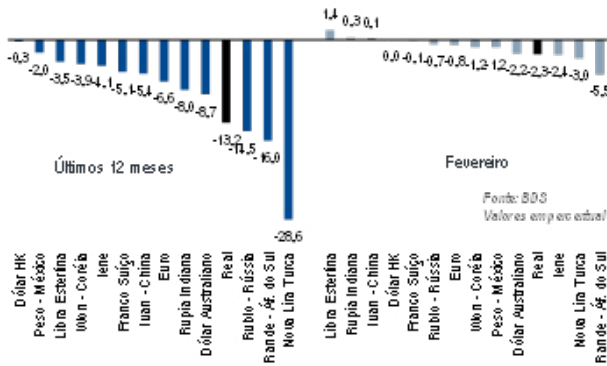


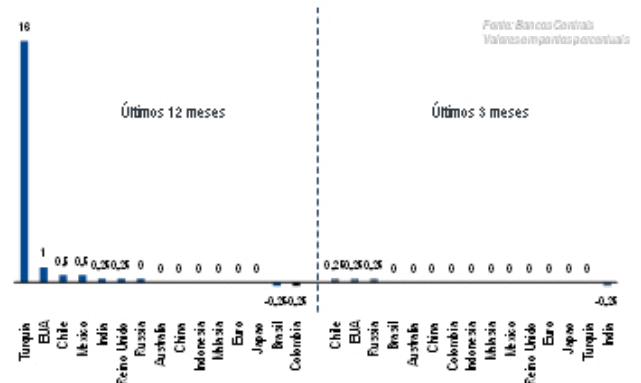
## Moedas (contra o dólar)

Fevereiro foi um mês de refluxo da boa performance dos mercados emergentes nos meses anteriores, sem nenhum evento específico que justifique a desvalorização das moedas.



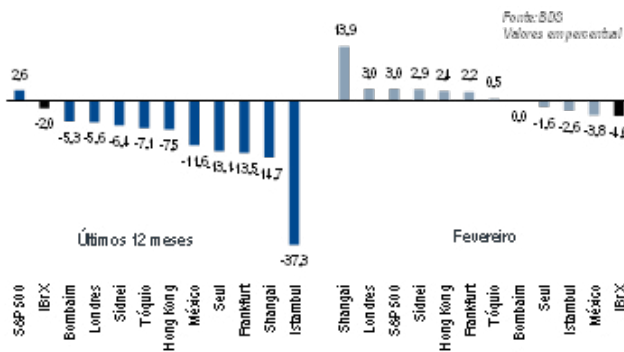
## Taxas básicas de juros - variação

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



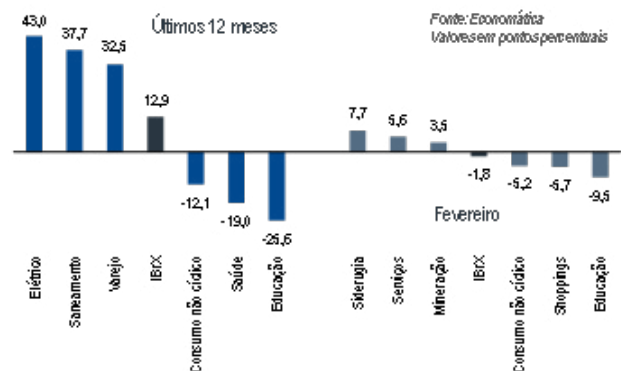
## Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira realizou lucros depois do rally de janeiro, mas ainda é a melhor bolsa emergente nos últimos 12 meses.



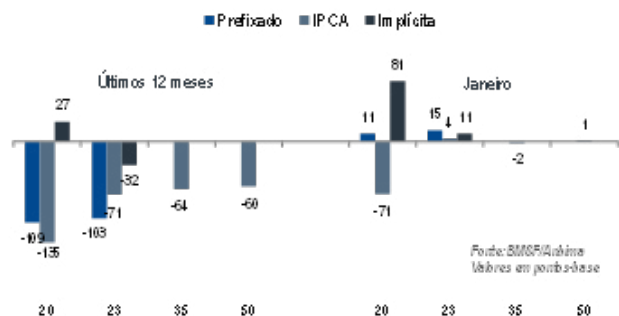
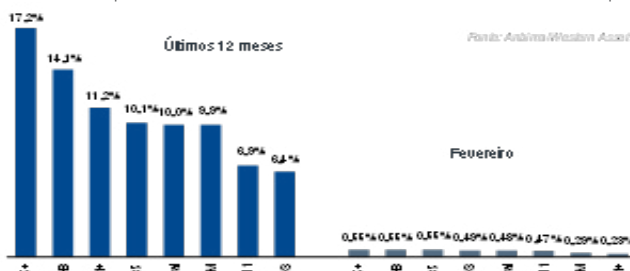
## Principais destaques do IBR-X

Mineração e Siderurgia recuperaram parte do tombo causado pelo acidente de Brumadinho. Educação, por sua vez, continua sofrendo por conta das indefinições do FIES.
















