em um ponto de ciclo anterior, então é de se esperar que atinja o pico dentro de duas semanas. Como vimos na China, e agora estamos aparentemente vendo na Europa, as medidas de contenção adotadas funcionam para conter a epidemia. O problema passará a ser, então, desenhar as estratégias de saída das medidas de contenção. A não ser que se consiga desenvolver um remédio milagroso.

**Gráfico 2**  
Número de novos casos/milhão de habitantes



Fonte: Worldometer / Western Asset

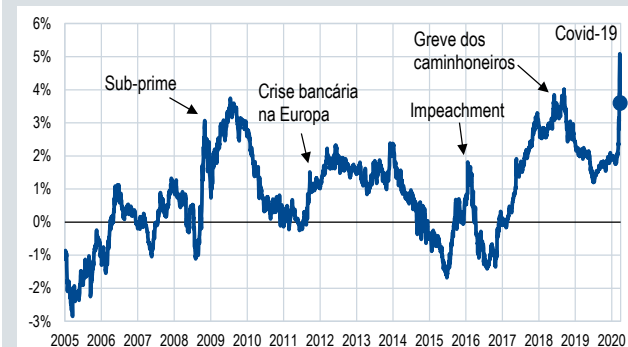
## CENÁRIO DOMÉSTICO

### Renda Fixa

A curva de juros se comportou de acordo com os livros-texto: em um país emergente, com grande relação dívida/PIB, um movimento de aversão ao risco tende a pressionar as taxas de juros de prazos mais longos para cima. Por outro lado, com uma grande recessão contratada, os juros da parte curta da curva tendem a retroceder, precipitando cortes de juros por parte da autoridade monetária. O resultado é um aumento da inclinação da curva de juros, que acompanhou o movimento de “flight to quality” que observamos durante o mês de março. O gráfico 3 mostra exatamente este movimento, que pode ser comparado com outros momentos de grande stress no mercado. Observe como foi muito mais rápido e intenso do que em

outras ocasiões, com a inclinação entre os vencimentos de 1 e 5 anos chegando a atingir 5 pontos percentuais, e fechando o mês em 3,6 pontos percentuais. Esta inclinação deve permanecer alta enquanto não houver uma definição mais clara de quando e como sairemos da crise do Covid-19.

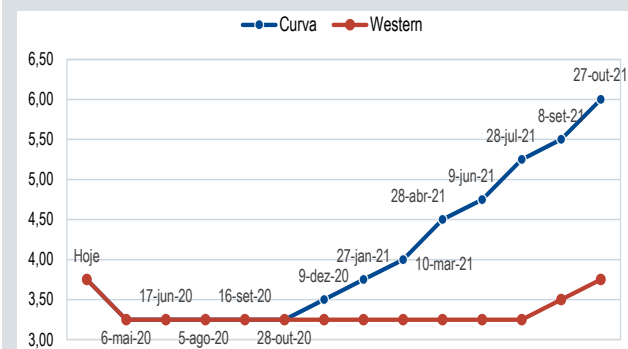
**Gráfico 3**  
**Inclinação 5-1 anos**



Fonte: Bloomberg / Western Asset

Do ponto de vista da política monetária, parece claro que o BC tem espaço para mais cortes de juros. Nosso cenário-base é de pelo menos mais um corte de 50 pontos-base, levando a Selic para 3,25%. O BC deve manter a taxa básica neste patamar pelo menos até o 2º semestre de 2021. Isto abre uma oportunidade bastante interessante na parte curta da curva de juros, conforme podemos observar no gráfico 4 a seguir, onde mostramos a trajetória da taxa Selic implícita na curva de juros no curto prazo. Ou seja, o mercado estava precificando, no final de março, uma Selic acima de 6% no final de 2021, o que entendemos ser bastante exagerado.

**Gráfico 4**  
**Decisões do Copom implícitas na curva de juros**

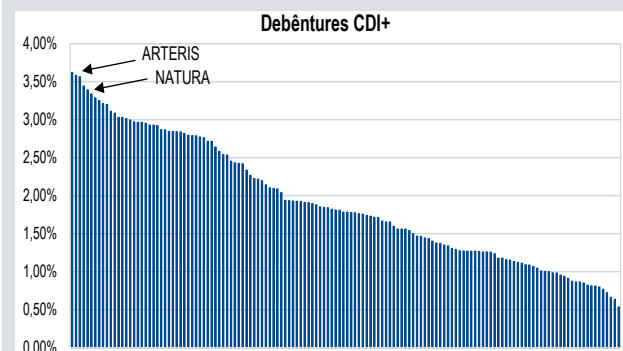


Fonte: Bloomberg 31/03/2020

Um outro ponto importante a se considerar na Renda Fixa foi o comportamento do crédito. Os spreads dos papéis emitidos por empresas privadas e bancos subiram de maneira bastante acentuada, precificando uma probabilidade maior de default em um ambiente recessivo, assim como, e principalmente, a busca pela liquidez por parte do mercado. No Gráfico 5, podemos observar a abertura dos spreads de crédito durante o mês, de todas as debêntures precificadas como um spread sobre o CDI. Destacamos dois papéis, Arteris e Natura, debêntures que tiveram seus spreads subindo 3,56 e 3,25 pontos percentuais, respectivamente. O spread duration de Arteris é de 2

anos, enquanto da debênture da Natura é de 4 anos. Isso significa perdas, respectivamente, de 7% e 11% para essas debêntures. Cabe destacar que ambas são AA pelas agências de rating e, mesmo com a deterioração das condições macroeconômicas, o risco de uma renegociação de dívida permanece baixo. O problema principal não foi a deterioração da qualidade de crédito, mas o aumento brutal do prêmio pela liquidez. Avaliamos que, quando esse prêmio diminuir, o mesmo ocorrerá com os spreads.

