

**JUN**  
2 0 1 9

Newsletter Mensal

**Visão do Gestor**



## SUMÁRIO

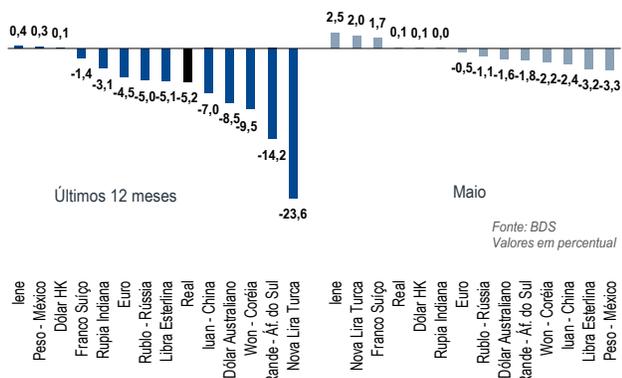
- O surpreendente recrudescimento da guerra comercial entre EUA e China pegou os mercados de surpresa. Acreditamos que uma solução final para o impasse ocorrerá somente no 2º semestre.
- A lenta recuperação do PIB brasileiro continua sendo o tópico macroeconômico mais importante no front doméstico. Mesmo a aprovação da reforma da Previdência não seria capaz de salvar o PIB deste ano, que deve fechar com crescimento abaixo de 1%.
- O rally das taxas de juros neste mês teve como razões os dados fracos de crescimento econômico e a melhora do ambiente político, com aumento da probabilidade de aprovação da reforma da Previdência.
- O Real foi na contramão de outras moedas emergentes e fechou o mês estável.
- A bolsa brasileira foi destaque no mês, sendo uma das poucas que fechou no campo positivo no mês.

## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O presidente dos EUA, Donald Trump, anunciou tarifas adicionais sobre as exportações da China.			
Melhora do ambiente político após as manifestações de rua fez crescer a percepção de que a reforma da previdência pode ser aprovada com menor dificuldade.			
A divulgação de um PIB fraco no 1º tri reforçou a percepção de criação de espaço para uma política monetária mais frouxa.			

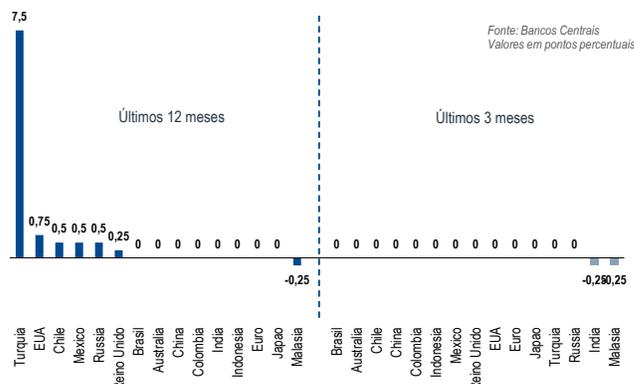
### Moedas (contra o dólar)

Abril foi um mês sem tendência definida para moedas emergentes, prevalecendo as características específicas de cada mercado.



