

JUN  
2 0 2 0

Newsletter Mensal

Visão do Gestor



## Sumário

- Os mercados continuaram recuperando parte das perdas do mês de março, ainda em função da evolução positiva do número de casos de Covid-19 dados de atividade mostrando estabilização e o início de alguma recuperação.
- Os juros prefixados continuaram a recuar em maio. A curva de juros embute mais 75 pontos-base de cortes na taxa Selic.
- O Real ficou estável em maio, depois de ter atingido a máxima histórica na metade do mês. Ainda é a moeda que mais se desvalorizou no mundo, refletindo a fragilidade fiscal da economia brasileira.
- A bolsa continuou recuperando as perdas registradas em março. Considerando que o P/L da bolsa permaneça aproximadamente nos atuais patamares, vemos potencial de alta de 35% para os próximos 12 meses.

## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Dados positivos na Europa e EUA podem estar mostrando que a atividade econômica bateu no fundo do poço em abril.			
A empresa norte-americana Moderna anunciou o sucesso de testes de uma vacina em desenvolvimento.			
Movimentos de apaziguamento do clima político e a diminuição da temperatura a respeito das acusações feitas ao presidente pelo ex-ministro da justiça tiveram efeito positivo sobre os mercados.			

## CENÁRIO GLOBAL

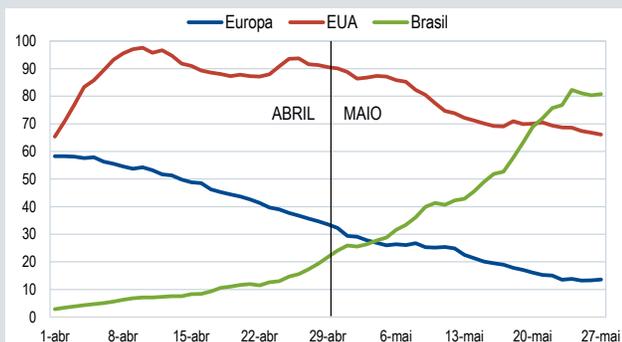
Dois fatores foram decisivos para a boa performance dos mercados em maio: a evolução benévola da epidemia nos países desenvolvidos e sinais precoces de que, aparentemente, o fundo do poço da desaceleração econômica foi atingido.

Com relação ao primeiro fator, o número de casos de Covid-19 continuou recuando em maio nas economias desenvolvidas (Gráfico 1), com mais intensidade na Europa e iniciando o processo nos EUA. Isso permitiu a continuidade do processo de reabertura das principais economias da Europa, afastando, pelo menos por ora, o temor de uma segunda onda da epidemia no continente.

Ainda no campo médico, o anúncio, por parte da companhia farmacêutica Moderna, de que os testes da fase 2 de sua vacina apresentaram resultados positivos, aumentaram as expectativas de que uma vacina possa estar disponível ainda este ano. Este evento chamou a atenção para a corrida das vacinas, envolvendo bilhões de dólares em pesquisas, com resultados promissores em vários lugares do mundo. Em maio, o mercado substituiu o “se” pelo “quando” para a hipótese do desenvolvimento de uma vacina para a Covid-19.

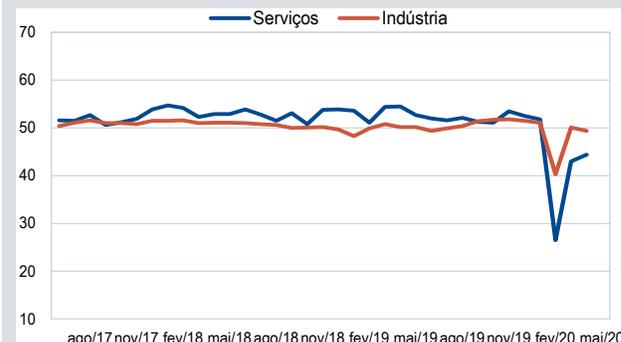
Sinais de “fundo do poço” para a atividade econômica também se constituíram em um fator positivo para os mercados. Por exemplo, como podemos observar no conjunto de gráficos 2, o sentimento dos empresários começou a melhorar agora em maio, depois de atingir mínimas históricas em abril. Ainda trata-se de uma melhora tímida, longe de compensar toda a queda, mas já o suficiente para que os mercados enxergassem uma luz no fim do túnel.

