













Sumário

- O FOMC cortou mais uma vez a taxa de juros básica nos EUA, e sinalizou pausa no ciclo de cortes. No entanto, a mensagem mais forte foi a associação da eventual volta do ciclo de aperto monetário à observação de uma inflação persistentemente acima da meta.
- Surpresas na inflação reforçaram as apostas de uma continuidade do ciclo de cortes das taxas de juros locais.
- O Real voltou ao patamar de R\$4,00. Não há uma explicação macroeconômica para esta valorização, assim como não houve para a desvalorização recente.
- A bolsa atingiu nova máxima histórica em novembro, com alguns sinais de retomada de atividade econômica.

FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Dados muito fracos de confiança nos EUA renovaram os temores de uma recessão global.			
Payroll acima das expectativas nos EUA aliviaram os temores de uma desaceleração mais forte da atividade econômica.			
EUA e China avançaram nas negociações sobre uma trégua na "Guerra Comercial".			
Deflação do IPCA em setembro levou o mercado a apostar em quedas adicionais da SELIC			

CENÁRIO GLOBAL

Aproveitamos a oportunidade para trazer o comentário de nosso portfolio manager especialista em Fed, John Bellows, a respeito da última decisão do Comitê de Política Monetária (FOMC, em inglês). Vale a pena entender o que se pode esperar do mais importante Banco Central do mundo nos próximos meses.

Houve duas conclusões importantes da reunião do FOMC. Primeiro, o Fed inclinou-se para uma pausa no ciclo de corte das taxas de juros. Segundo, Powell fez uma declaração forte, vinculando aumentos futuros das taxas de juros à inflação observada. A pausa no corte dos juros já parecia estar refletida na curva de juros antes da reunião, enquanto uma eventual elevação das taxas de juros em função da inflação observada não estava. Como será discutido a seguir, é provável que a ênfase de Powell na inflação observada seja a mais importante para os mercados no futuro.

1. Uma pausa no ciclo de cortes?

Primeiro, o FOMC sinalizou que interromperia o ciclo de corte das taxas de juros. O comunicado pós-reunião retirou a frase "agir conforme apropriado" e a substituiu por "avaliar o caminho apropriado da política monetária". Mudar de "agir" para "avaliar" claramente significa que há uma diminuição do apetite por cortes adicionais nas taxas. Jerome Powell também iniciou a conferência de imprensa afirmando que a política monetária atual é considerada adequada para atender aos objetivos do Fed.

Apesar da inclinação pela pausa ter sido clara, o FOMC não se comprometeu inteiramente com uma pausa. O comunicado pós-reunião manteve a discussão sobre a ausência de pressões inflacionárias, o crescimento global mais lento e as incertezas sobre o cenário como um todo. Parece provável que os diretores do Fed enfatizem uma abordagem de “reunião após reunião” nos próximos dias, a fim de enfatizar que nenhum compromisso foi feito, mesmo que o cenário-base não inclua mais cortes adicionais.

Mais importante, o mercado já havia antecipado que o Fed interromperia o ciclo de cortes. Nas últimas quatro semanas, as taxas dos títulos de 2 anos se elevaram em 25 bps (1,39% em 03/out para 1,64% no fechamento de 29/out), e a probabilidade implícita na curva de juros de um corte em dezembro caiu de 60% no início de outubro para 28% no fechamento de 29/out. Portanto, uma pausa do FOMC não é uma surpresa e as taxas forward para dezembro ficaram praticamente inalteradas no dia da reunião.

2. Uma declaração definitiva vinculando aumentos futuros à inflação observada

O segundo ponto da reunião do FOMC refere-se à declaração definitiva de Jerome Powell sobre o que seria necessário para justificar aumentos nas taxas de juros no ano que vem. Em resposta a uma pergunta sobre se uma resolução do acordo comercial EUA-China poderia levar a aumentos nas taxas de juros, Powell disse o seguinte:

“Você volta à questão de aumentar as taxas de juros. Isso depende da inflação e ainda não conseguimos – o núcleo da inflação, para escolher uma medida, apenas tocou em 2%. Apenas tocou por alguns meses e depois caiu novamente. Então, acho que precisaríamos ver um aumento realmente significativo da inflação que seja persistente antes mesmo de pensarmos em aumentar as taxas de juros para endereçar as preocupações com a inflação”.

A centralidade da inflação no pensamento do Fed sobre aumentos nas taxas de juros não poderia ter sido mais clara. Nessa resposta, Powell deixou explícito que o aumento das taxas de juros não se seguiria necessariamente a um acordo comercial e nem a uma melhoria no crescimento global a que um acordo comercial poderia potencialmente levar. Nesse sentido, o atual ciclo de cortes não será como nos anos 90, quando o Fed reverteu o ciclo de cortes de “prevenção” depois que o risco de uma recessão passou. Ao contrário, o atual ciclo de cortes é realmente dependente da inflação, e até vemos um “aumento significativo e persistente da inflação”, é muito improvável que o Fed reverta os cortes nas taxas de juros que foram feitos até agora.