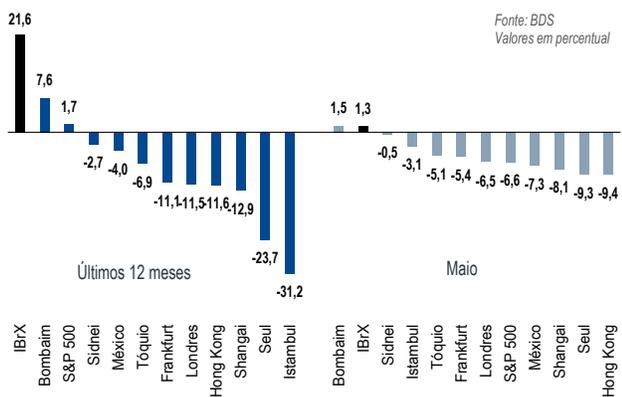
### Taxas básicas de juros - variação

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



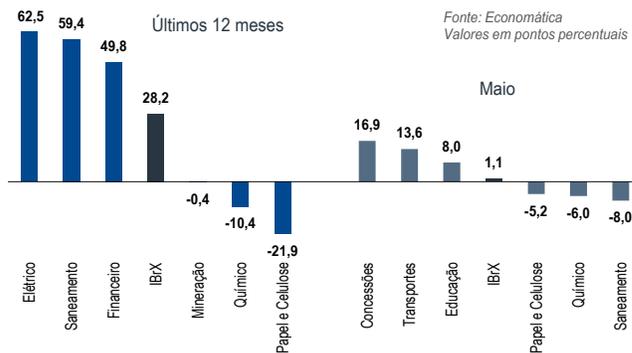
### Bolsas do mundo (em dólar)

As bolsas dos mercados desenvolvidos foram o destaque do mês. O S&P500 continua desafiando a lei da gravidade.



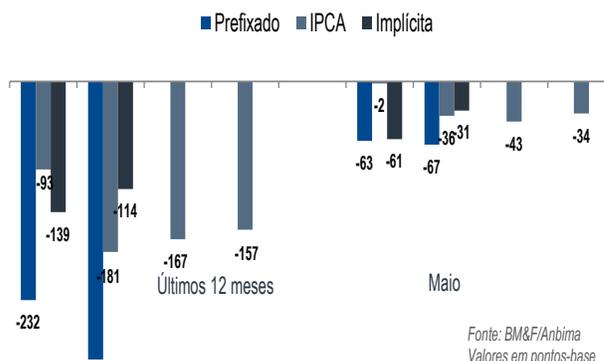
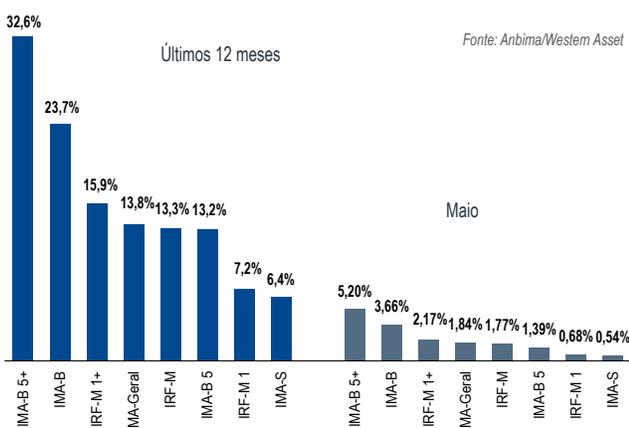
### Principais destaques do IBR-X

Frigoríficos (consumo não cíclico) se beneficiaram com a gripe suína na China. Saneamento avançou com as perspectivas de aprovação do novo marco regulatório.



### Renda fixa local

Abril foi um mês sem movimentos relevantes nas taxas de juros. Os títulos em inflação ganharam com o carregamento de um IPCA alto, enquanto os títulos prefixados ganharam com o carregamento dos juros nominais.



## CENÁRIO GLOBAL

O mês de maio confirmou o velho adágio, “sell May and go away”, que pode ser traduzido livremente como “venda em maio e caia fora”. O vilão neste mês foi o recrudescimento da guerra comercial entre EUA e China, com a iniciativa do governo Trump de cumprir a ameaça de sobretaxar produtos chineses, quando tudo parecia caminhar para um acordo. Esta foi a terceira rodada de tarifas sobre as importações chinesas nos últimos 12 meses, seguindo a taxaçoão em 20% sobre máquinas de lavar roupa e painéis solares e 10% de taxaçoão sobre outros produtos.