**Gráfico 1**  
Evolução dos casos/milhão de Covid-19 (Média móvel de 7 dias)



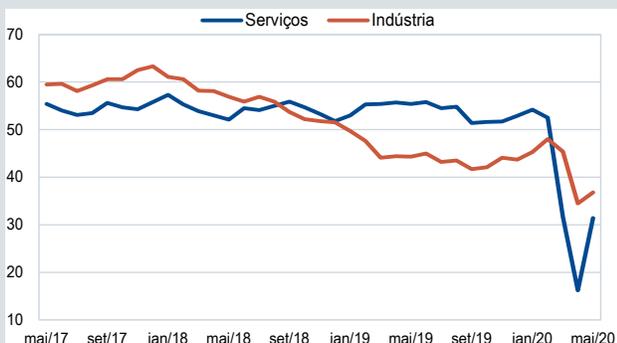
Fonte: Worldometer / Western Asset

**Gráfico 2.3 - Pesquisa de Sentimentos dos Empresários China - PMIs**



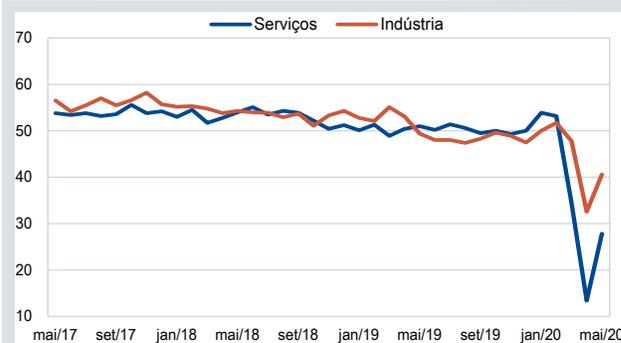
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 2.1 - Pesquisa de Sentimentos dos Empresários Alemanha - PMIs**



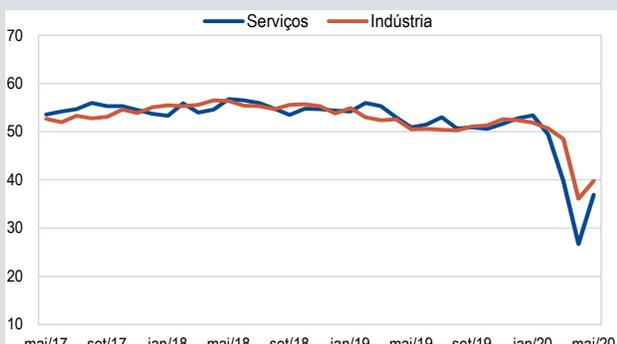
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 2.4 - Pesquisa de Sentimentos dos Empresários Reino Unido - PMIs**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 2.2 - Pesquisa de Sentimentos dos Empresários EUA - PMIs**



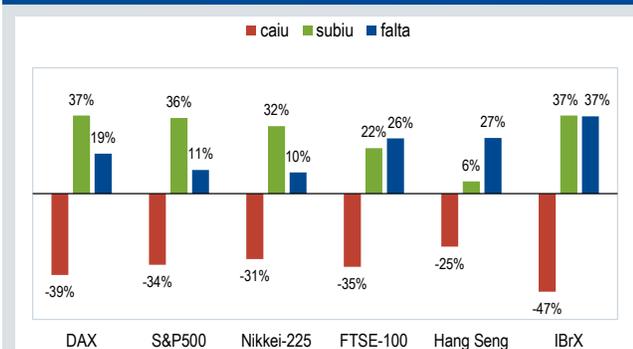
Fonte: Bloomberg

Um terceiro fator importante para a recuperação dos mercados foi a continuidade dos anúncios de estímulos por parte dos governos das principais economias globais. O governo do Japão anunciou um pacote no montante de 6,2% do PIB, em adição a um primeiro pacote, aprovado no início da crise, no valor de 5,0% do PIB. A Comissão Europeia também anunciou um pacote adicional, no valor de 750 bilhões de euros, ou 6,2% do PIB do continente. Este pacote, no entanto, ainda precisará passar pela aprovação dos 27 Estados-Membros, mas trata-se de uma iniciativa inédita no campo fiscal, em que a União Europeia faz um movimento conjunto de endividamento, em uma tentativa de caminhar para um orçamento fiscal único da região.

Todos estes fatores fizeram com que os mercados de risco recuperassem parte das pesadas perdas dos meses anteriores. No Gráfico 3, podemos observar quanto as bolsas globais caíram entre as suas respectivas máximas e mínimas do ano (barras vermelhas), quanto se recuperaram desde as mínimas até o final do mês de maio (barras verdes), e quanto ainda teriam que subir para recuperar as máximas do ano (barras azuis). Vemos que as bolsas nos EUA e

Japão são aquelas mais próximas de suas máximas, seguidas pelas europeias e pela bolsa de Hong Kong. A bolsa brasileira, por outro lado, apesar de ter subido tanto quanto a bolsa norte-americana desde a sua mínima, ainda está longe da máxima do ano, pois a sua queda foi muito mais acentuada. Em outras palavras, enquanto os mercados desenvolvidos já precificam algo mais próximo da volta à normalidade, no Brasil ainda falta um bom caminho, provavelmente pelo ponto do ciclo da epidemia em que nos encontramos, e pelas fragilidades próprias do país.

