

Sumário

- O recrudescimento da Guerra Comercial entre EUA e China aumentou os receios de uma recessão global.
- O movimento de achatamento da curva de juros dos EUA continuou em agosto, mas a inclinação ainda não é negativa, o que seria um indicativo de recessão futura.
- O mercado local que mais sofreu com o movimento de flight to quality global foi o câmbio, com o Real se desvalorizando 9%. A bolsa ficou no zero a zero e as taxas de juros subiram apenas levemente.

FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Contrariando pesquisas eleitorais, o presidente da Argentina, Maurício Macri, foi derrotado por larga margem nas eleições primárias, o que praticamente enterrou as perspectivas de reeleição.			
A China permitiu que sua moeda se desvalorizasse acima do nível psicológico de 7 yuan/dólar, movimento que, em um primeiro momento, pareceu uma resposta às novas tarifas anunciadas por Donald Trump.			
Trump anunciou o adiamento parcial da implementação das tarifas recém-anunciadas.			
Dados ruins da atividade industrial chinesa dispararam receios de uma recessão global.			
A China anunciou aumento de tarifas, em uma resposta ao novo aumento anunciado pelos EUA.			

CENÁRIO GLOBAL

Em agosto, as taxas de juros das treasuries de 30 anos fecharam em 1,96%. Em um mundo onde os juros negativos passaram a ser comuns, mesmo para títulos mais longos, não parece ser algo digno de nota. Mas este é o nível mais baixo da história das treasuries de longo prazo dos EUA, e a primeira vez que caem abaixo do nível de 2%, conforme podemos ver no Gráfico 1.

Gráfico 1
Taxa dos títulos de 30 anos dos EUA



Fonte: Western Asset

Neste mesmo gráfico, podemos observar um processo de queda das taxas de juros que vem desde o início da década de 80. Portanto, estamos apenas testemunhando a continuidade de uma tendência secular, que vem acompanhando a queda da inflação global de maneira estrutural.

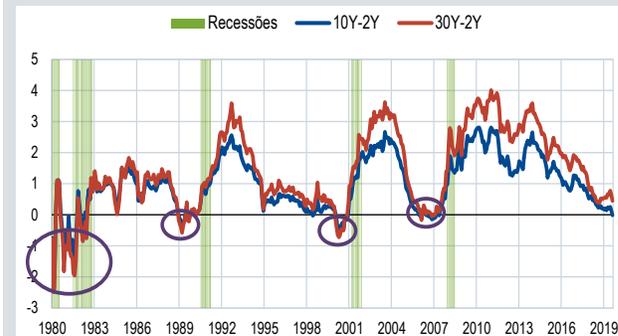
Mais recentemente (nos últimos 5 anos), esta tendência parece ter estacionado. Em duas ocasiões (janeiro de 2015 e julho de 2016), as treasuries de 30 anos se aproximaram do nível de 2% para depois voltarem a subir. As taxas ficaram variando entre 2% e 3% ao longo desse período. Será que chegou o momento das taxas de juros nos EUA testarem águas nunca d'antes navegadas?

Em realidade, esta discussão está inserida no grande contexto de um mundo com baixo crescimento econômico e baixa inflação, por motivos demográficos e outras razões estruturais, que não cabem ser discutidos neste pequeno artigo. O que nos importa aqui é investigar se os EUA estão caminhando para uma nova recessão ou não. Para tanto, uma sinalização mais importante do que o nível em si da curva de juros é o seu formato: se a curva se inverte (taxas de juros mais longas em níveis menores do que as taxas mais curtas), isto seria sinal de que podemos esperar uma recessão mais à frente.

Para observar este fenômeno, vamos utilizar a inclinação entre os vencimentos de 2 anos e 10 anos e entre os vencimentos de 2 anos e 30 anos. Preferimos usar as taxas das treasuries de 2 anos para este estudo, ao invés dos Fed Funds, porque este vencimento já embute as expectativas do mercado para a política monetária do Fed no curto prazo, o que não se reflete necessariamente, a cada momento, na taxa

dos Fed Funds. No Gráfico 2 podemos observar o comportamento dessas duas inclinações.

Gráfico 2
Inclinação das curvas de juros nos EUA



Fonte: Western Asset

Nos círculos, podemos ver os momentos em que ambas as inclinações ficaram negativas nos últimos 40 anos. Efetivamente, cerca de um a dois anos depois de cada evento, a economia norte-americana desacelerou até o ponto de entrar em recessão. O que está ocorrendo neste momento?