### A escalada do conflito comercial entre EUA e China

As ameaças tarifárias mais recentes contra a China fizeram naufragar um acordo comercial que seria anunciado em 10 de maio. O presidente Trump elevou as tarifas sobre US\$ 200 bilhões de importações chinesas para 10% a partir de 10 de maio. O imposto sobre outros US\$ 325 bilhões de importações também está sendo considerado. Isso é um pouco surpreendente, dados os comentários repetidamente construtivos de ambos os lados nos últimos meses (no início do mês, o secretário do Tesouro, Steven Mnuchin, havia caracterizado as negociações com Pequim como “produtivas”). No dia 04/05, as edições propostas para o último esboço do acordo de comércio sofreram várias supressões por parte da China, que retrocederam em compromissos relacionados ao roubo de patentes e transferências forçadas de tecnologia. Além disso, parece que um ponto chave nas negociações foi a insistência do governo dos EUA em seu direito de reimplantar tarifas unilateralmente, caso a China não cumprisse seus compromissos.

Acreditamos que uma resolução bilateral duradoura foi agora provavelmente adiada para o 2º semestre de 2019. Embora ainda não esteja claro se as ameaças tarifárias são mera retórica, espera-se que Pequim seja sensível à percepção de que está sujeita à reversão abrupta da posição dos EUA. Se assim for, isso certamente terá um custo para a economia chinesa, dado que o aumento da tarifa para 25% já foi aprovado e pode ser imposto no curto prazo.

Um período prolongado de tensões crescentes alimentará as incertezas sobre as perspectivas de crescimento global. As autoridades chinesas têm à sua disposição ferramentas e políticas para lidar com desafios cíclicos. No entanto, essas medidas precisam ser pensadas em relação a restrições seculares que apontam para um ritmo de expansão mais lento no longo prazo. É importante ressaltar que os efeitos em cascata nos países vizinhos da Ásia em particular, e nos mercados emergentes de maneira geral, provavelmente serão sentidos em um ambiente que pode se tornar mais protecionista.

## CENÁRIO DOMÉSTICO

A lentidão do processo de retomada do crescimento foi o principal assunto no front econômico doméstico em maio. O PIB do 1º trimestre, uma retração de 0,2%, confirma o pior ritmo de retomada

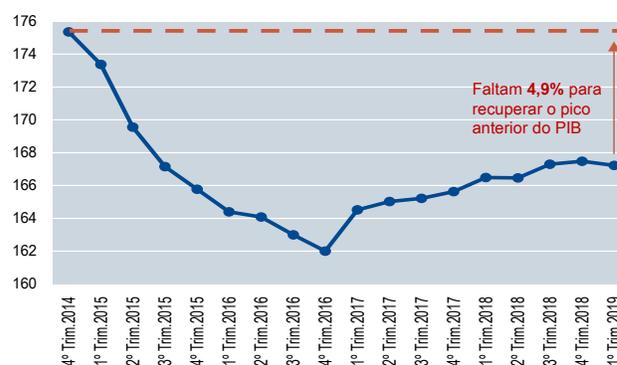
de crescimento após uma recessão desde, pelo menos, a implantação do Plano Real. Vejamos:

- Na recessão ocorrida após a crise da Rússia e a desvalorização do Real (4T98/1T99), o PIB recuou 1,3%, e retomou o patamar anterior no 4T99 (3 trimestres após o fim da recessão).
- Na recessão do apagão de energia elétrica (2T01/3T01), o PIB recuou 1,2%, e retomou o patamar anterior no 1T02 (dois trimestres após o fim da recessão).
- Na recessão pós eleição de 2002 (1T03/2T03), o PIB recuou 1,6% e retomou o patamar anterior no 4T03 (três trimestres após o fim da recessão).
- Na recessão do subprime (4T08/1T09), o PIB recuou 5,6% e retomou o patamar anterior no 4T09 (três trimestres após o fim da recessão).
- Na atual recessão, que teve início no 1T15 e terminou no 4T16, o PIB recuou 7,9% e ainda estamos, 9 trimestres após o fim da recessão, 4,6% abaixo do pico anterior.

É certo que nunca tivemos uma recessão tão profunda, mas 9 trimestres é um tempo razoavelmente longo, além de estarmos ainda distantes do pico anterior. Para termos uma ideia, se crescermos 1% este ano e 2,5% nos anos seguintes, atingiremos o pico anterior do PIB no 1T21, ou seja, incríveis 17 trimestres após o fim da recessão.