**Gráfico 3**  
**Recuperação das Bolsas Globais**



Fonte: BDS / Western Asset

## CENÁRIO DOMÉSTICO

### Renda Fixa

O mercado de taxas de juros em maio pode ser dividido em dois momentos. Na primeira quinzena, observamos um movimento lateral, sem uma tendência definida. Na segunda quinzena, por outro lado, ocorreu uma queda forte das taxas de juros com o crescimento da convicção de que o ponto mais baixo da recessão está ficando para trás no mundo desenvolvido. Também ajudou a diminuição das tensões políticas em Brasília, pelo menos temporariamente.

Como resultado, a curva toda de juros recuou entre 50 e 60 pontos-base, mantendo uma inclinação ainda bastante alta em termos históricos. A curva de juros implica uma redução da taxa Selic para 2,25% na próxima reunião do Copom, que é, hoje, o consenso do mercado e foi sinalizado no último comunicado do Comitê. A partir deste ponto, uma eventual continuidade do processo de corte de juros não está clara.

Uma parte da diretoria do BC (e do mercado) parece mais preocupada com os efeitos que uma taxa de juros muito baixa poderia causar nas condições financeiras gerais da economia. Para este grupo, uma taxa exageradamente baixa poderia causar uma desvalorização do câmbio ainda maior, além de aumentar ainda mais a inclinação da curva de juros. Estes dois movimentos causariam o efeito inverso do pretendido, ao apertar as condições financeiras gerais da economia, anulando os ganhos de uma taxa de juros mais baixa para a atividade econômica.

Outra parte da diretoria do BC (e do mercado, ao qual nos alinhamos)

entende que o BC tem uma meta de inflação a ser cumprida. A meta de 2020 já está praticamente perdida, pois a inflação deve se manter abaixo do piso da meta (que é de 2,50% para este ano) até o final do ano. Para 2021, o consenso do mercado (relatório Focus) é de uma inflação de 3,10%, bem abaixo, portanto, do centro da meta de 3,75% no ano que vem. O mandato do BC é buscar o centro da meta de inflação e, portanto, levar a taxa de juros para um patamar em que este objetivo tenha maior probabilidade de ser atingido. Isso não significa, obviamente, que o corte de juros deva ser automático até que as expectativas converjam para a meta. Se assim fosse, não seria necessário um colegiado, bastaria um algoritmo. O que se espera, no entanto, é que o Copom deixe claro qual o objetivo a ser perseguido, de modo a melhor coordenar as expectativas. Eleger a manutenção das “condições financeiras” como um objetivo acaba por confundir os agentes econômicos, na medida em que pode haver objetivos conflitantes.

Acreditamos que o BC poderá ser levado a continuar o ciclo de cortes, a depender da trajetória das expectativas de inflação em função da severa recessão econômica pela qual estamos somente começando a passar. Uma Selic de 2,25% pode significar taxa de juros real positiva, o que parece ser inadequado para o momento.

### Câmbio

O Real fechou praticamente no mesmo nível do final de abril, depois de alcançar a máxima histórica (R\$ 5,94) no dia 14/05. O nível de fechamento (R\$ 5,43), no entanto, ainda está muito acima do fechamento do ano passado (R\$4,03), o que torna o Real 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 Rande Sul-Africano; mesmo assim, o Real se depreciou quase 7% 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 crise política, passando por uma agenda de reformas fiscais paralisada. De qualquer forma, o Real depreciado já começa a mostrar consequências benéficas, como um déficit em conta corrente menor do que o esperado.

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 deve diminuir ainda mais; 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 estabilizar nos atuais patamares, com valorização adicional no ano que vem, na medida em que a atividade econômica mostre recuperação e a agenda de reformas seja retomada.

### Bolsa

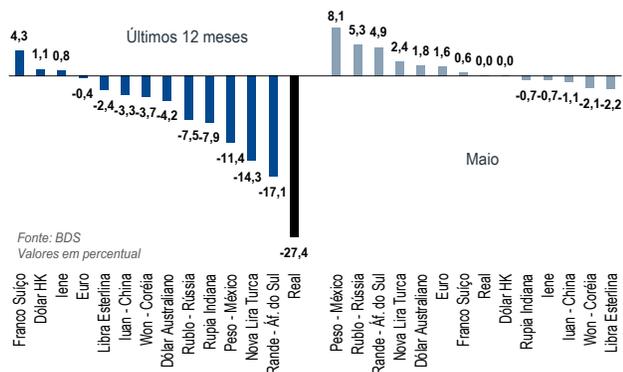
Maior parte do mês de recuperação da bolsa local. Mas, conforme

pode ser visto no Gráfico 3 acima, a bolsa brasileira, apesar de toda a alta desde o ponto mínimo do ano, ainda é a que está mais distante do ponto máximo comparado com outras bolsas internacionais. Isso porque a queda foi também muito mais forte.

