










Sumário

- O mês de setembro viu a recuperação das perdas de agosto em ativos de risco, após a entrada firme do Banco Central Europeu na arena dos estímulos monetários, além do refluxo das notícias negativas sobre a “guerra comercial” entre EUA e China. 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.
- No Brasil, o destaque foi a surpresa com o comunicado pós-Copom, que indicou expectativa mais baixa para a inflação por parte do BC, o que ajudou a derrubar a curva de juros como um todo.
- Avaliamos que, na ausência de fatores estruturais relevantes, o câmbio deve retornar à sua média histórica mais recente, abaixo de R\$ 4,00.
- Pelos nossos cálculos, a bolsa tem um potencial de alta de 23% para os próximos 12 meses.

FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A China anunciou redução de alíquotas de depósitos compulsórios por parte dos bancos.			
O BCE anunciou a volta do Quantitative Easing “até que a inflação volte ao nível de 2%”.			
O comunicado da decisão do Copom trouxe projeções de inflação mais baixas do que o consenso de mercado, considerando taxa Selic de 5% em 2019 e 2020.			

CENÁRIO GLOBAL

Setembro marcou um certo alívio em relação aos temores que tomaram conta dos mercados nos dois meses anteriores em relação a uma possível recessão global. Dois tipos de fatores influenciaram este movimento. O primeiro, e talvez menos importante, foram três eventos que ajudaram no alívio de tensões políticas: i) o enfraquecimento de Boris Johnson no Reino Unido, o que diminuiu a probabilidade de um “hard Brexit”; ii) a volta de EUA e China à mesa de negociações, após mais uma rodada de aumento de tarifas e iii) a demissão de John Bolton do cargo de chefe da Segurança Nacional dos EUA. Bolton era visto como linha-dura, e sua demissão foi interpretada como uma sinalização em direção a uma certa distensão em relação ao Irã. A situação nesses fronts, no entanto, continua fluida, e obviamente não se descartam novas deteriorações no futuro próximo.

No entanto, o fato mais importante para a melhora do humor dos mercados foi, sem dúvida, a postura dos Bancos Centrais em relação a políticas monetárias mais expansionistas. Na China, o Banco do Povo anunciou mais uma rodada de redução de depósitos compulsórios para os bancos. Já é o 6º corte patrocinado pela autoridade monetária chinesa e, em nossa opinião, há espaço para mais cortes, se necessário. O Banco Central Europeu não ficou atrás: Mario Draghi, em sua penúltima reunião do comitê de política monetária como presidente do BCE, lembrou os velhos tempos do resgate dos bancos europeus em 2011, quando a sua famosa frase “whatever it takes” traduziu sua determinação em manter o sistema financeiro europeu em pé. Desta vez, Draghi não somente retomou o Quantitative Easing (QE) mas, mais importante, mudou a natureza da mensagem. A frase “vamos aumentar as taxas de juros algum tempo depois de parar de comprar títulos” foi substituída por “vamos parar de comprar títulos um pouco antes de precisar aumentar as taxas de juros”. Apesar de sutil, esta mudança indica que o QE europeu vai continuar indefinidamente, não havendo, como antes, uma data para o seu término, condicionando seu término à volta da inflação para patamares próximos da meta. Além disso, Draghi apontou o dedo para os governos com superávit fiscal (leia-se Alemanha), pedindo que façam a sua parte no estímulo à atividade econômica.

Respondendo a esses eventos, as taxas das treasuries e de outros títulos soberanos de países desenvolvidos subiram, recuperando uma parte da queda de agosto. No entanto, ainda se trata de um nível muito baixo (as treasuries de 10 anos, por exemplo, fecharam o mês em 1,68%), o que indica que os receios de uma desaceleração mais forte da atividade econômica ainda estão longe de terminar.

CENÁRIO DOMÉSTICO

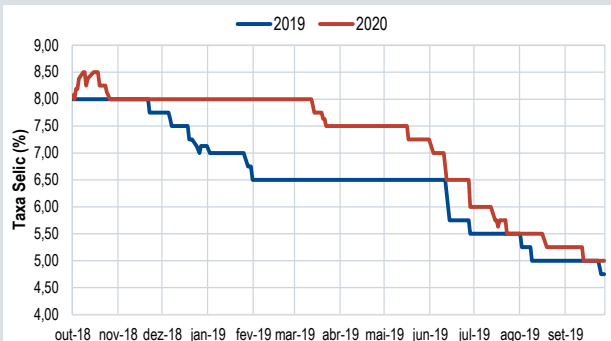
Renda Fixa

No fundo do poço havia um alçapão.