E, o pior, estamos perdendo ritmo de crescimento. O gráfico 1 mostra o comportamento do PIB a preços de mercado, onde podemos observar que o seu crescimento está muito lento, para dizer o mínimo.

**PIB trimestral preços de mercado**  
(dessa - 1T96 = 100)



Fonte: Banco Central

Por mais que procuremos explicações, o fato é que não está ainda claro porque o PIB não se recupera de maneira mais rápida. Há hipóteses conjunturais e estruturais.

Dentre as hipóteses conjunturais, encontram-se os choques que a economia brasileira sofreu em 2018: a desvalorização cambial, a greve dos caminhoneiros, as eleições, e, mais recentemente, a tragédia de Brumadinho e a forte desaceleração da economia da Argentina, nosso terceiro maior parceiro comercial. É a estes choques que o BC

vem se referindo nas últimas atas para justificar cautela na condução da política monetária.

Dentre os fatores estruturais, poderíamos listar o desequilíbrio fiscal e a baixa produtividade dos fatores, além de um contexto de baixo crescimento global.

Conjuntural ou estrutural, o fato é que a frustração da retomada já começa a afetar os índices de confiança dos empresários e consumidores, como podemos observar no gráfico 2:



Os índices de confiança vinham se recuperando desde o impeachment, em abril/16, com um breve intervalo de queda durante a greve dos caminhoneiros. Após as eleições, os índices voltaram a subir, e atingiram o seu pico em janeiro, quando a posse de um novo governo liberal prometia reformas que impulsionariam o crescimento do país. A partir de então, os índices começaram a recuar e atingiram, agora em maio, praticamente o mesmo nível da época da greve.

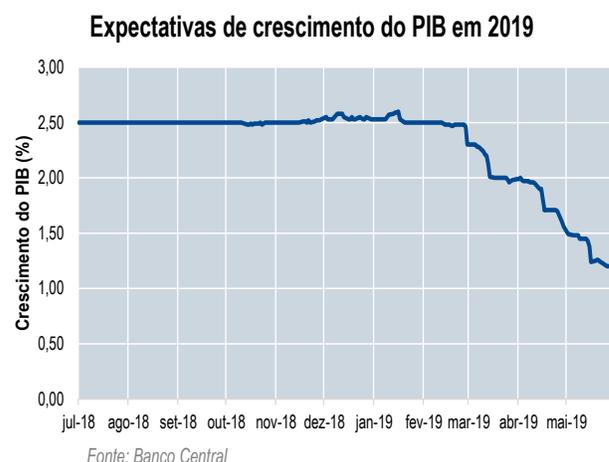
É difícil estabelecer a direção da causalidade entre o crescimento do PIB e os índices de confiança, mas, sem dúvida, há uma correlação entre os dois fenômenos. O que o gráfico 2 nos mostra é que os agentes econômicos perderam rapidamente a confiança na recuperação da atividade econômica. A aprovação da reforma da previdência talvez possa ser um catalisador para a recuperação da confiança, o que poderia ajudar na aceleração do crescimento econômico. Mas, mesmo que isso acontecesse, seus efeitos não são imediatos sobre a atividade. Por isso, revimos nossa projeção para o PIB de 2019 para um crescimento de 0,8%.

### Renda Fixa

Em maio, o rally das taxas de juros impressionou, principalmente por ter se dado em um contexto de aversão a risco global. O Jan23, por exemplo, recuou 67 pontos-base e fechou o mês no nível mais baixo da série, 7,55%. O último grande rally no mercado de juros havia sido em outubro do ano passado, em função do resultado eleitoral, quando o Jan23 recuou 181 pontos-base. Mas, naquele mês, o nível dos juros estava praticamente 2 pontos percentuais mais alto, o que

torna mais notável o rally deste mês.