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 do final de maio, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 12,0x (no final de maio, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 12,5x). 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 -10% em 2020 (revisado de +16%), +30% em 2021 (revisado de +10%) e +12% em 2022 (revisado de +5%). Considerando, portanto, um P/L de 12,0x daqui a um ano (em mai/21), e um crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mai/22), o IBrX deveria subir cerca de 35% nos próximos 12 meses, considerando o preço de fechamento de mai/20. Obviamente, estes números são muito preliminares, e podem mudar radicalmente, a depender da extensão e duração da política de distanciamento social.

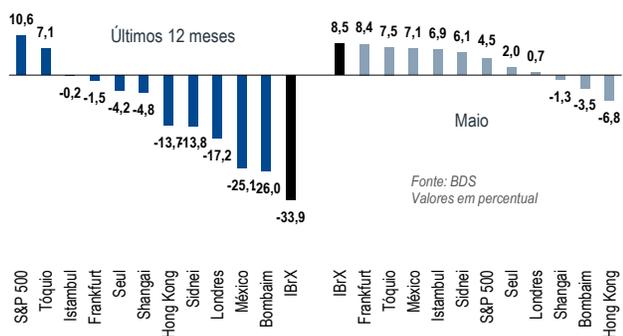
### Moedas (contra o dólar)

Apesar de ter recuperado as perdas no final do mês, o Real continua sendo, de longe, a moeda com maior desvalorização nos últimos 12 meses.



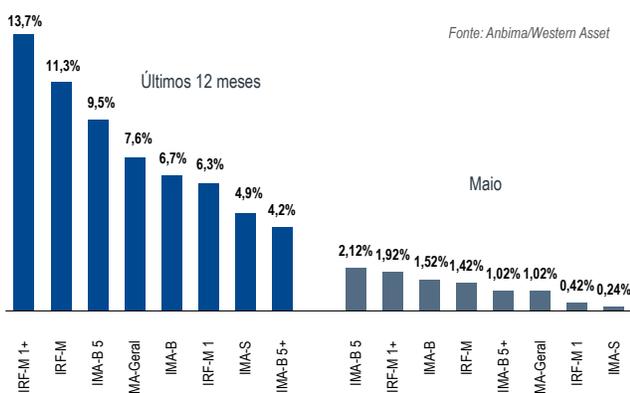
### Bolsas do mundo (em dólar)

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



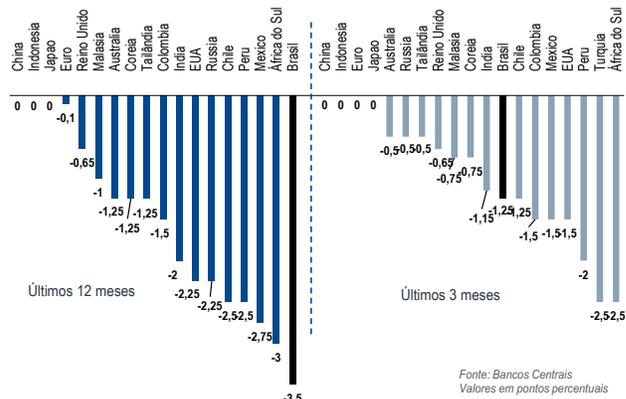
### Renda fixa local

A renda fixa continuou seu rally de recuperação em maio. O destaque foi para as NTN-B curtas, que recuperaram parte do atraso em relação aos prefixados de mesmo prazo, fazendo com o IMA-B5 fosse o destaque positivo no mês. Nos últimos 12 meses, no entanto, os prefixados continuam na dianteira.



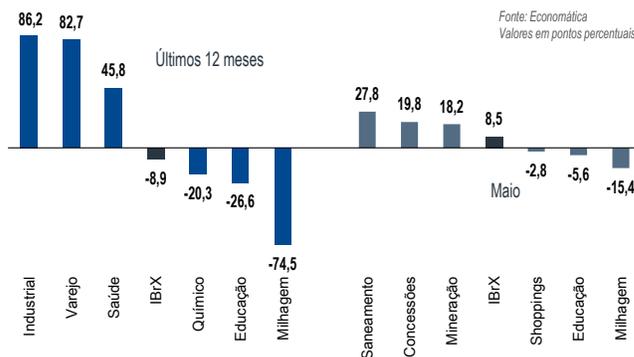
### Taxas básicas de juros - variação

Com a maior parte dos BCs cortando juros de maneira agressiva, o BC brasileiro parece atrasado.



### Principais destaques do IBrX

A epidemia continuou a maltratar setores mais expostos, como viagens e shoppings. Por outro lado, setores regulados se beneficiaram, por serem mais resilientes.



*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.*