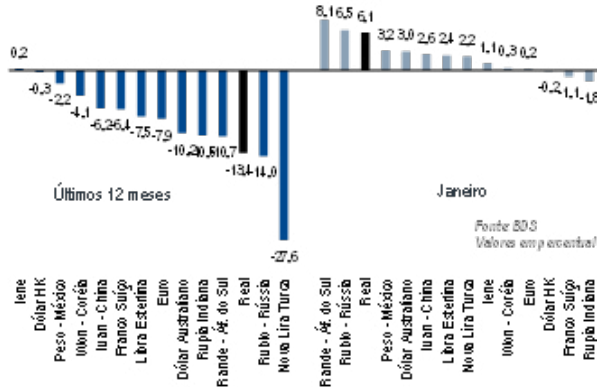


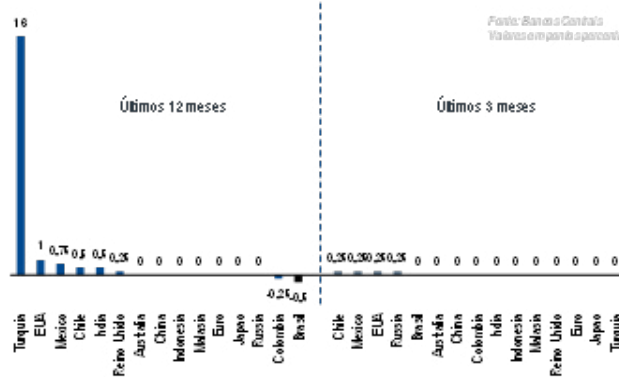
Moedas (contra o dólar)

Em um ano de dólar forte, o Real acompanhou a desvalorização das principais moedas de países emergentes.



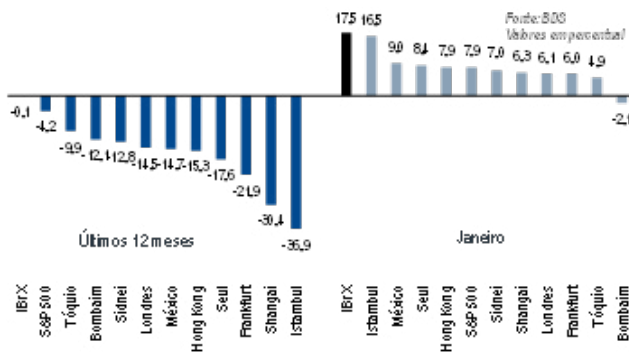
Taxas básicas de juros - variação

Poucos Bancos Centrais estão se movendo. O último a anunciar pausa no ciclo de alta foi o Fed.



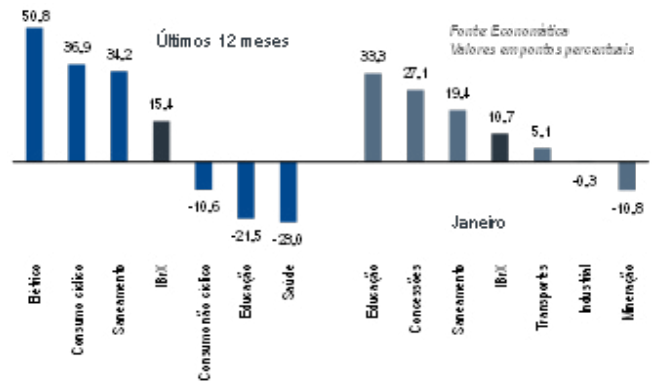
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira foi novamente destaque positivo global, refletindo o otimismo com o novo governo.