Dois foram os fatores que influenciaram positivamente os juros. O primeiro foi a continuidade das notícias negativas para o crescimento econômico doméstico, que continuou decepcionando em várias frentes, culminando com a divulgação de um recuo de 0,2% no PIB do 1º trimestre. As expectativas para o PIB de 2019 já vêm sendo revisadas desde março, quando já ficava cada vez mais clara a falta de força da economia, como podemos ver no gráfico 3:



As expectativas, hoje, são de um crescimento de 1,1% em 2019. Provavelmente, essas expectativas continuarão caindo, o que, para o mercado de renda fixa, seria a senha para uma mudança da postura do BC, que continua afirmando que não vê espaço para cortes na taxa Selic. As expectativas de inflação também continuam bem ancoradas, como podemos ver no gráfico 4, onde podemos observar que as expectativas para 2019 continuam abaixo da meta para este ano. Para 2020 e 2021, as expectativas estão exatamente na meta, mostrando o poder de coordenação do BC, o que, em tese, permitiria fazer uma política monetária mais acomodaticia.



Outro potencial empecilho para um movimento de alívio da política monetária é o quadro político, com a reforma da Previdência encontrando dificuldades no Congresso. Também sob este aspecto, o cenário melhorou em maio, com o avanço da proposta do governo e a melhora na interlocução com os deputados. Esta melhora de sentimento foi também um dos responsáveis pelo rally dos juros neste mês.

Por fim, a deterioração das perspectivas de crescimento global também impulsionou o rally das taxas locais. Em maio, as treasuries de 10 anos dos EUA recuaram 37 pontos-base, para 2,14%, menor nível desde setembro/2017. O mesmo aconteceu com todos os bonds globais. Enquanto este movimento for interpretado como uma resposta à desaceleração do crescimento global, as taxas de juros no Brasil tendem a seguir a mesma direção. No entanto, quando e se o receio de uma recessão global acionar um movimento de “flight to quality”, com o aumento generalizado da aversão ao risco, as taxas de juros em mercados emergentes podem sofrer uma reversão abrupta.

### Câmbio

Após atingir R\$4,11 no dia 20/05, a maior cotação desde setembro do ano passado, o Real voltou a se valorizar com a melhora do cenário político local, na contramão do movimento das moedas das economias emergentes. Desconsiderando as moedas consideradas “porto seguro”, como o iene e o franco suíço, a moeda brasileira foi a que teve melhor performance dentre seus pares, com exceção da lira turca, que se recuperou ligeiramente após sucessivas desvalorizações.

Em nossa avaliação, a pausa no ciclo de aperto monetário nos EUA, e até um eventual, ainda que pouco provável, início de um ciclo de corte de juros, deve continuar beneficiando as moedas das economias emergentes. Por outro lado, se o cenário de recessão global começar a ganhar corpo de maneira consistente, o Real poderá sofrer juntamente com outras moedas emergentes, em função da deterioração geral da percepção de risco.

No front doméstico, o risco-país continuará sendo afetado pela questão fiscal, que precisará ser endereçada pelo governo de maneira profunda, 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

O IBrX fechou com alta de 1,1% no mês, sendo uma exceção dentre as bolsas globais em um mês que confirmou o velho adágio “sell May and go away”. A melhora do cenário político local, apontando para o aumento da probabilidade de aprovação da reforma da Previdência, foi o principal fator a isolar a bolsa local do cenário global. Nem os dados negativos da atividade econômica doméstica foi capaz de derrubar a bolsa.

Continuamos vendo valor na bolsa brasileira. Para avaliar o potencial de valorização da classe de ativo, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos que o P/L da bolsa pode subir para 14,5x dos atuais 12,8x com a aprovação da reforma da Previdência. Esperamos crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX de 25% em 2019, 11% em 2020 e 9% em 2021. Se este cenário se confirmar, o P/L do IBrX no final de maio, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estaria em 12,8x (considerando o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 11,4x, o que mostra que a Western Asset está 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 mai/20), e considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mai/21), o IBrX deveria subir cerca de 39% nos próximos 12 meses.

*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](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.*

*© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2019. 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.*

