

Sumário

- Os mercados continuaram em seu rally de recuperação das perdas do mês de março, em função da evolução positiva do número de casos de Covid-19 na Europa e dados de atividade mostrando números melhores do que o esperado tanto na Europa quanto nos EUA.
- Os juros prefixados continuaram a recuar em junho. A curva de juros embute 50% de chance de um corte adicional de 25 pontos-base de cortes na taxa Selic.
- O Real fechou o mês de junho no mesmo patamar de maio, mas com grande volatilidade. 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. Avaliamos que a bolsa tem um potencial de alta de 21% para os próximos 12 meses.

FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A elevação do número de casos nos EUA em alguns estados importantes fez ressurgir o receio de fechamento da economia.			
Aparente movimento de apaziguamento do clima político teve efeito positivo sobre os mercados.			

CENÁRIO GLOBAL

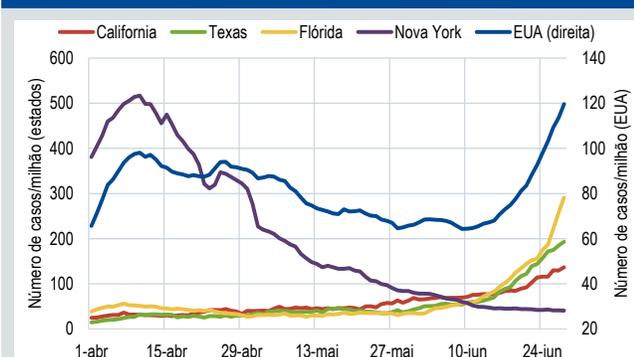
Completamos um semestre de coronavírus. O assunto apareceu pela primeira vez em nossa newsletter de fevereiro, em que comentávamos os acontecimentos e os mercados do mês de janeiro. Seis meses atrás, a preocupação era somente com o impacto da epidemia na China. Naquele momento, a Covid-19 ainda não havia sido classificada como uma pandemia pela OMS (o que viria a ocorrer somente em março), e esperava-se um impacto semelhante ao SARS, que afetou unicamente a Ásia. Na newsletter sobre o mês de fevereiro, o assunto era o aparecimento de focos do vírus na Coreia e na Itália, e a partir de março até o momento, o impacto da epidemia se tornou global, ficando claro que estávamos diante de um choque sem precedentes.

O fato de estarmos em nossa sexta newsletter seguida sem conseguir mudar de assunto mostra que este é o assunto do ano. E, para não fugir da regra, vamos falar de coronavírus nesta newsletter, pois este é o assunto que, mais uma vez, determinou o comportamento dos mercados neste mês.

Mesmo longe da virulência de março, o aumento da contaminação em estados importantes dos EUA fez com que a curva de novos casos diários naquele país, que estava em queda suave, voltasse a subir de maneira expressiva, ultrapassando em cerca de 30% o pico anterior no final do mês de junho. Não consideramos esta retomada da elevação do número de casos como uma 2ª onda da epidemia, mas como uma continuação da 1ª onda. Isso fica claro no Gráfico 1, onde podemos observar o comportamento da contaminação nos EUA e nos quatro estados mais populosos do país.

Em Nova York, porta de entrada da epidemia nos EUA, o número de casos encontrou o seu pico na primeira quinzena de abril e, desde então, observamos uma queda acentuada do número de casos diários, que hoje totalizam cerca de 10% do nível observado no pico. Naquela época, Califórnia, Texas e Flórida, os três estados mais populosos dos EUA, observavam uma contaminação muito limitada. O que vem acontecendo na Califórnia desde a segunda quinzena de maio e no Texas e Flórida desde a segunda quinzena de junho é um aumento do número de casos desde uma base muito baixa, não a ressurgência de uma epidemia que já havia sido controlada. Esta diferença é importante, porque uma 2ª onda em Nova York, por exemplo, significaria que, mesmo após um pico duramente controlado, não é possível voltar à vida normal sem que o número de casos volte a aumentar de maneira significativa. Os exemplos de Wuhan, dos principais países da Europa e de Nova York, pelo menos até o momento, é de que, uma vez que o número de casos recue de maneira relevante, não ocorre uma 2ª onda.