A inclinação 10 anos-2 anos está em zero (ambas as taxas estão iguais) e a inclinação 30 anos-2 anos, em que pese o recorde histórico de baixa das taxas de 30 anos, ainda está firmemente no campo positivo em cerca de 50 pontos-base. Seria necessário, portanto, que as treasuries de 30 anos afundassem mais 50 pontos-base para que a inclinação entrasse em campo negativo. Isso considerando que as taxas de 2 anos permanecessem nos atuais patamares, o que está longe de ser uma certeza, dado que o Fed acabou de iniciar um processo de afrouxamento monetário.

Portanto, ainda não estamos lá, apesar de estarmos mais próximos do que nunca neste grande período de expansão econômica dos EUA, que já completou 10 anos. A pergunta do milhão, portanto, continua no ar: estariam os EUA caminhando para uma recessão, levando consigo um mundo já combalido pelo baixo crescimento econômico?

Esta pergunta se fez mais presente em um mês onde a chamada Guerra Comercial entre EUA e China subiu um tom, com anúncios de novas tarifas por parte do governo Trump e retaliações por parte do governo Xi Jinping, inclusive com desvalorização de sua moeda. A Guerra Comercial é vista como o empurrão final em um equilíbrio instável, afetando o crescimento tanto dos EUA quanto da China, os dois motores do crescimento global.

Em recente webcast para clientes brasileiros, o portfolio manager da Western Asset em Cingapura, Desmond Soon, chamou a atenção para o amplo cardápio de medidas à disposição das autoridades chinesas,

tanto no campo fiscal quanto no monetário, para sustentar o processo de “soft landing”, ou seja, para evitar uma desaceleração mais abrupta da atividade econômica. Da mesma forma, o CIO da Western Asset, Ken Leech, vem defendendo que os bancos centrais em geral, e o Fed em particular, ainda têm bala na agulha para contrapor um processo recessivo, mesmo com as taxas de juros nos atuais patamares. As taxas em terreno negativo no mundo desenvolvido parecem dar razão a este ponto de vista, deixando para trás a barreira do zero como limite para a política monetária, sem contar outros instrumentos, como o “Quantitative Easing”.

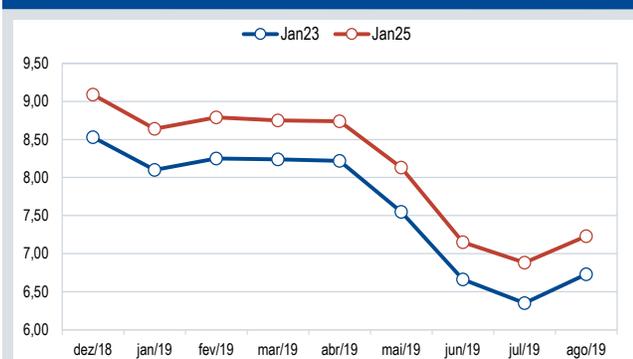
De toda forma, o cenário-base da Western Asset continua sendo o de crescimento baixo, mas não recessivo, com inflação e taxas de juros baixas até onde a vista alcança. Trata-se de um cenário benigno para ativos de risco em geral e mercados emergentes em particular. Mas a estrada continuará sendo acidentada.

CENÁRIO DOMÉSTICO

Renda Fixa

Refletindo a piora do cenário externo, as taxas de juros locais subiram como reflexo do aumento generalizado da aversão a risco. O Jan23 e o Jan25 subiram 24 pontos-base. Como podemos ver no Gráfico 3, é a elevação mais significativa das taxas de juros mais longas neste ano. O cupom da NTN-B 2050, por sua vez, subiu 10 pontos-base. Consideramos ser esta uma realização normal dentro do forte processo de ajuste das taxas de juros que presenciamos neste ano.

Gráfico 3
Evolução das taxas de juros



Fonte: BDS

Assim como em julho, a inclinação da curva de juros voltou a subir. Desta vez, no entanto, não foi pela continuidade da queda dos juros de curto prazo, mas sim pela elevação dos juros de prazos mais longos (veja Gráfico 4). Continuamos avaliando que, dada a inflação bem ancorada e o fraco ritmo de recuperação da atividade econômica, tanto local quanto global, a curva de juros deve voltar ao seu processo de “achatamento”, com os prêmios dos títulos mais longos se reduzindo em relação aos títulos mais curtos.