Quando se pensava que 5% era o piso possível para a taxa Selic, veio o BC com um comunicado pós-COPOM (depois confirmado pela ata e pelo relatório de inflação) com previsões para a inflação ainda mais baixas do que o já baixo consenso de mercado. Por exemplo, para 2020, os modelos do BC indicam inflação de 3,6%, com a Selic em 5% até o final de 2020, enquanto no comunicado da reunião anterior, os mesmos modelos indicavam inflação de 3,9% com a Selic em 5,5%. Ou seja, menores taxa de juros e de inflação. Como 3,6% está bem abaixo da meta de inflação para 2020, que é de 4,0%, os analistas começaram a cortar a previsão para a Selic de 2019, que fechou setembro em 4,75%.

É realmente impressionante observar a trajetória das expectativas da taxa Selic ao longo dos últimos 12 meses, conforme o Gráfico 1. Há um ano, as expectativas para a taxa Selic de 2019 e 2020 estavam em 8%. Já era um nível historicamente baixo, em um país em que a menor taxa básica havia sido de 7,25%, e mesmo assim durante pouco tempo.

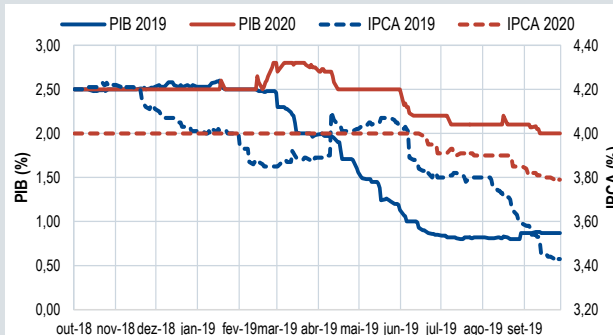
Gráfico 1
Consenso Taxa Selic final de ano



Fonte: Relatório Focus - Banco Central

Os números de 2019 começaram a ser revisados no final do ano passado, passando de 8,0% para 6,5% no final de janeiro, na medida em que a inflação prevista para 2019 recuava, como podemos observar no Gráfico 2. Já as projeções para a taxa Selic de 2020 começaram a recuar a partir de março, coincidindo com as revisões baixistas para o PIB, que começaram o ano em 2,5% e foram revisadas para menos de 1%, conforme podemos verificar também no Gráfico 2.

Gráfico 2
Consensos PIB e IPCA

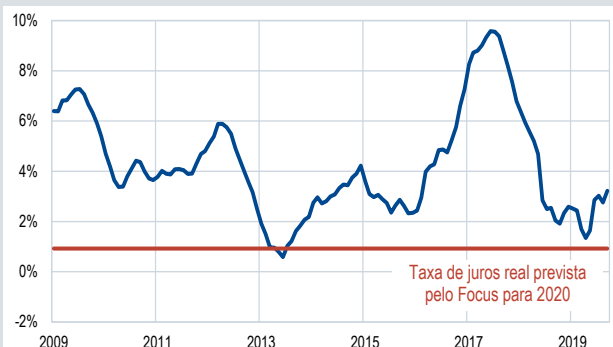


Fonte: Relatório Focus - Banco Central

A última onda de cortes nas previsões para a taxa Selic começou em junho, daí já em correlação com as revisões baixistas para o PIB e inflação de 2020. As expectativas para o PIB de 2020 estão em 2,0%, enquanto a inflação esperada é de 3,8%, ainda acima, dos 3,6% segundo os modelos do BC, mas abaixo da meta de 4,0% para a inflação de 2020.

Como afirmamos acima, a taxa Selic parece não ter piso. Mas, se observarmos a taxa de juros real (Gráfico 3), que é a que realmente importa para a atividade econômica e o controle da inflação, verificaremos que o grande ajuste se dará em 2020. Em 2019, como o ciclo de cortes demorou a ser iniciado, a taxa de juros real pouco se alterou. Para 2020, no entanto, se o Focus estiver correto, teremos uma taxa de juros real de curto prazo abaixo de 1%, um recorde somente atingido em junho/2013, quando a Selic havia sido reduzida de maneira artificial, e a inflação rodava próxima do teto da meta (Gráfico 3). Vale observar, no mesmo gráfico, que a taxa de juros real vem subindo nos últimos meses, dada a lentidão do BC para cortar a taxa Selic, combinada com uma inflação que vem surpreendendo para baixo.