## Renda fixa local

Mês misto para as taxas de juros locais. Enquanto as taxas prefixadas subiram ligeiramente, os cupons das NTN-B mais curtas recuaram. Foi um ajuste para incorporar algum prêmio na inflação implícita de curto prazo. As taxas das NTN-B mais longas permaneceram paradas, o que resultou em uma boa rentabilidade também para esses papéis mais longos.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Novas declarações de diretores do Fed reforçaram a visão de que o ciclo de aperto monetário nos EUA chegou ao fim.			
Dados mais fracos na economia europeia reforçaram os receios de uma desaceleração mais forte da atividade global.			
Sinais positivos de acordo comercial entre EUA e China.			
O governo enviou para o Congresso proposta de reforma da Previdência que tem como objetivo economia fiscal no valor de R\$ 1,07 trilhões em 10 anos.			
O presidente Jair Bolsonaro sinalizou com a redução da exigência de idade mínima para a aposentadoria das mulheres contida na proposta original enviada para o Congresso.			

## CENÁRIO GLOBAL

A visão da Western Asset para o cenário global pode ser lida neste artigo de nosso Chief Investment Officer, Ken Leech, aqui. Em resumo:

- O tema menos analisado e entendido continua a ser as taxas de inflação extraordinariamente moderadas em todo o mundo. Esta moderação deverá ter uma influência decisiva sobre as políticas monetárias das economias desenvolvidas.

- Os diretores do Fed têm deixado claro que as condições devem mudar substancialmente antes que se recomece o ciclo de aperto monetário. Ou seja, será necessário que a inflação mude de patamar antes que se pense em voltar a subir as taxas de juros.

- Considerando a atual desaceleração global, tanto os EUA quanto a China têm fortes incentivos para chegar a um acordo sobre o comércio. É o que vem acontecendo.

- Os desafios que atingiram os Mercados Emergentes no ano passado levaram os preços da dívida local desses países ao seu nível mais baixo nos últimos 18 anos. Trata-se, em nossa visão, de uma excelente oportunidade de investimento.

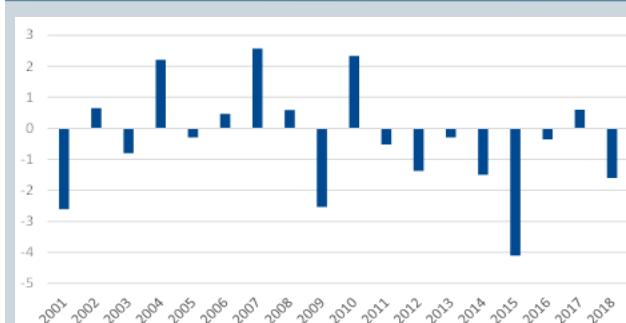
## CENÁRIO DOMÉSTICO

### Renda Fixa

Fevereiro foi um mês de poucos eventos e movimentações limitadas no mercado de renda fixa. A taxa do Jan23 prefixado chegou a subir 25 pontos-base no pior momento do mês, mas fechou com alta de apenas 15 pontos-base. Esta pequena amplitude mostra que o mercado está em compasso de espera, observando os primeiros passos da tramitação do projeto de reforma da Previdência.

A grande questão neste mercado, além da reforma, será o debate sobre o ritmo de recuperação da economia brasileira, principalmente após a divulgação do PIB do 4º trimestre de 2018. O PIB brasileiro fechou o ano passado com crescimento de apenas 1,1%. O relatório Focus do início do ano trazia uma previsão de crescimento de 2,7% para o ano passado. A frustração, portanto, foi bastante significativa. No gráfico abaixo, podemos observar o erro de previsão do crescimento do PIB do relatório Focus do início de cada respectivo ano.