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

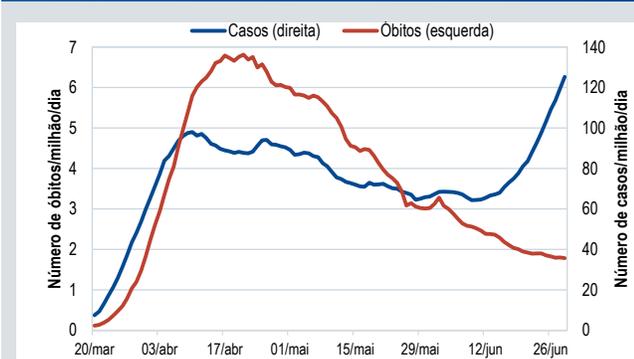


Fonte: Worldometer / Western Asset

Portanto, o que estamos vendo no momento nos EUA é a 1ª onda em estados importantes. Esta “interiorização” da epidemia pode levar ao fechamento das economias desses importantes estados, que já vinham sendo reabertas, levando ao atraso da recuperação da atividade econômica na principal economia do planeta. Mas consideramos importante o fato de não haver, pelo menos por ora, uma 2ª onda em Nova York, o que é sinal de que o processo tem começo, meio e fim, não se tratando de um pesadelo interminável.

Outro ponto importante é a aparente dicotomia entre casos e óbitos registrados. No Gráfico 2, podemos observar que, ao contrário da onda de contaminação em Nova York no início de março, desta vez o número de óbitos não acompanhou, pelo menos por enquanto, o aumento do número de casos. Este é um dado importante, dado que todas as medidas de distanciamento social têm como objetivo minimizar o número de fatalidades. Se este número não cresce mesmo com o aumento do número de casos reportados, isso pode significar que os protocolos de tratamento da doença vêm melhorando nos últimos meses, o que permitiria abrir as economias mesmo com um número mais elevado de casos.

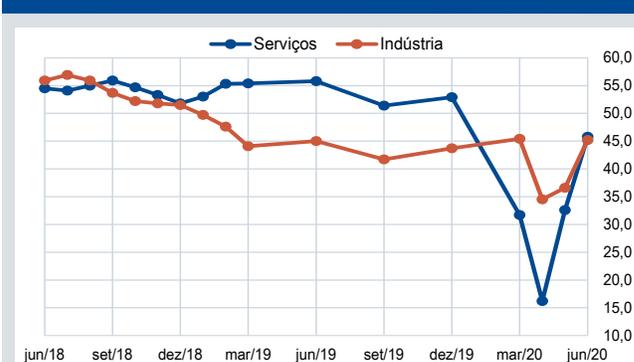
Gráfico 2
Evolução de casos/óbitos milhão de Covid-19 nos EUA (Média móvel de 7 dias)



Fonte: Worldometer / Western Asset

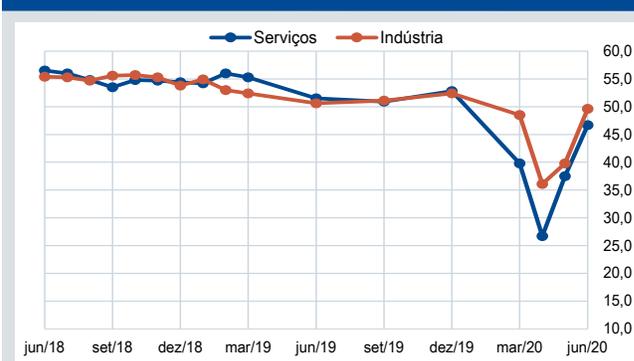
Enquanto as notícias no campo sanitário alternam bons e maus momentos, os sinais de “fundo do poço” para a atividade econômica foram reforçados em junho. Republicamos aqui o conjunto de gráficos que havíamos publicado na newsletter do mês passado, atualizados com os últimos dados (Conjunto de Gráficos 3). Podemos observar que o sentimento dos empresários continuou a melhorar em junho, depois de atingir mínimas históricas em abril nos EUA e na Europa, e em fevereiro na China. Mesmo o setor de serviços, o mais atingido pela crise, já quase voltou ao nível de confiança pré-crise. O humor dos empresários parece estar cada vez menos afetado pelo caminho da epidemia. Das duas, uma: ou está ocorrendo um erro brutal de avaliação por parte dos agentes econômicos, ou começamos a virar a página da epidemia como fator de decisão desses mesmos agentes.