Gráfico 3
Taxa de juros real 12 meses ex-post



Fonte: BC / Western Asset (Taxa ex-post Selic acumulada menos IPCA observado)

A curva toda de juros acabou acompanhando a surpresa do Copom, recuando entre 40 e 50 pontos-base, com movimento mais acentuado na parte mais curta. O vencimento Jan21 fechou abaixo de 5%, mostrando que o mercado já está precificando Selic abaixo deste patamar até o final de 2020. Para quem quiser

taxas prefixadas acima de 7%, deve se aventurar em vencimentos acima de 10 anos.

Câmbio

Após a expressiva desvalorização do Real em agosto, destacando-se negativamente entre as moedas emergentes, a moeda estabilizou-se na faixa de R\$4,10-4,15, perto do topo histórico. A pergunta que fica no ar é se o câmbio está mudando de patamar de maneira permanente, ou se veremos a volta do câmbio à sua média mais recente. Para responder a esta questão, vale a pena revisitar a trajetória do câmbio em períodos mais longos, para procurar entender os seus movimentos.

Gráfico 4
Câmbio US\$/R\$



Fonte: BDS

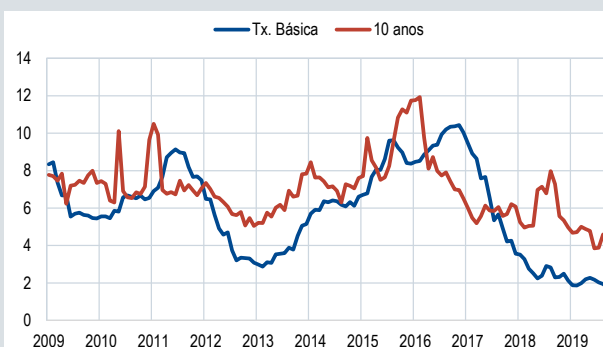
Podemos observar no Gráfico 4 como a taxa de câmbio do Real evoluiu aos saltos, mudando de patamar de tempos em tempos, e depois permanecendo neste patamar por um certo período até o próximo salto. Por trás de cada salto houve um motivo macroeconômico relevante. Vejamos:

- Entre março e abril de 2012, o câmbio saltou de R\$ 1,80 para R\$ 2,05, acompanhando a deterioração significativa das condições macroeconômicas na Europa. Neste caso, o movimento foi global.
- Entre maio e julho de 2013, o câmbio saltou de R\$ 2,05 para R\$ 2,30, respondendo ao “taper tantrum”, o anúncio do fim dos estímulos monetários nos EUA. Aqui também o movimento foi global.
- Entre setembro de 2014 e setembro de 2015, o câmbio entrou em órbita, passando de R\$ 2,30 para R\$ 3,90 em pouco mais de um ano. O motivo foi somente doméstico: a deterioração da governabilidade e das condições fiscais e inflacionárias.
- Houve um claro movimento de overshooting no período anterior, que se esvaziou no período seguinte: o câmbio recuou de R\$ 3,90 para R\$ 3,20 entre março e junho de 2016, em função do processo de impeachment e o estabelecimento de um novo governo.
- Após um longo período estabilizado no patamar anterior, o câmbio voltou a se desvalorizar entre abril e junho de 2018. A exemplo de 2013, aqui também o motivo foi o aperto das condições monetárias nos EUA. O câmbio saltou de R\$ 3,20 para R\$ 3,90.

Podemos observar, em todos estes casos, que o câmbio mudou de patamar sempre em resposta ou a um aperto monetário nos EUA ou a uma deterioração significativa das condições macroeconômicas domésticas. Em princípio, não estamos observando nem uma coisa nem outra no momento. Pelo contrário: há uma melhora, na margem, da questão fiscal brasileira com a aprovação da reforma da Previdência e, além disso, os EUA estão afrouxando a política monetária.

Uma possível explicação para esta deterioração na margem do Real é a queda das taxas de juros acima do previsto anteriormente. É o chamado “carry trade” menor, que atrairia menor fluxo de recursos externos para aproveitar as taxas de juros mais altas no Brasil. No Gráfico 5, mostramos o comportamento do diferencial das taxas de juros entre Brasil e EUA, já ajustados pela expectativa de inflação em ambos os países.