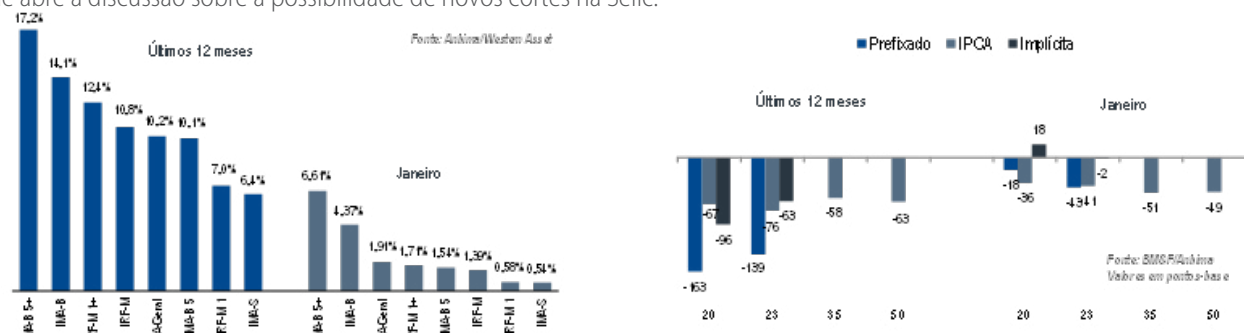
Principais destaques do IBR-X

As ações dos setores de Educação e Concessões se beneficiaram da busca dos investidores por barganhas. Já o setor de Mineração sofreu com queda das ações da Vale...


















Renda fixa local

Mês de janeiro bastante positivo para as taxas de juros locais, completando o quinto mês consecutivo de quedas. O mercado reflete o otimismo com o novo governo, além de números bem comportados da inflação, atividade econômica fraca e o câmbio mais apreciado, o que abre a discussão sobre a possibilidade de novos cortes na Selic.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

| | Renda Fixa | Câmbio | Bolsa |
|---|---|---|---|
| A Apple anunciou revisão de lucros do 4º trimestre em função de resultados decepcionantes na China, o que reacendeu temores de uma desaceleração daquele país |  |  |  |
| O ISM ¹ dos EUA apresentou a maior queda mensal desde a crise do sub-prime, aumentando as incertezas sobre a força da economia americana. |  |  |  |
| Otimismo com a equipe e o programa econômico do novo governo. |  |  |  |
| O presidente do Fed, Jerome Powell, mostrou estar disposto a maior flexibilidade na condução da política monetária, tirando o Fed do piloto automático. |  |  |  |
| A barragem da mina Feijão, em Brumadinho, rompeu, no segundo desastre do tipo em pouco mais de 3 anos. |  |  |  |

¹ O ISM Manufacturing Index é baseado em pesquisas realizadas com mais de 300 empresas de manufatura do Institute for Supply Management (ISM). O ISM Manufacturing Index monitora emprego, produção, estoques, novos pedidos e entregas de fornecedores.

CENÁRIO GLOBAL

Janeiro foi um mês positivo para os ativos de risco de maneira geral, em função da nova postura do Fed. Publicamos um artigo com nossa visão sobre a política monetária do Fed em 2019, de fundamental importância para o comportamento dos mercados globais. A íntegra deste artigo pode ser encontrada [aqui](#). Os principais pontos do artigo, de autoria de nosso gestor especialista em Fed, John Bellows, são os seguintes:

- A comunicação do Fed em 2018 foi bastante confusa, pois não deixou clara qual a estratégia de médio prazo da autoridade monetária. Isto acabou se refletindo nos mercados, que começaram a precificar elevações de taxas de juros independentemente dos dados da economia, simplesmente com base em uma teórica e pouco precisa “taxa neutra de juros da economia”.

- Até o momento, a estratégia do Fed vinha sendo a de “forward guidance”, ou seja, anunciar o plano de voo com antecedência. Jerome Powell, o presidente do Fed, estabeleceu, em discurso em Jackson Hole, e confirmando depois em outro discurso no início de janeiro, que o Fed estava disposto a adotar uma postura mais “data-dependent”, ou seja, olhar mais os dados macroeconômicos e abandonar planos de voo pré-definidos.