Gráfico 3.1 - Pesquisa de Sentimentos dos Empresários Alemanha - PMIs



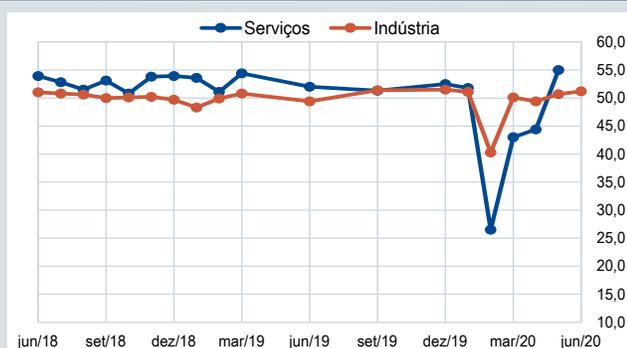
Fonte: Bloomberg

Gráfico 3.2 - Pesquisa de Sentimentos dos Empresários EUA - PMIs



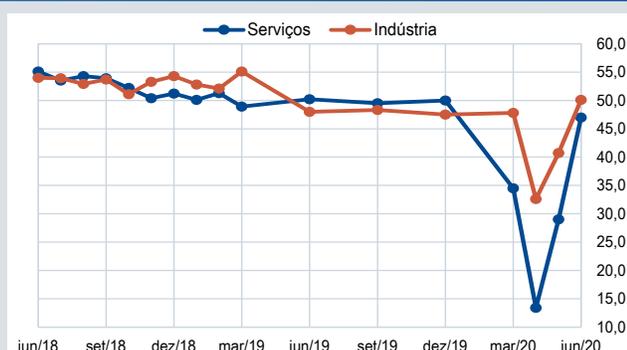
Fonte: Bloomberg

Gráfico 3.3 - Pesquisa de Sentimentos dos Empresários China - PMIs



Fonte: Bloomberg

Gráfico 3.4 - Pesquisa de Sentimentos dos Empresários Reino Unido - PMIs



Fonte: Bloomberg

CENÁRIO DOMÉSTICO

No Brasil, aparentemente está ocorrendo o mesmo fenômeno de “interiorização” da epidemia que vemos nos EUA, com a diferença de que os nossos epicentros iniciais, São Paulo e Rio de Janeiro, ainda não viram uma queda relevante no número de casos, como podemos observar no Gráfico 4.

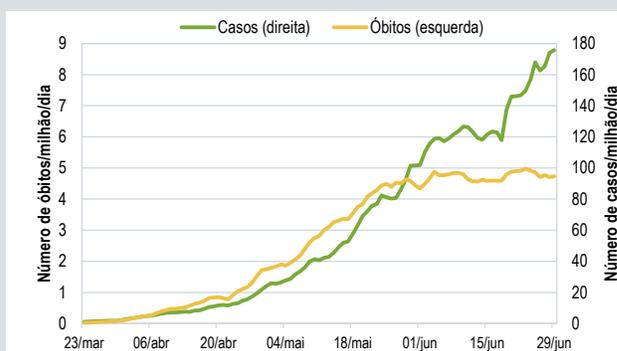
Gráfico 4 Evolução de casos/milhão de Covid-19 (Média móvel de 7 dias)



Fonte: Ministério da Saúde / Western Asset

Enquanto a Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) e o estado do Rio de Janeiro apresentam uma certa estabilização do número de casos desde o final de maio, outros estados populosos, como Minas Gerais e Bahia, além do interior de São Paulo (e também Santa Catarina, Mato Grosso e outros que não aparecem neste gráfico) veem um aumento significativo, o que impede a estabilização do número de casos no País. Mas, assim como nos EUA, o número de óbitos aqui também não tem acompanhado o número de casos. Como podemos observar no Gráfico 5, fica claro que o número de casos continuou a crescer em junho, mas o número de óbitos se estabilizou no nível alcançado em maio.

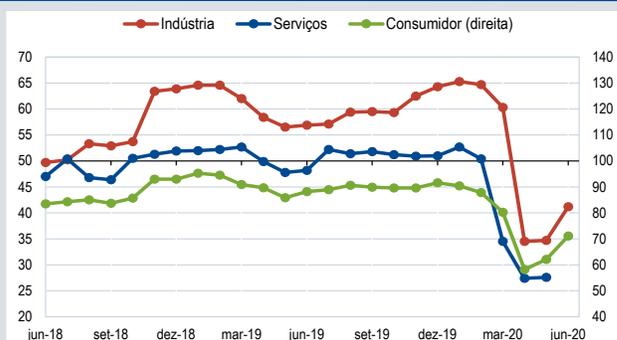
Gráfico 5 Evolução de casos/milhão de Covid-19 no Brasil (Média móvel de 7 dias)



Fonte: Ministério da Saúde / Western Asset

Por outro lado, as expectativas de recuperação da atividade econômica doméstica parecem estar mais contidas se comparadas com as economias desenvolvidas, conforme podemos observar no Gráfico 6. O índice de serviços ainda estava no ponto mínimo da série em maio, quando já víamos recuperação em outros países, enquanto o índice da indústria ainda estava bem abaixo do nível anterior à crise, ao contrário do que vimos em outros países. Esta falta de confiança pode estar ligada a vários fatores domésticos, como o ainda alto e crescente índice de contaminação pela Covid-19, as incertezas sobre o ritmo de retomada do crescimento econômico, a trajetória da dívida pública brasileira, ou mesmo o ruído político, que torna mais difícil a solução desses problemas.