**Gráfico 5**  
**Abertura dos Spreads de Crédito em Março/2020**



Fonte: Anbima

### Câmbio

O Real desvalorizou-se 13,5% em março em relação ao Dólar, acumulando uma desvalorização de 25,6% no ano. A moeda brasileira se valorizou em março somente contra moedas de países que dependem principalmente do petróleo em sua pauta de exportações, como México e Rússia, em função da intensa queda do preço do barril no mês. O câmbio vem refletindo o aumento generalizado da aversão a risco e, por ser uma das moedas mais líquidas dentre as de mercados emergentes, o Real vem sofrendo mais nesses movimentos. Além disso, há uma percepção de maior fragilidade das contas externas, em função do ainda elevado déficit em conta corrente, mas que deve fechar com o agravamento da crise.

Assim como todos os ativos de risco, é difícil, neste momento, arriscar um patamar no qual o Real deve se estabilizar quando o pior da crise estiver para trás. Este patamar dependerá de algumas variáveis: 1) o diferencial de taxas de juros entre Brasil e EUA, que deve ser maior do que antes da crise; 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. Considerando estes três fatores, avaliamos que o Real tende a se apreciar até o final do ano, mas sem atingir os níveis anteriores à crise. Um nível de R\$ 4,50 pode ser uma boa estimativa inicial.

### Bolsa

Sem dúvida, um mês para ficar na história da bolsa, que sofreu seis circuit breakers no espaço de apenas uma semana. No gráfico 6, podemos observar a volatilidade de curto prazo do IBrX, comparado a outros momentos de grande stress dos mercados. Cabe destacar que a volatilidade da bolsa vem caindo nos últimos anos: enquanto

a média na década passada era de aproximadamente 30% ao ano, na década atual e, principalmente, nos últimos anos, vinha se mantendo por volta de 20% ao ano, o que torna ainda mais chocante o aumento abrupto da volatilidade.

**Gráfico 6**  
**Volatilidade do IBrX (21 dias úteis)**

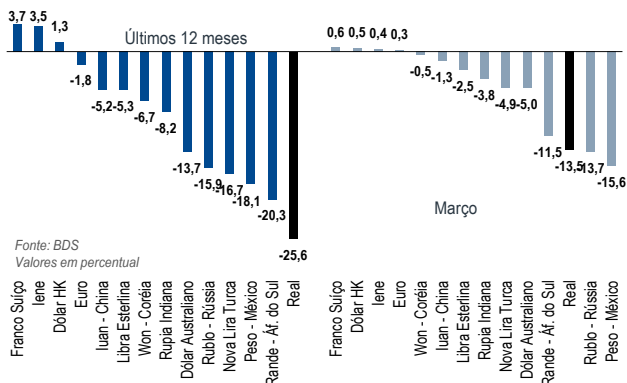


Depois de estar perdendo, no pior momento (23/03), 39%, a bolsa fechou em queda de “apenas” 30%, o que coloca o mês de março como o segundo pior mês da história da bolsa desde o Plano Real, somente atrás de agosto de 1998, mês da crise da Rússia (-39%). Se quisermos ser ainda mais dramáticos, as duas piores semanas da história da bolsa (10 pregões) desde o Plano Real foram as que terminaram no dia 17/03, período em que as perdas acumularam 37,6%. Foi exatamente o período em que tivemos seis circuit breakers.

Do ponto de vista de valuation, o potencial de alta da bolsa é bastante promissor, mesmo adotando premissas pessimistas para os lucros das empresas. Para avaliar o potencial de valorização da bolsa a partir deste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos que o P/L da bolsa possa alcançar 13,0x (contra os atuais 10,1x) com a melhora do risco-país e com a ajuda das taxas de juros em níveis historicamente baixos. Revisamos o crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX, de forma a incorporar a recessão que deve se seguir às medidas de contenção do Covid-19. Desta forma, estimamos crescimento dos lucros em -5% em 2020 (revisado de +16%), 24% em 2021 (revisado de 10%) e 14% em 2022 (revisado de 5%). Considerando, portanto, um P/L de 13,0x daqui a um ano (em mar/21), e um crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mar/22), o IBrX deveria subir cerca de 63% nos próximos 12 meses, considerando o preço de fechamento de mar/20. Obviamente, estes números são muito preliminares, e podem mudar radicalmente, a depender da extensão e duração da política de distanciamento social.

