

## Que comecem os jogos

### Mostre suas cartas, Donald

*"Temos que proteger nossas fronteiras dos danos causados por outros países, que fazem nossos produtos, roubam nossas empresas, e destroem nossos empregos."*<sup>1</sup>

*"Nós vamos começar as renegociações sobre o NAFTA, sobre imigração e segurança da fronteira"*<sup>2</sup>

*"Grande dia para a segurança nacional amanhã. Entre outras coisas, nós vamos construir o muro"*<sup>3</sup>

*"Os Estados Unidos tem um déficit comercial de US\$60 bilhões. Tem sido um acordo unilateral desde o início do NAFTA..."*<sup>3</sup>

*"Se o México não estiver disposto a pagar pelo muro, seria melhor cancelar a reunião marcada"*<sup>3</sup>

*"... eu proclamo que a entrada de cidadãos da Síria como refugiados é prejudicial aos interesses dos Estados Unidos e portanto suspendo tais entradas..."*<sup>4</sup>

As primeiras semanas do Presidente Trump na Casa Branca foram bastante produtivas, dependendo do sentido que se queira dar à palavra. Seja através de ordens executivas, seja através dos já famosos tuítes, o Presidente tem se mantido fiel ao seu discurso de campanha: nacionalista, populista e protecionista. Quase imediatamente após a posse em 20/1 iniciou-se uma enxurrada de falas e decisões polêmicas, que teriam potencial de causar pânico nos mercados. Entretanto, o índice S&P<sup>5</sup> atingiu seu maior nível histórico poucos dias depois da posse do novo presidente, a Treasury de 10 anos manteve-se relativamente estável após a correção inicial e o Peso Mexicano, ao contrário do que seria de se esperar, apreciou-se desde então.

1. 20 Jan 17, Donald Trump durante seu discurso de posse como presidente.

2. 23 Jan 17, Donald Trump em cerimônia de posse de seus principais assessores na Casa Branca.

3. 25 e 26 Jan 17, Donald Trump escreveu em seu perfil no Twitter.

4. 27 Jan 17, Donald Trump em Decreto do Executivo.

5. \*O Índice S&P 500® é um produto da S&P Dow Jones Índices LLC ("SPDJ")

Como compatibilizar estes movimentos dos mercados diante do evidente aumento de incerteza causado pela drástica mudança de liderança na maior economia do mundo? Pascal Lamy, que foi comissário de Comércio da União Européia de 1999 a 2004, e diretor-geral da OMC entre 2005 e 2013, pode nos ajudar a montar esse quebra-cabeça. Ele acha que Trump "não fará muito do que ele diz sobre comércio". Em linha com a visão que expressamos na [carta de dezembro](#) passado, Lamy diz que "as posições econômicas nacionalistas, protecionistas dele, se implementadas, vão rapidamente produzir efeitos negativos na economia dos EUA".<sup>6</sup>

Quadro 1  
Índice S&P 500



Fonte: Bloomberg. Em 31 Jan 17.

De fato, os sistemas de produção são hoje integrados. Grande parte do que é negociado são insumos à produção de bens finais, de forma que sobre-taxar importações poderia causar aumentos significativos nos custos de produção ou, no limite, rupturas de cadeias produtivas. Um dado interessante apontado por Lamy: "O conteúdo importado dentro dos produtos exportados, que era de 10% a 15% há 30 ou 40 anos, agora é de 30% a 40%. Assim, derrubar importações não faz sentido. A Trumponomics comercial não funciona". Mas como garantir que, a despeito da falta de bom senso que isso implicaria, Trump não insistirá nas medidas protecionistas? O Congresso e as próprias empresas, de acordo com o especialista. Ele aposta em uma versão "soft" de Trump em questões de comércio.

6. "Lamy prevê 'Trump soft' em comércio", Valor Econômico, 27 Jan 17, Por Humberto Saccomandi.

O empresário mexicano Carlos Slim também tem uma visão menos catastrófica de Trump. Segundo ele, o presidente americano usa a estratégia de “chocar e provocar”, mas no fim das contas “ele não é um exterminador, é um negociador”.

No campo da imigração, não está claro se a postura belicosa adotada até agora dará o tom da política externa daqui para frente ou se faz parte de uma estratégia de negociação extremamente agressiva. Há quem defenda a tese de que o chamado “muslim ban” seja, na verdade, uma forma de forçar a Arábia Saudita e outros governos do Oriente Médio a darem mais suporte a refugiados sírios, aliviando assim a carga da Europa e EUA na absorção dessas pessoas. Se essa tese estiver correta, Trump deveria em breve fazer concessões e “fechar o negócio” em termos mais razoáveis. Seus detratores ficariam satisfeitos por terem conseguido fazê-lo ceder, mas provavelmente os termos finais seriam muito próximos dos inicialmente pretendidos pelo Presidente.