- Se isto for verdade, avaliamos que não haverá aumentos de taxas de juros em 2019. Isto porque a atividade econômica mostra sinais de arrefecimento do crescimento e, principalmente, a inflação vem surpreendendo para baixo. Aliás, desde que começou a recuperação da economia, em 2009, a inflação (medida pelo PCE²) ultrapassou a meta do Fed de 2% em apenas 4 meses isolados, e desses, apenas um mês ocorreu nos últimos 5 anos.

- Se houver alguma recaída por parte do Fed na direção do “forward guidance”, avaliamos que um aumento de juros é possível neste ano. Os diretores do Fed, na última reunião do Comitê de Política Monetária, apontaram para dois aumentos.

Este artigo foi escrito antes da reunião de janeiro do Comitê de Política Monetária, que decidiu manter as taxas de juros e mandar uma mensagem de “esperar para ver”, exatamente em linha com o previsto por John Bellows.

Desta forma, vemos um cenário bastante positivo para ativos de risco, considerando isoladamente o fator “taxa de juros dos EUA”. Obviamente, para que este cenário positivo se consolide, é necessário que a desaceleração do crescimento econômico não termine em uma recessão. Além disso, a guerra comercial EUA-China precisa ser contida, para não contaminar ainda mais as expectativas.

De qualquer modo, nossa visão, neste início de ano, é positiva para o cenário global.

² Personal consumption expenditures (PCE), ou Índice PCE, mede as variações de preço em bens de consumo e serviços. As despesas incluídas no índice são despesas reais de famílias dos EUA.

CENÁRIO DOMÉSTICO

Renda Fixa

Janeiro marcou o quinto mês consecutivo de quedas nas taxas de juros. Depois do susto da greve dos caminhoneiros e das incertezas em relação à política monetária nos EUA, prevaleceu o cenário de inflação surpreendentemente baixa e melhora do cenário político pós-eleições. Desde o pior momento do ano, em 05/09/2018, quando o prefixado com vencimento em Janeiro 2023 atingiu 11,85%, as taxas caíram mais de 3 pontos percentuais. O mesmo título fechou janeiro em 8,10%. A pergunta é: existe espaço para novas quedas dos juros?

Vamos responder esta pergunta analisando dois aspectos: a inclinação da curva de juros e a política monetária.

A inclinação da curva é a diferença entre as taxas de juros de longo prazo e as taxas de curto prazo. Via de regra, a inclinação embute duas mensagens: a primeira é a saúde geral da economia, enquanto a segunda indica a aversão ao risco. Com relação às condições da economia, a inclinação aumenta quando a economia está em expansão, pois os agentes entendem que a inflação irá aumentar no futuro e a autoridade monetária terá que aumentar as taxas de juros. E vice-versa, se a expectativa é de que economia vá entrar em retração, a inclinação diminui, podendo inclusive ficar negativa, indicando um futuro corte de taxas de juros. Já com relação à percepção de risco, quanto maior, maior será a inclinação, pois as taxas de longo prazo refletem a incerteza dos agentes com o futuro.

Vejamos a seguir o histórico da inclinação das taxas de juros no Brasil, entre os vencimentos de 1 e 5 anos. Preferimos usar o vencimento de 1 ano ao invés da taxa Selic para neutralizar o efeito da política monetária de curto prazo, normalmente já antecipada de maneira mais precisa pelo mercado. Assim temos, grosso modo, apenas os efeitos de longo prazo, principalmente a percepção de risco.

Gráfico 1
Inclinação 1/5 anos



Fonte: Western Asset

Podemos observar que, depois de atingir o pico histórico de 4 pontos percentuais no início de setembro, a inclinação já caiu pela metade nos últimos cinco meses, para pouco mais de 2 pontos percentuais. Já caiu demais? Historicamente, aparentemente não. Com exceção do período pós crise do sub-prime, esta inclinação normalmente se situa entre 1 e 2 pontos percentuais. Ou seja, haveria espaço, tudo o mais constante, para uma redução de mais 100 pontos-base na inclinação.

Esta redução pode se dar de duas maneiras: uma redução das taxas de longo prazo ou uma elevação dos juros de curto prazo. O que nos leva ao segundo aspecto: a política monetária.