Gráfico 4
Inclinação Jan23 - Jan20



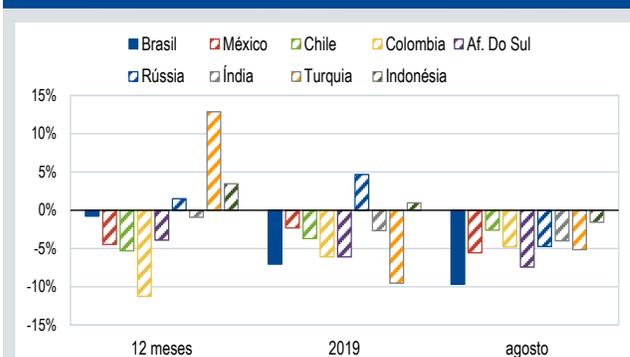
Fonte: BDS

Câmbio

Dos mercados locais, o que certamente chamou mais a atenção foi o cambial. Não somente pela acentuada desvalorização do Real (9,0%), mas também pela profunda mudança de postura do BC no trato da política cambial. O mercado estava acostumado com as ofertas de swaps cambiais em momentos de stress, em grande medida avisadas com antecedência em programas bem definidos. Em agosto, o BC não somente começou a vender reservas (dólar à vista), como o fez surpreendendo o mercado com o famoso “aviso em 2”, senha para intervenção no mercado à la década de 90. Os agentes ainda estão absorvendo e processando essas novas informações.

Independentemente da política cambial adotada pelo BC, estaria o Real muito descolado de seus pares emergentes? Não é o que concluímos ao observar o Gráfico 5:

Gráfico 5
Variações do câmbio em mercados emergentes



Fonte: BDS

O Real, de fato, foi a moeda que mais se desvalorizou em agosto. Mas está longe de se destacar negativamente em 2019 ou nos últimos 12 meses. Portanto, podemos concluir que não houve necessariamente uma corrida contra o Real, mas apenas um ajuste em uma moeda que estava atrasada em relação aos seus pares. Em agosto, também influenciou negativamente o Real a grande desvalorização do Peso Argentino (cerca de 25%) e uma piora, na margem, dos termos de troca para a moeda brasileira.

Em nossa avaliação, o ciclo de corte de juros nos EUA deve continuar beneficiando as moedas das economias emergentes. Por outro lado, se o cenário de recessão global continuar ganhando corpo de maneira consistente, o Real poderá continuar sofrendo juntamente com outras moedas emergentes, em função da deterioração geral da percepção de risco e, em particular, dos termos de troca para a moeda local.

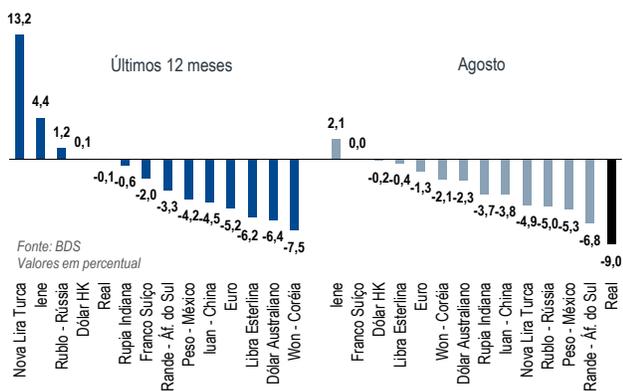
Bolsa

A bolsa local acabou sentindo o movimento de flight to quality causado pelo receio de uma recessão global. O IBrX chegou a estar caindo quase 5% no mês, mas fechou praticamente no zero a zero, com leve queda de 0,16%. Comparada com outras bolsas globais, a brasileira se manteve na média, em moeda local. Depois da virtual aprovação da reforma da Previdência, a bolsa local ainda se ressentiu da falta de novos triggers para mudar de patamar. A lenta retomada do crescimento econômico certamente não ajuda.

Do ponto de vista do valuation, 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 13,1x com a diminuição do risco-país com as taxas de juros em níveis historicamente baixos. 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 agosto, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estaria em 13,1x (de acordo com o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 12,0x, 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 ago/20), e considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até ago/21), o IBrX deveria subir cerca de 26% nos próximos 12 meses.

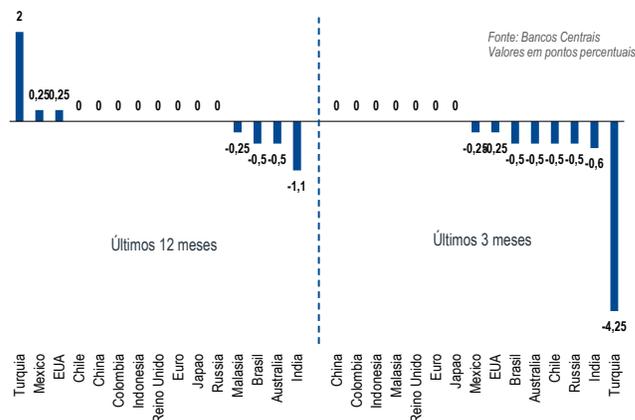
Moedas (contra o dólar)

Destaque negativo para o Real, a moeda mais afetada pela crise argentina. Em um mês de flight to quality, somente o iene valorizou-se.