O fato é que não há como saber quanto do discurso de Trump é real e quanto se trata de negociação, desconhecimento das dinâmicas da economia ou mero populismo. Isso vale para imigração, comércio exterior, gastos públicos e cortes de impostos. A visibilidade é baixa, mas nossa inclinação é a de acreditar na tese de que este conjunto de políticas tenha efeito bem mais modesto do que o já precificado. Mantemos visão de que é baixo o risco de um aperto monetário relevante nos EUA, sendo assim preservado um ambiente benigno para mercados emergentes.

### Reformas, reformas, reformas

A atividade do Congresso brasileiro foi intensa no segundo semestre do ano passado. Desde o impeachment da Presidente Dilma Rousseff, a agenda parlamentar esteve todo o tempo ocupada com assuntos de grande relevância e o governo mostrou muita habilidade e força para fazer sua agenda ser aprovada.

Mesmo diante de contínuo ruído político, receios sobre efeitos da operação Lava Jato sobre o governo atual e constantes ataques da oposição, o Presidente Michel Temer conseguiu fazer passar matérias das mais importantes, entre as quais estão o teto de gastos públicos, mudanças na regulação do pré-sal, Programa de Parcerias e Investimentos, Desvinculação das Receitas da União, Lei de Responsabilidade de Estatais, Lei de Repatriação, renegociação de dívidas estaduais, mudanças regulatórias para viabilizar a venda de subsidiárias da Eletrobrás e outras.

Para o ano legislativo que acabou de começar, esperamos a manutenção do apoio do Congresso à agenda do governo e a aprovação de reformas estruturais que efetivamente podem

mudar o panorama de investimentos no País. A pauta, que deve incluir as reformas da previdência, trabalhista, tributária e política, é crucial para a recuperação do País e, de fato, demandará uma boa sintonia entre os poderes.

No curto prazo, a reforma da Previdência é a mais crítica para os mercados. De fato, esta reforma se mostra absolutamente vital para a recuperação das finanças públicas e ficou ainda mais premente com a aprovação do teto dos gastos pelo governo no ano passado. O texto inicial da reforma proposta é mais ambicioso do que se esperava inicialmente, incluindo idade mínima de 65 anos tanto para homens como para mulheres, eliminação de diversos tipos de aposentadorias especiais, mudanças nos critérios de concessão de aposentadoria rural e fim da acumulação de benefícios.

Em termos de cronograma, mantemos nossa expectativa de aprovação durante o 3º trimestre deste ano, mas não descartamos a possibilidade de uma tramitação mais rápida e aprovação ainda no 1º semestre. Isso se explica, em grande parte, à situação de extrema fragilidade fiscal do País e, em especial, de estados e municípios. Diante da necessidade de socorro financeiro, governadores devem mobilizar suas bancadas estaduais no Congresso Federal para apoiar esta e outras reformas e, assim, obter a boa vontade do Governo Federal.

O impacto nos mercados da aprovação da reforma da Previdência deve ser relevante. O risco-país poderia cair dos atuais 240bp para algo próximo a 200bp. No médio prazo, a melhora na percepção de risco deve encorajar investimentos produtivos, geração de emprego e, conseqüentemente, estimular o consumo. Não esperamos que tais efeitos sejam sentidos já em 2017, mas os mercados devem refleti-los nos preços de ativos antecipadamente. Acreditamos que a bolsa tenha potencial de apreciação superior a 20% até o final deste ano, apesar do bom desempenho apresentado até o momento.

### Cenário Econômico

Os dados mais recentes sugerem que a economia brasileira ainda não entrou num processo de recuperação. Se por um lado a produção industrial apresentou crescimento no mês de dezembro pelo segundo mês consecutivo, os demais setores ainda patinam e o mercado de trabalho mantém tendência de forte deterioração. Apesar do segmento de bens de consumo duráveis, puxado pela indústria automobilística, ter alavancado a produção manufatureira nos últimos meses do ano, o desempenho dos demais segmentos da indústria permanece errático.