Gráfico 6 Índices de Confiança - Brasil



Fonte: Ministério da Saúde / Western Asset
Data: Indústria/Consumidor: Jun2020; Serviços: Mai2020

Renda Fixa

As curvas de juros nominais e reais fecharam mais um pouco em junho (20 pontos-base o Jan23, 41 pontos-base a NTN-B 2023), coroando um semestre bastante positivo para o risco de mercado em taxas de juros, principalmente para os vencimentos mais curtos.

O Copom decidiu de acordo com o consenso do mercado e cortou a taxa Selic em mais 75 pontos-base, levando a taxa básica para o menor patamar da série histórica, 2,25%. A mensagem passada no comunicado é a de que o espaço para cortes adicionais, se houver, é muito pequeno, o que foi entendido como mais um corte de 25 pontos-base. Este é o corte parcialmente embutido na curva de juros, o que deixa pouco espaço para ganhos adicionais em posições de curtíssimo prazo. No entanto, a inclinação da curva de juros está, em nossa opinião, exageradamente alta, mesmo nos vencimentos mais curtos. Como o nosso cenário contempla pelo menos mais um corte da taxa Selic, e manutenção deste patamar pelo menos até o segundo semestre de 2021, taxas no nível de 4% para o Jan23 ou 5,75% para o Jan25 parecem muito altas.

Claro que este nível reflete o risco de uma deterioração do equilíbrio fiscal, em um contexto de gastos extraordinários com a Covid-19 e pressão cada vez maior para a flexibilização do teto de gastos. Entretanto, acreditamos que, de uma forma ou de outra, os agentes políticos relevantes no processo de aprovação do orçamento sabem da importância de se manter uma trajetória consistente da dívida pública, e trabalharão na direção de mantê-la. Por isso, acreditamos que grande parte do estímulo fiscal para combater os efeitos da pandemia deve ficar restrito ao ano de 2020. O cenário alternativo, de percepção de uma dívida pública fora de controle, é tão prejudicial para todos os agentes, que torna-se até difícil concebê-lo. Por isso, avaliamos que a inclinação atual da curva de juros é uma oportunidade para ganhos extraordinários na renda fixa.

Câmbio

Pelo segundo mês consecutivo, o câmbio fechou na faixa entre R\$/US\$ 5,40 e R\$/US\$ 5,50, que, aparentemente, tornou-se um novo patamar de trabalho, depois de alcançar a máxima histórica (R\$/US\$ 5,94) no dia 14/05 e de ter recuado para R\$/US\$ 4,89 no dia 10/06. Como vemos, a volatilidade da moeda encontra-se ainda bastante elevada.

Onível de fechamento (R\$/US\$ 5,48) 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 Rande Sul-Africano; mesmo assim, o Real se depreciou quase 9% 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 os ruídos no campo político, 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 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 agenda de reformas seja retomada.

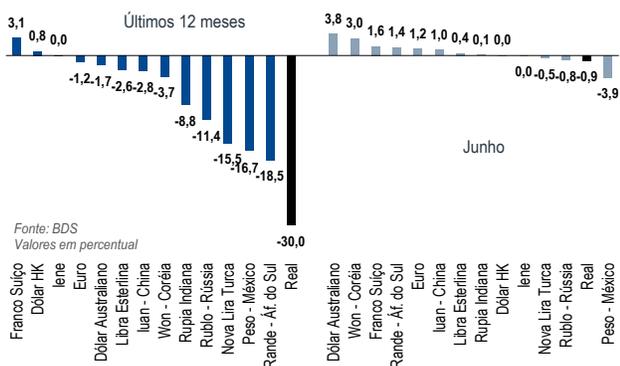
Bolsa

Junho foi mais um mês de recuperação da bolsa local, com o IBrX subindo 9,0%, mas ainda a 24% 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 junho, 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 16,2x). 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 jun/21), e um crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jun/22), o IBrX deveria subir cerca de 21% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jun/20.

