



Sumário

- O anúncio da eficácia de algumas vacinas fez com que uma onda de otimismo tomasse conta dos mercados em novembro.
- A eleição do democrata John Biden provocou a desvalorização do dólar, em função da perspectiva de mais incentivos fiscais.
- Na ausência de notícias no front fiscal, a curva de juros movimentou-se pouco durante o mês, fechando no zero a zero.
- Em um mês de desvalorização do Dólar, o Real foi a moeda que mais se valorizou.
- A bolsa local seguiu o otimismo global, e fechou com a maior alta desde março de 2016.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Alguns laboratórios anunciaram alta eficácia de suas vacinas, abrindo a perspectiva de uma vacinação no curto prazo.	↑	↑	↑
John Biden venceu a eleição nos EUA.	↓	↑	↑

Cenário Global

Em novembro, os mercados resolveram olhar para as notícias positivas. Se, por um lado, continuamos em meio ao recrudescimento da epidemia em várias partes do mundo (inclusive no Brasil), por outro lado temos a perspectiva de uma ou mais vacinas eficazes nos próximos meses. Moderna e Pfizer anunciaram eficácia acima de 90% de suas respectivas vacinas, o que nos deixa às portas da solução definitiva para a crise do Covid-19.

O mercado comemorou, ignorando detalhes como logística de armazenamento e de distribuição dessas vacinas. O que importa é a perspectiva real de um fim definitivo para a ameaça de sobrecarga na rede hospitalar por causa da epidemia, ameaça esta que tem sido, até o momento, neutralizada através do fechamento das economias.

Nos EUA, o democrata John Biden venceu as eleições. Este é um cenário de mais incentivos fiscais, o que aponta para um dólar mais fraco. Não à toa, o dólar se desvalorizou de maneira generalizada em novembro, principalmente após a indicação da ex-presidente do Fed Janet Yellen para o cargo de Secretária do Tesouro. Yellen é vista como “dove” pelo mercado, o que significaria uma política fiscal mais expansionista.

Estes dois fatores somaram-se para um mês bastante positivo para os mercados emergentes de maneira geral, principalmente bolsas.

Cenário Doméstico

Renda Fixa

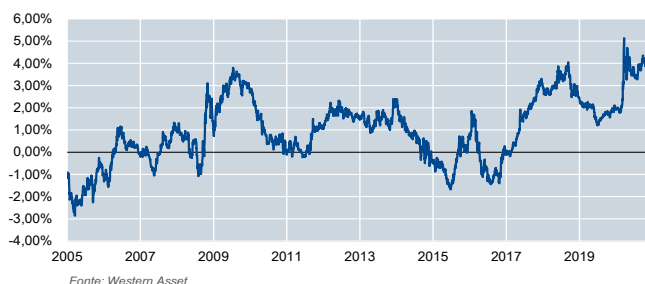
As taxas de juros seguiram um caminho de altos e baixos durante o mês, para fecharem praticamente no zero a zero. No início do mês até o dia 9, o otimismo com as notícias sobre vacinas ajudou também o mercado de renda fixa local. Os títulos com vencimentos mais longos chegaram a recuar 30 pontos-base nesse período.

A partir deste ponto, as taxas começaram a subir novamente, até atingir o pico de alta de 30 pontos-base no dia 23/11. Nenhuma notícia específica explica este movimento de 60 pontos-base, a não ser a falta de uma agenda concreta para endereçar a questão do orçamento do ano que vem e os desafios de manter incentivos fiscais ao mesmo tempo em que se obedece à regra do teto de gastos. Além disso, tanto o IPCA quanto o IPCA-15 vieram acima das expectativas, que já eram altas, azedando ainda mais o ambiente.

Por fim, na última semana do mês, assim como subiram sem uma notícia concreta, as taxas de juros recuaram cerca de 30 pontos-base também sem nada concreto, fechando o mês no zero a zero. Um leilão bem-sucedido do Tesouro e a percepção de que, após as eleições, a agenda legislativa poderia voltar a andar, ajudaram o mercado a recuperar as perdas.