Gráfico 5
Diferencial Taxa de Juros Brasil - EUA



Fonte: BDS / Western Asset

Podemos observar que este diferencial, de fato, encontra-se em seus níveis historicamente mais baixos, mas este não é um fenômeno dos últimos meses. Quando medido pelas taxas básicas, este diferencial recuou de maneira relevante até o 1º trimestre de 2018, quando se estabilizou no patamar de 2%-3%, onde encontra-se até hoje. Nas taxas mais longas, este diferencial também se estabilizou em um patamar baixo comparado com os níveis históricos, entre 4% e 5%, mas este nível vem sendo praticado desde o início do ano. Portanto, apesar do “carry trade” estar realmente baixo, parece não ser suficiente para levar a uma mudança permanente de patamar do câmbio. Vale lembrar também que este argumento foca apenas no retorno esperado, desconsiderando a diminuição da percepção de risco por parte dos investidores, em função da aprovação da reforma da Previdência. Assim, na ausência de fatores macroeconômicos ou técnicos relevantes, avaliamos que o câmbio deve voltar para a sua média histórica de curto prazo, por volta de R\$ 3,90.

Bolsa

A bolsa local voltou a subir em setembro depois da realização do mês anterior, fechando (pelo IBrX) a apenas 0,6% da máxima histórica do dia 10/07. A questão é saber quando a bolsa passará deste patamar. Parece haver uma resistência forte nesses níveis, pois já estamos rondando estes patamares faz três meses. Mas vejamos a questão

de uma perspectiva de mais longo prazo (Gráfico 5). Neste gráfico, preferimos mostrar a evolução do IBrX em uma escala logarítmica, pois assim ficam mais evidentes as **variações** do índice, e não o seu nível. Observe como a bolsa tem momentos de estabilidade e momentos de mudança de patamar.

Depois da grande valorização da bolsa pós-liberalização do câmbio em 1999, a bolsa “andou de lado” até o início de 2003. Com o início do grande ciclo das commodities, a bolsa mudou de patamar, em um movimento que durou 5 anos, até o final de 2007. A partir de 2008, com a grande crise financeira global, a bolsa local voltou a “andar de lado”, desta vez em um grande período de 8 anos e meio, até o impeachment, em meados de 2016. A partir daí, começa outra mudança de patamar. A questão, portanto, não se resume apenas aos últimos 3 meses. É preciso enquadrá-la em uma perspectiva mais estrutural: terá a tendência iniciada em 2016 se encerrado?

Gráfico 6
IBrX



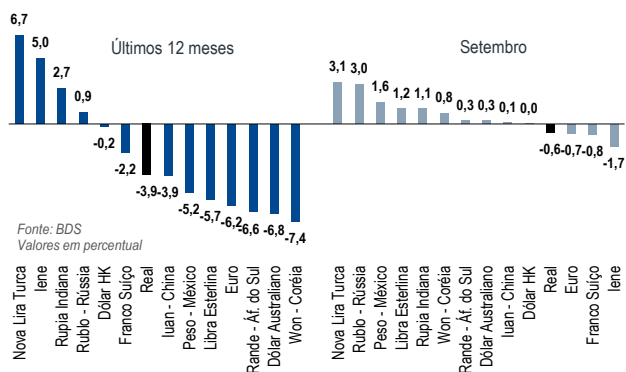
Fonte: BDS

A nossa avaliação é, absolutamente, não. Estamos ainda em meio ao processo de reformas iniciado no governo Temer, e que devem levar a economia brasileira a outro patamar. Além disso, pela primeira vez teremos taxas de juros reais realmente baixas por um tempo muito longo, experiência nova para a economia brasileira, o que deve sustentar a tendência principal da bolsa.

Do ponto de vista do valuation, também vemos 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 13,4x 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 13,4x (de acordo com o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 12,6x, 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 set/20), e considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até set/21), o IBrX deveria subir cerca de 23% nos próximos 12 meses.

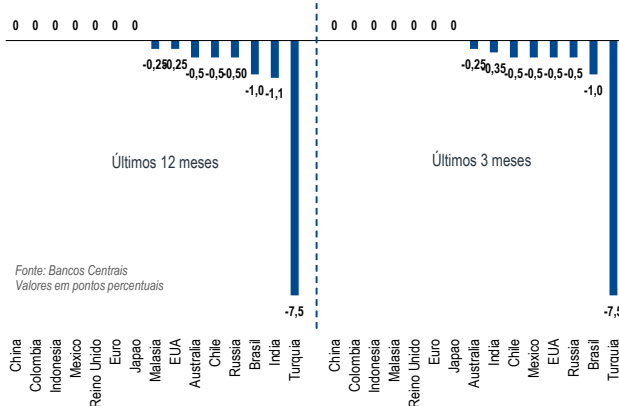
Moedas (contra o dólar)

Setembro foi um mês de refluxo no risco global, o que acabou se refletindo no comportamento positivo das moedas contra o Dólar. O Real foi uma exceção entre os emergentes.