Erro de Previsão do Crescimento do PIB  
Focus do início do ano vs. Realizado



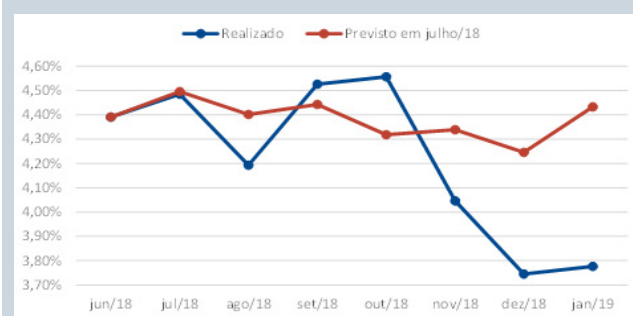
Fonte: Banco Central

O maior erro foi a grande recessão de 2015: a previsão era de um crescimento sem vigor, de 0,55%, dada a fraqueza da economia no ano anterior. Mas, de fato, ninguém esperava o desastre que ocorreu. Em seguida, tivemos as grandes frustrações de 2001 e 2009, anos respectivamente do apagão de energia e da grande crise financeira internacional. A frustração de 2018 vem em seguida, praticamente empatada com os erros de 2012 e 2014. Não há um evento específico que possa justificar tamanho erro nestes anos. No caso de 2018, a greve dos caminhoneiros até poderia ser responsabilizada por uma parte do erro, mas não parece ter sido um evento que justifique uma queda permanente do PIB.

Os erros de 2012, 2014 e 2018 parecem fazer parte de um fenômeno maior: a queda de produtividade da economia, ainda não captada pelos modelos dos economistas. Curioso notar que, com exceção de 2017, em todos os anos desde 2011 os economistas superestimaram o PIB. E, ao que tudo indica, estamos caminhando para mais um ano da série. O ano de 2019 começou com uma previsão de crescimento do PIB, segundo o Relatório Focus, de 2,6%. Com a publicação do PIB do último trimestre de 2018, essas previsões já começaram a ser cortadas. Aqui na Western Asset, reduzimos a previsão de crescimento de 2,3% para 1,9% em 2019.

O PIB fraco abre o debate sobre qual seria o real nível da taxa de juros de equilíbrio da economia brasileira. Este debate é importante para os rumos da política monetária. Depois do choque cambial do 1º semestre, o IPCA subiu cerca de um ponto percentual mas, desde então, vem recuando, mostrando que o pass through da desvalorização cambial foi superestimado. No gráfico a seguir, mostramos a trajetória do IPCA prevista em julho/2018 e a trajetória real. A diferença, até a última leitura, em janeiro, foi de quase 70 pontos-base. Em julho, o mercado projetava um IPCA rodando 20 pontos-base acima da meta agora em janeiro. A realidade é que está rodando 50 pontos-base abaixo.

## IPCA Previsto vs. Realizado



Fonte: Banco Central / Western Asset

Então, tanto do ponto de vista do crescimento como da trajetória da inflação, há surpresas relevantes, que colocam em xeque o nível atual da taxa de juros.

Atualmente, a previsão de inflação para 2019 e 2020 ainda estão em 3,9% e 4,0% (as metas são, respectivamente, 4,25% e 4,00%). Se a atividade continuar se recuperando de maneira mais lenta que o esperado, é possível que ocorram revisões para baixo nesses números. Uma eventual retomada do ciclo de cortes da Selic ainda é um evento de baixa probabilidade. Mas, de improvável, passou a ser pouco provável. As chances, sem dúvida, estão subindo.

## Câmbio

O Real se desvalorizou 2,3% em fevereiro. Assim como no mercado de renda fixa, não houve um grande evento que tenha influenciado de maneira determinante o mercado cambial global. Houve apenas uma pequena deterioração marginal, assim como na renda fixa, depois do rally dos últimos dois meses.

O nosso cenário é de uma pausa no ciclo de aperto monetário nos EUA, o que deve continuar beneficiando as moedas das economias emergentes. Além disso, o equilíbrio da Conta Corrente doméstica deve continuar a ser um fator de estabilização do Real.

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. A reforma da Previdência é, assim como nos outros mercados, a bola da vez.

## Bolsa

Depois de iniciar o ano a todo vapor, a bolsa devolveu uma pequena parcela dos ganhos, com o IBrX recuando 1,8% em fevereiro. Nada de realmente relevante, apenas uma realização de lucros depois de um início de ano acima das expectativas.

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 pode subir para 14,5x dos atuais 13,7x com a aprovação da reforma da Previdência. 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 fevereiro, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estaria em 13,7x (considerando o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 11,9x, o que mostra que a Western Asset está bem mais conservadora do que o consenso no que se refere aos lucros das empresas). Considerando um P/L de 14,5x daqui a um ano (em fev/20), e o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até fev/21), o IBrX deveria subir cerca de 21% 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](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.*

**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.*