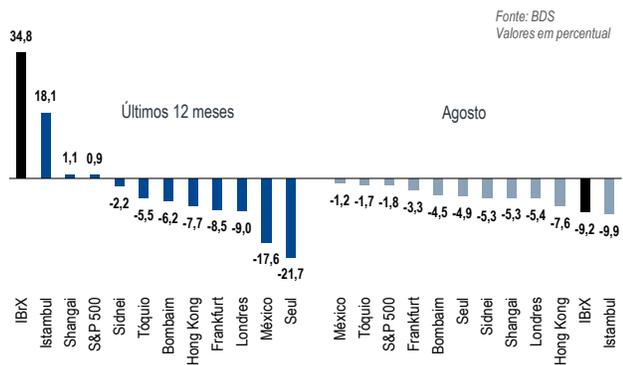
Taxas básicas de juros - variação

O BC do México juntou-se à onda de afrouxamento monetário, seguindo os passos do Fed.



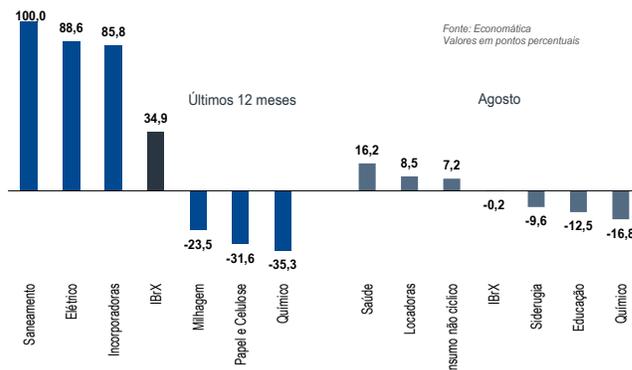
Bolsas do mundo (em dólar)

O movimento de flight to quality em função do receio de uma recessão global afetou todas as bolsas ao redor do mundo. O IBRX ainda é destaque positivo na janela de 12 meses.



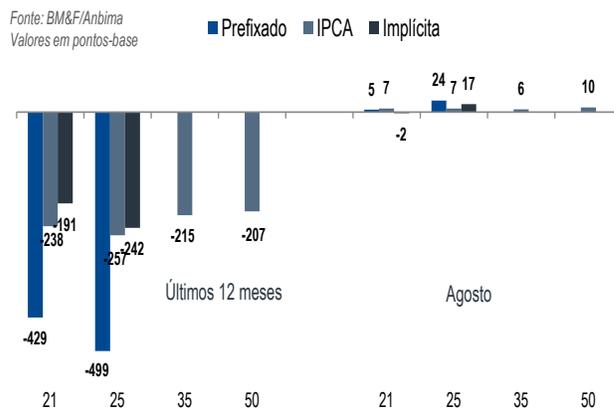
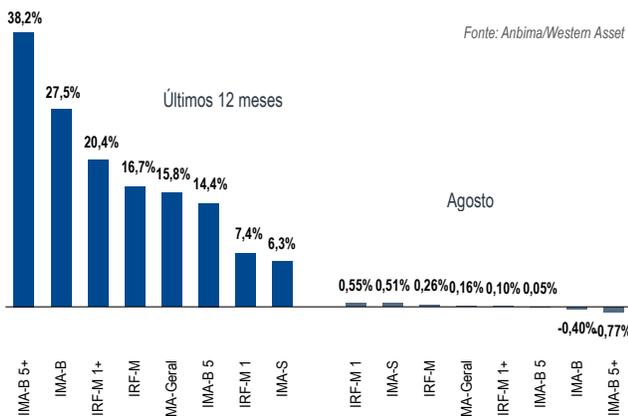
Principais destaques do IBRX

Setores ligados à economia doméstica foram destaque positivo no mês, ao passo que os ligados a commodities foram os que mais sentiram a deterioração do cenário global.



Renda fixa local

Agosto marcou a interrupção do rally das taxas de juros, principalmente dos vencimentos mais longos. O flight to quality global acabou afetando os prêmios de risco de maneira generalizada, impactando negativamente os juros mais longos.



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

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.

© 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.