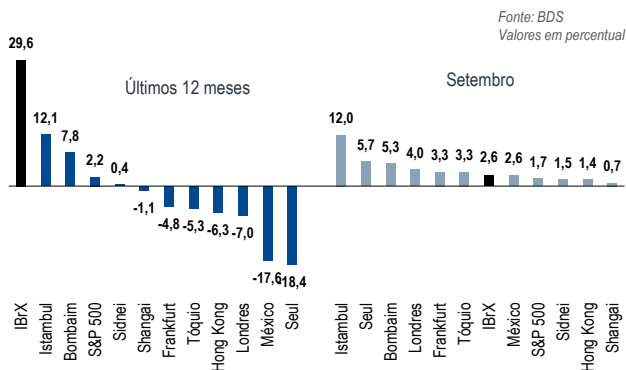
Taxas básicas de juros - variação

Nenhum BC está mais elevando taxas de juros. O movimento é condizente com números mais fracos de atividade econômica.



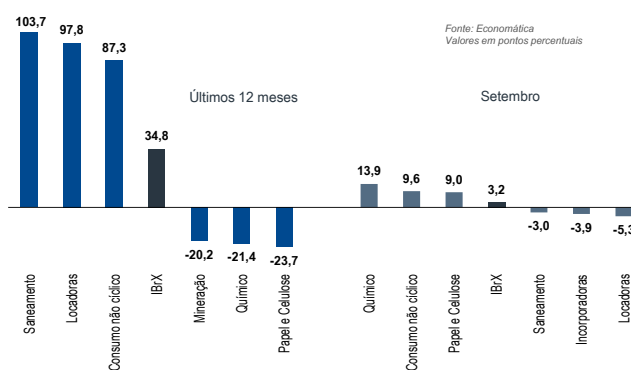
Bolsas do mundo (em dólar)

Bolsas positivas no mundo inteiro refletiram a diminuição generalizada da aversão ao risco. A bolsa brasileira continua sendo destaque nos últimos 12 meses.



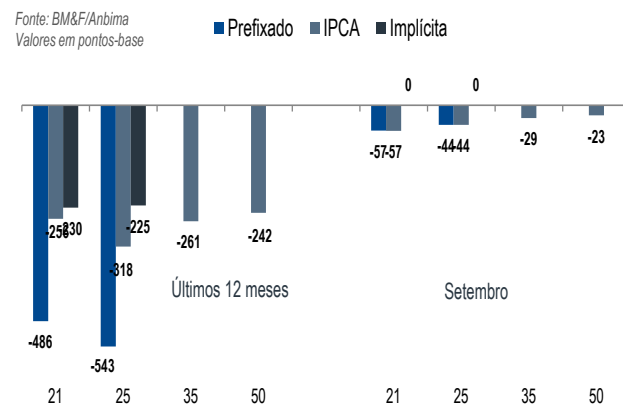
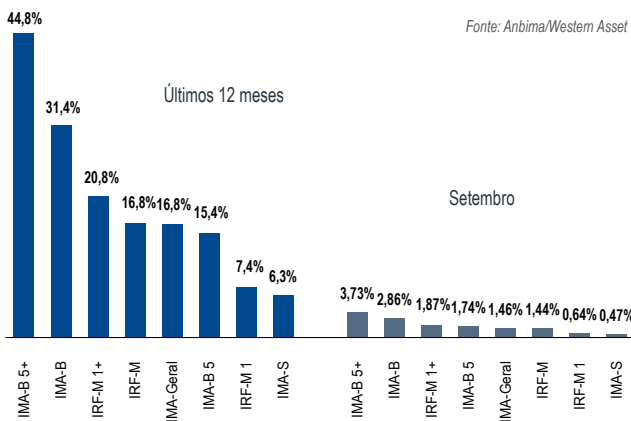
Principais destaques do IBrX

Setembro marcou a recuperação de empresas/setores que haviam sofrido em agosto. Foi o caso do setor químico (Braskem) do lado positivo e Locadoras do lado negativo.



Renda fixa local

Setembro viu a volta do rally das taxas de juros. A sinalização do BC na direção de uma política monetária mais expansionista serviu como catalisador para o recuo da curva de juros como um todo, mas principalmente dos vencimentos mais curtos.



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.