A atividade econômica tem demonstrado sinais de fraqueza ao mesmo tempo em que a inflação apresenta trajetória de queda. Após o forte recuo no final do ano passado, as prévias de janeiro mostram que o movimento continua. O IPCA-15 de janeiro veio bem abaixo das expectativas e as medidas subjacentes, como por exemplo a inflação de serviços, mostram que a desinflação é ampla e mais acelerada que o antecipado. Neste ambiente, aumenta a probabilidade de que o IPCA fique na meta já em 2017. Adicionalmente, o debate sobre uma possível redução da Meta de Inflação para 2019 ganhou corpo após discurso do presidente do BCB, Ilan Goldfajn.

A combinação de economia fraca, desemprego ainda muito alto, inflação de volta à meta e recuperação da credibilidade do Banco Central abrem espaço para uma redução mais vigorosa dos juros. Revisamos nossa projeção de Selic para o final deste ano para 9% e acreditamos que o movimento de cortes pode continuar em 2018, o que reforça nossa expectativa positiva para o mercado acionário.

## Tese de Investimento:

### Cosan

A Cosan é uma empresa integrada com posição relevante em mercados oligopolizados como distribuição de combustíveis e concessão de serviços públicos. Trata-se de um produtor de custo marginal muito competitivo, com forte integração entre a produção agrícola, refino de açúcar e produção de energia elétrica. A empresa atua através de 4 subsidiárias:

- **Raízen Combustíveis** joint-venture com a Shell dedicada à distribuição de combustíveis. A empresa tem EBITDA anual de aproximadamente R\$3,1 bilhões (32% do total da empresa)
- **Raízen Energia:** produção de açúcar, etanol e co-geração de energia. EBITDA de R\$3,4 bilhões (36% do total da empresa)
- **Comgas:** distribuição de gás natural em 177 cidades no estado de SP. EBITDA de R\$1,4 bilhões (29% do total)
- **Cosan Lubrificantes:** produção e distribuição de lubrificantes com a marca Mobil. EBITDA de R\$140 milhões (3% do total)

Depois de um período de forte crescimento, a Cosan mudou seu foco para melhoria de eficiência e rentabilidade, o que tem acarretado aumento substancial de sua liquidez e deve trazer também melhora sensível em seu retorno sobre o capital investido.

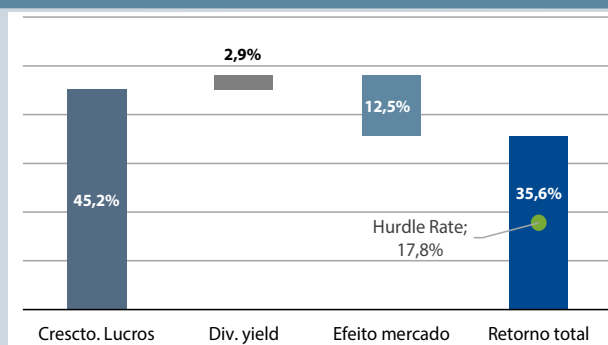
A nova política de preços da Petrobras é positiva para a Cosan. Apesar de limitar as oportunidades de importação, a metodologia confere mais visibilidade aos preços de combustíveis. Além disso, a empresa investiu bastante em logística nos últimos anos e portanto está pronta para se adaptar a mudanças na política de preços da Petrobrás.

A Raízen Combustíveis deve continuar expandindo sua rede de distribuição nos próximos anos, usando uma estratégia de conversão de postos "bandeira-branca".

Outro ponto a considerar é a perspectiva positiva para o preço do açúcar, impulsionado por baixos níveis de estoques globais da commodity.

Vislumbramos um retorno anual de aproximadamente 35% pelos próximos 2 anos para a ação da Cosan, mesmo assumindo alguma compressão do seus múltiplos de negociação.

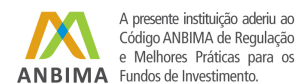
Quadro 6  
Breakdown do Retorno - CSAN3



*Estimamos o retorno potencial de uma ação em função do seu crescimento projetado de lucros, do seu dividend yield e do que chamamos de "efeito mercado". Este último corresponde à variação esperada no seu múltiplo de negociação (P/L, EV/EBITDA ou outra métrica relevante para a empresa em questão).  
Fonte: Western Asset. Em 31 Jan 17.*

*Os investimentos retratados nesta seção do material não representam recomendação de investimento. 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.*

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e não poderá ser reproduzida ou utilizada sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.



*Este material de divulgação é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM 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. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. 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.*

*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.*

*OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.*

**© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e não poderá ser reproduzida ou utilizada sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.**