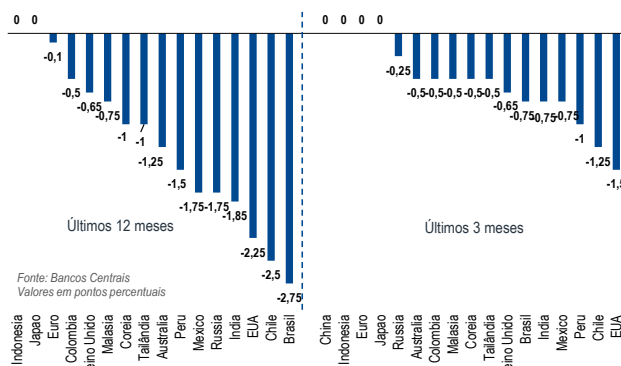
### Moedas (contra o dólar)

Em um mês de “flight to quality”, o Real seguiu a desvalorização das moedas de países emergentes. Mas lidera a desvalorização em 12 meses.



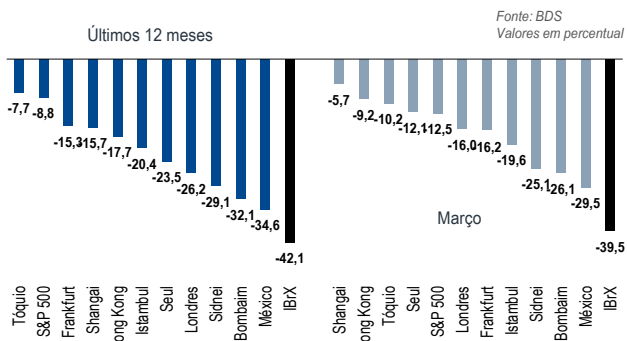
### Taxas básicas de juros - variação

Em uma tentativa desesperada para sustentar a atividade econômica global, praticamente todos os BCs do mundo cortaram taxas de juros em março.



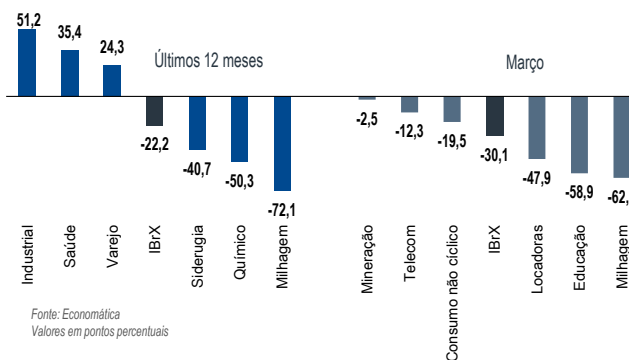
### Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira liderou as perdas em Dólar em um mês de banho de sangue nas bolsas globais, também em função da grande desvalorização do Real.



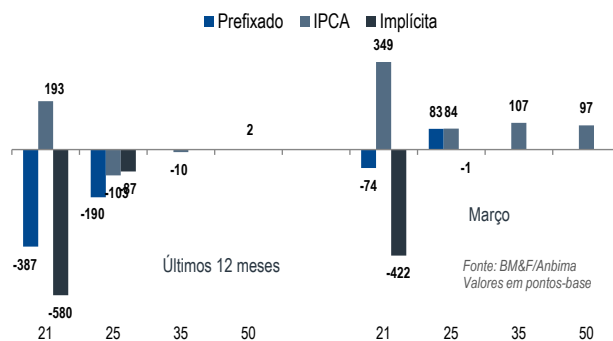
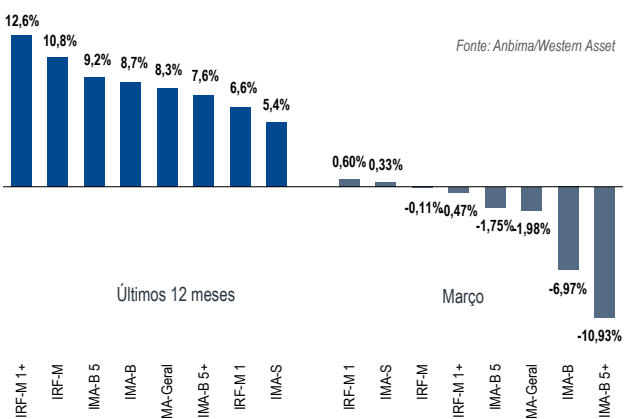
### Principais destaques do IBrX

Como era de se esperar, os setores que mais sofreram foram aqueles ligados mais de perto ao turismo. Também setores de consumo foram atingidos pela crise.



### Renda fixa local

Mês ruim para os vencimentos mais longos, em função do aumento da aversão a risco de maneira geral. Os vencimentos prefixados mais curtos se beneficiaram da percepção de uma profunda recessão à frente. As NTN-B sofreram mais, em função da percepção de que a recessão deve trazer uma queda significativa da inflação mais à frente.



*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](http://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](http://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](http://www.westernasset.com.br); 3) e-mail [ouvidoria@westernasset.com](mailto: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.*