De qualquer forma, ainda estamos longe de uma normalização deste mercado. As incertezas sobre a trajetória da dívida pública ainda são muito grandes. Mas, o vai-e-vem das taxas de juros neste mês parecer ser um sinal de que o nível da curva de juros já está bastante elevado, o que serve como um desincentivo para apostas adicionais na direção do caos. No gráfico 1, podemos observar que a inclinação da curva continua em seu ponto mais alto da série histórica, apesar de já termos deixado para trás o pior da crise do coronavírus. O que, por um lado, é sinal de que a conta a ser paga é bastante salgada, por outro lado, indica que está muito caro apostar em uma deterioração adicional do cenário. Talvez tenhamos chegado em um ponto em que somente um posicionamento explícito do governo contra a regra do teto de gastos possa estressar ainda mais a curva de juros. Não apostamos neste cenário.

Gráfico 1. Inclinação da curva prefixada 1-5 anos



Fonte: Western Asset

Por outro lado, a inflação continuou surpreendendo para cima neste mês, e a inflação implícita na curva das NTN-Bs subiu em linha com essa deterioração das expectativas. No entanto, com o fim do auxílio emergencial (pelo menos do tamanho e formato atuais), avaliamos que as pressões inflacionárias devem ceder de maneira relevante, o que permitirá ao Banco Central manter seu plano de voo. Ou seja, manter a Selic em 2,00% durante um tempo razoavelmente longo, segundo seu último "forward guidance".

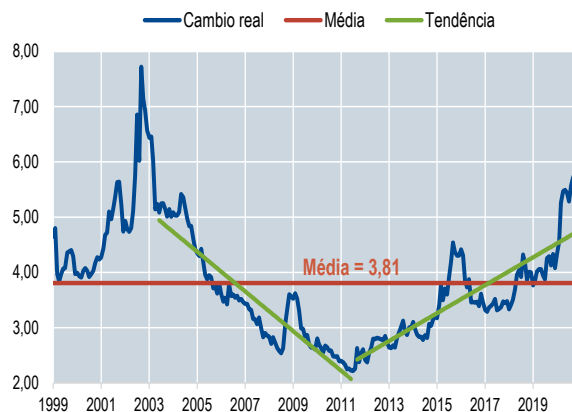
Portanto, sem notícias adicionais no sentido da deterioração fiscal, e com as pressões inflacionárias diminuindo no ano que vem, continuamos avaliando as partes intermediária e longa da curva de juros como boas oportunidades de posicionamento.

Câmbio

O Real foi o destaque positivo em um mês de desvalorização do Dólar. A vitória de John Biden e a nomeação de Janet Yellen, ex-presidente do Fed e conhecida pelos seus posicionamentos "dovish", passaram a mensagem de mais estímulos fiscais e uma política de Dólar mais fraco. Em um mês em que o cenário doméstico foi neutro, o Real beneficiou-se do fato de ser uma moeda com um beta alto (muito sensível aos movimentos globais) e foi a que mais se valorizou em novembro.

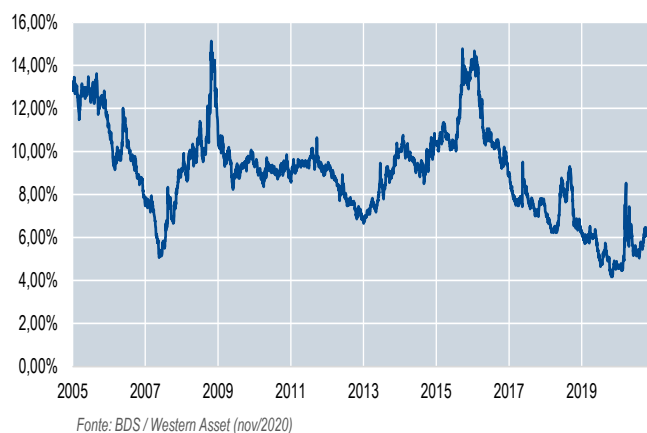
No gráfico 2, mostramos o comportamento do Real desde o estabelecimento do regime de câmbio flutuante, janeiro de 1999. Podemos observar que o nível atual do câmbio está bem acima da tendência de longo prazo.