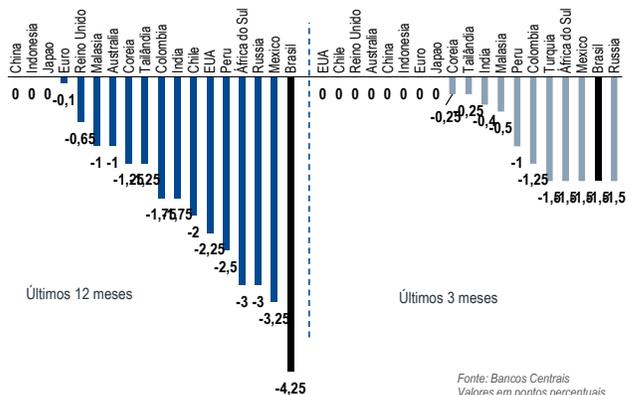
Moedas (contra o dólar)

O Real continua sendo, de longe, a moeda com maior desvalorização nos últimos 12 meses, refletindo as incertezas sobre a trajetória fiscal do país.



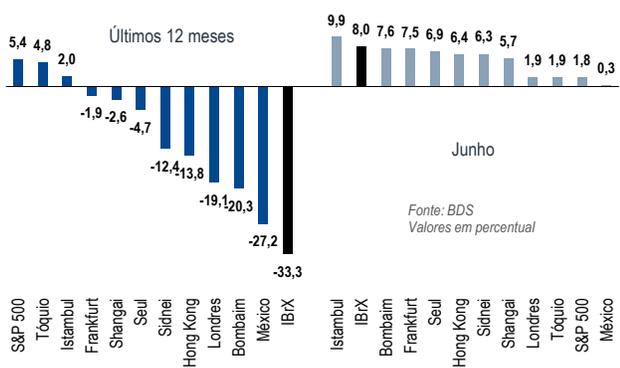
Taxas básicas de juros - variação

O BC brasileiro alinhou-se a vários outros que cortaram as taxas de juros de maneira agressiva, e lidera o movimento em 12 meses.



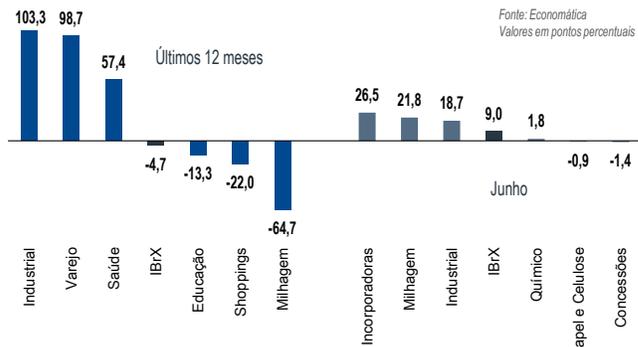
Bolsas do mundo (em dólar)

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



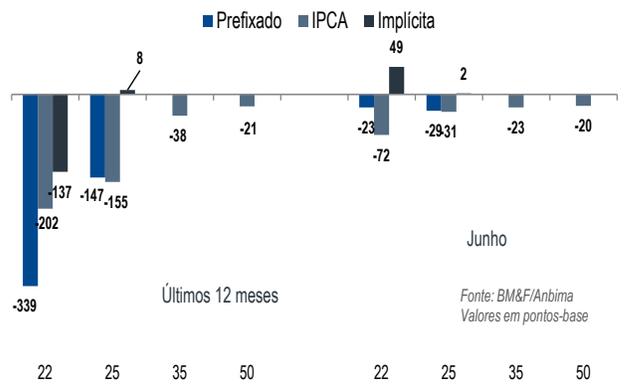
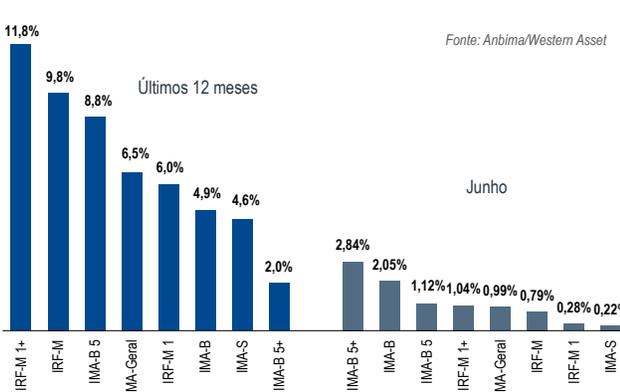
Principais destaques do IBrX

Com os primeiros sinais de recuperação da atividade, os setores que haviam ficado mais para trás recuperaram terreno no mês de junho, mas ainda sofrem na janela de 12 meses.



Renda fixa local

A renda fixa continuou seu rally de recuperação em junho. Assim como em maio, 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 o destaque positivo no mês. Nos últimos 12 meses, no entanto, os prefixados continuam na dianteira.



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.