Com relação à política monetária, começa a ganhar corpo a visão de que o BC, em algum momento, terá espaço para voltar a reduzir a taxa Selic, em função da fraca retomada da atividade econômica e, principalmente, em das seguidas surpresas com a inflação, que, pelo segundo ano consecutivo, fechou abaixo da meta. Em 20 anos do sistema de metas, em apenas 6 anos a inflação ficou abaixo da meta, sendo uma no governo FHC, três no governo Lula e agora duas vezes no governo Temer. O relatório Focus indica expectativa de inflação de 4,00% para 2019, abaixo, portanto, da meta de 4,25%. Além disso, as surpresas com a inflação vêm se sucedendo, o que levou a expectativa para a taxa Selic para o final de 2019 de 8% no final de novembro do ano passado para 7% agora. Esta expectativa ainda embute um aumento de 0,5% neste ano, mas a tendência é clara de novas reduções das expectativas.

Nosso cenário é de manutenção da taxa Selic nos atuais patamares ao longo de 2019. Mas, se crescerem as expectativas de novas reduções, as taxas longas precisariam recuar na mesma magnitude, somente para manter a mesma inclinação atual, que já é alta. Assim, é possível que as taxas longas recuem somente para acompanhar novas potenciais quedas da taxa Selic, se ocorrerem.

Portanto, considerando tanto a inclinação da curva quanto as expectativas para a política monetária, ainda vemos espaço para novos recuos das taxas de juros de prazos mais longos.

Câmbio

Em um mês em que as moedas emergentes apresentaram performance bastante positiva, o Real foi destaque, valorizando-se 6,1% em relação ao Dólar, e perdendo apenas para o Rande Sul-Africano e o Rublo. Esta performance foi fruto da conjunção de um cenário global positivo, com o Fed sinalizando uma interrupção no ciclo de aperto monetário, com o otimismo dos agentes locais com o novo governo.

O nosso cenário continua sendo o de uma normalização dos juros nos EUA, mas sem entrar no campo contracionista, o que deve, ao longo do tempo, beneficiar as moedas das economias emergentes. Além disso, o equilíbrio da Conta Corrente doméstica deve continuar a ser um fator de estabilização do Real. Por falar em Conta Corrente,

este foi mais um fator de surpresa positiva: o relatório Focus indicava déficit de 1,5% do PIB no início do ano, número que fechou em 0,8%. A surpresa ocorreu por conta de uma atividade econômica mais fraca do que o esperado.

Por outro lado, o risco-país continuará sendo afetado pela questão fiscal, que precisará ser endereçada pelo governo de maneira bastante contundente, sob pena de deterioração significativa da percepção de risco e consequente desvalorização do real.

Bolsa

O ano começou muito bem para a bolsa brasileira, com alta de 10,7%. Nem mesmo a queda de Vale, que representa 8,5% do IBrX e caiu 10,8% no mês, foi suficiente para estragar o entusiasmo dos investidores com as perspectivas abertas com o novo governo.

Mesmo com esta alta, continuamos vendo valor na classe de ativo. Para avaliar o potencial de valorização da bolsa brasileira, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos que o P/L da bolsa permaneça nos atuais patamares, de aproximadamente 14x. Assim, esperamos crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX de 18% em 2019, 11% em 2020 e 11% em 2021. Se este cenário se confirmar, o P/L do IBrX no final de janeiro, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estaria em 14,2x (considerando o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 11,8x, o que mostra que a Western Asset está bem mais conservadora do que o consenso no que se refere aos lucros das empresas). Para manter este mesmo P/L daqui a um ano (em jan/20), considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jan/21), o IBrX deveria subir cerca de 19% nos próximos 12 meses.

Este material 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.

Este informativo faz referência de forma genérica e qualitativa ao desempenho das principais famílias de fundos da Western Asset em relação aos seus benchmarks ou outros parâmetros compatíveis de performance. 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.

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, SE HOUVER, DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2019. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM 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.