Gráfico 2. Câmbio Real



Fontes: BDS, Economática, BLS (30/11/2020)
Câmbio real calculado contra o dólar

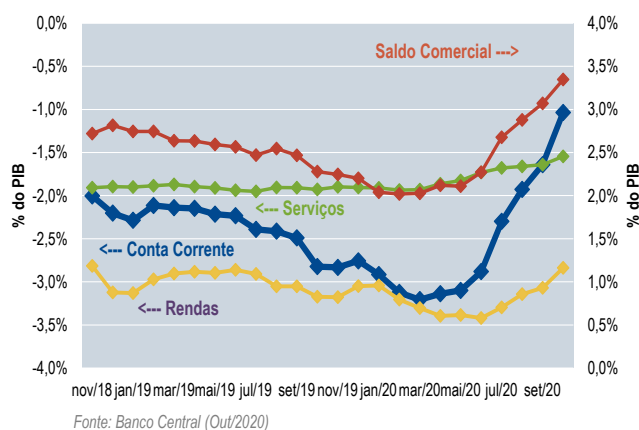
Gráfico 3. Diferencial Prefixado 5Y - Treasury 10Y



Claro que pode ter havido uma mudança estrutural que justifique um novo patamar para o câmbio. Alguns argumentam que o nível atual das taxas de juros é muito baixo para atrair capitais com o atual risco fiscal. No entanto, o diferencial de taxas de juros Brasil-EUA não está em seu patamar mais baixo, se considerarmos as taxas longas, como pode ser observado no gráfico 3. Podemos observar que o patamar mais baixo desse diferencial ocorreu no primeiro semestre de 2019, período em que o câmbio estava próximo de sua tendência de longo prazo. Portanto, o diferencial de taxas de juros não parece explicar, pelo menos não completamente, o atual patamar do câmbio.

Além disso, a conta-corrente vem tendo ganhos expressivos, como podemos ver no gráfico 4. Podemos observar que a conta-corrente saiu de um déficit de mais de 3% do PIB no início do ano para 1% do PIB em outubro, em função da drástica desaceleração da atividade econômica. Este é mais um fator de decompressão para o câmbio.

Gráfico 4. Conta Corrente - Média Móvel de 12 meses (% do PIB)



Sendo assim, avaliamos que o Real está mais desvalorizado do que sugerem os seus fundamentos, e pode se valorizar nos próximos meses, na medida em que diminua a percepção de um descontrole fiscal.

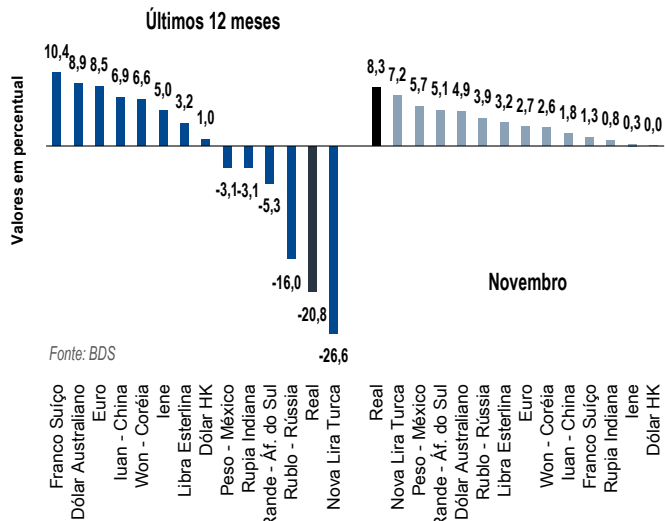
Bolsa

Novembro foi um mês de festa para as bolsas no mundo inteiro, e não foi diferente no Brasil. A perspectiva de aprovação, no curto prazo, de vacinas eficazes, fez com que o otimismo desse o tom. A bolsa brasileira fechou com alta de 15,5%, valorização mensal que não víamos desde março de 2016. O grande destaque foram as commodities, cujos produtos se valorizaram na esteira do movimento de enfraquecimento do dólar.

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 14,0x (no final de novembro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 14,2x). 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 -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 nov/21), e o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até nov/22), o IBrX deveria subir cerca de 19% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em nov/20.

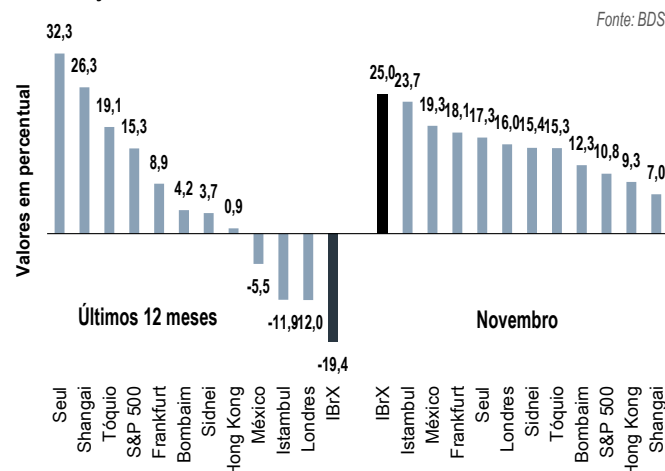
Moedas (contra o dólar)

Em um mês de desvalorização do Dólar, as moedas mais voláteis, como o Real, acabaram por se beneficiar mais do movimento.



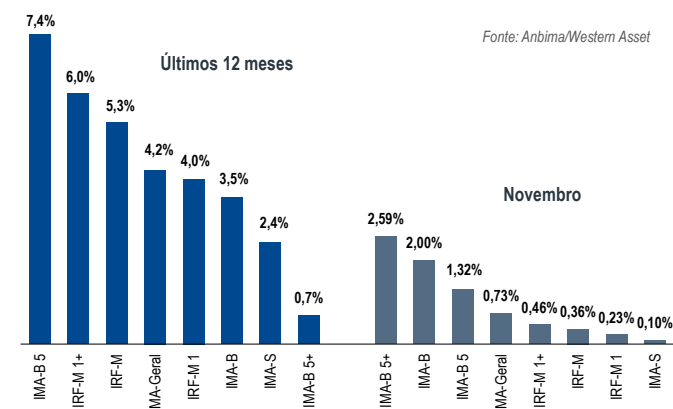
Bolsas do mundo (em dólar)

Bolsas positivas no mundo inteiro, em função dos avanços das vacinas. A bolsa brasileira liderou, também por conta da valorização do Real.



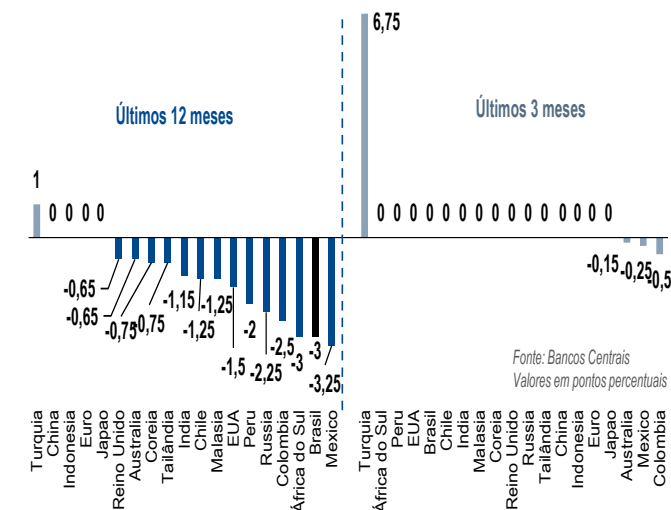
Renda fixa local

Em novembro observamos uma pausa na deterioração das expectativas embutidas na curva de juros, em função do otimismo global. No entanto, a performance das NTN-Bs foi melhor do que dos prefixados, indicando um aumento da inflação implícita nesses títulos.



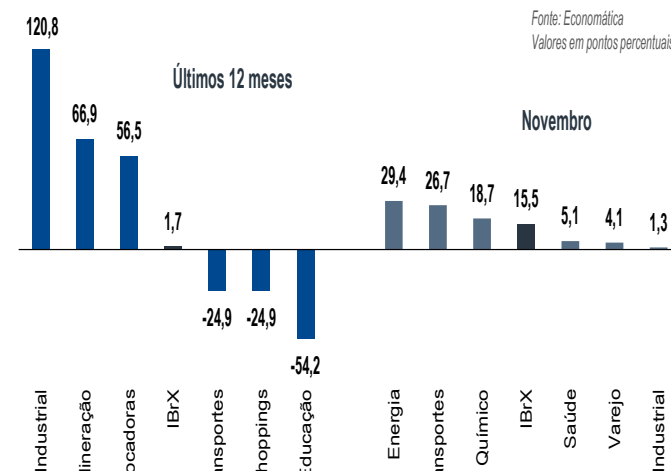
Taxas básicas de juros - variação

Com poucas exceções, os BCs interromperam o processo de corte de juros. A Turquia promoveu mais um choque de juros, na tentativa de estancar o processo inflacionário



Principais destaques da bolsa

Mês de destaque para os setores mais ligados a commodities, deixando para trás os setores que vinham se beneficiando da retomada da atividade.



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 a 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. Segue em informações para contatá-lo como 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 investimento 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.