O que torna essa afirmação tão impressionante é que ela implica em uma barreira bastante alta para futuros aumentos das taxas de juros. Digamos, por exemplo, que o “aumento significativo” da inflação seja de cerca de 0,5pp, o que levaria o núcleo do PCE para 2,2%, e “persistente” signifique que o novo nível deveria se sustentar por 6 meses (obviamente, o Fed ainda não se comprometeu com nenhum desses números, mas eles seriam consistentes com a declaração de Powell). Desnecessário dizer que o núcleo do PCE sustentado em 2,2%

por 6 meses está bem distante, tanto em termos de prazo quanto em termos de probabilidade. Isso sugere que é provável que o Fed permaneça parado no próximo ano, independentemente do que acontecer no acordo comercial EUA-China ou com o crescimento global.

A centralidade da inflação observada – e o desejo explícito de ver uma inflação acima da meta – tem sido um tema desenvolvido por Powell durante o ano inteiro, mas hoje ele a tornou mais clara e mais vigorosa do que no passado. Isso parece ter surpreendido várias pessoas, e os mercados mudaram bruscamente depois que ele fez esses comentários. Para tomar apenas uma medida, as taxas dos títulos de 2 anos caíram 8 bps imediatamente depois que ele fez esses comentários e fecharam o dia em suas mínimas. Houve movimentos semelhantes nos mercados de moedas e de risco.

Desses dois pontos, suspeitamos que a declaração sobre a probabilidade de aumentos das taxas de juros, dependendo da inflação observada, acabe sendo a principal consequência da reunião do FOMC. Como observado acima, foi amplamente antecipado que o Fed se inclinaria a pausar o ciclo de corte de taxas de juros. Além disso, o Fed parou de assumir compromissos de pausa e mantém suas opções em aberto em relação a cortes futuros. Em contraste, Powell fez uma declaração clara e direta sobre a necessidade de ver “um aumento realmente significativo da inflação que seja persistente” para justificar aumentos das taxas de juros. Isso foi uma surpresa para muitos e provavelmente será uma âncora para as expectativas de política monetária no futuro próximo.

CENÁRIO DOMÉSTICO

O economista-chefe e o CIO da Western Asset, Adauto Lima e Paulo Clini, escreveram um breve artigo no blog global da Western Asset a respeito dos primeiros sinais da volta do crescimento econômico no Brasil. Apresentamos abaixo a tradução do artigo, pois acreditamos que seja um ponto importante de mudança em nossa visão do cenário doméstico.

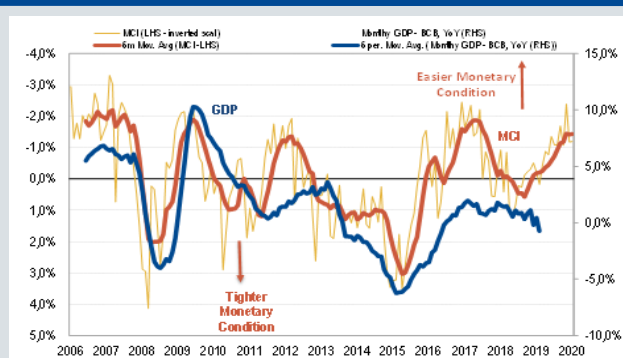
A atual recuperação do PIB tem sido inequivocamente abaixo dos padrões históricos no Brasil. Dados recentes de atividade continuaram decepcionando os analistas, inclusive a nós. Ao longo do ano passado, revisamos sequencialmente nossa previsão de crescimento do PIB para 2019 de 1,9% para 0,8%. De acordo com a pesquisa semanal compilada pelo Banco Central, o consenso também diminuiu de 2,6% para 0,8% no mesmo período. O arrefecimento do entusiasmo dos analistas reflete uma combinação de vários fatores: tensões comerciais, desafios do crescimento global, turbulências na vizinha Argentina e uma postura monetária ainda rígida no Brasil. As condições atuais são ainda pouco inspiradoras quando vistas em comparação com a desaceleração anterior. Após uma contração acumulada do PIB de quase 9% entre o 1T14 e o 4T16, o Brasil recuperou apenas 3,8% das mínimas nos últimos dois anos e meio.

Embora reconheçamos o risco de ficarmos desapontados mais uma vez, agora acreditamos que a tão esperada recuperação econômica ocorrerá em 2020. Nossa mudança de visão se apoia em alguns sinais nascentes que começaram a surgir. Revisamos nossa estimativa

de crescimento do PIB para o próximo ano para 2,0% (de 1,6%), o que seria o maior crescimento em sete anos. Ao mesmo tempo, aumentamos nossa estimativa de crescimento do PIB para o ano de 2019 para 0,9%, de 0,8%. Nossas razões para sermos mais otimistas embasam-se em três razões.

Primeiro, a política monetária está entrando em uma fase expansionista. O BCB reduziu sua taxa de referência (SELIC) em 150 bps para 5,0% até agora este ano. Prevemos que continuará a baixar as taxas para 4,5% até o final do ano. Esses cortes adicionais levarão a taxa real para cerca de 1,0%, bem abaixo da nossa própria estimativa de taxa de taxa neutra (r^*) de 2,5%. Além disso, nosso Índice de Condição Financeira proprietário aponta condições financeiras mais frouxas já no 4T19 e subindo em 2020 (Gráfico 1).

Gráfico 1
Índice de Condição Monetária (% MoM) vs. PIB mensal (% A / A)



Fonte: Western Asset, BCB. A partir de 22

Segundo, o consumo deve crescer em ritmo mais acelerado nos próximos trimestres. Os fatores que sustentam o aumento dos gastos pessoais incluem maior renda disponível (ajudada pela inflação baixa e decrescente), criação de empregos, aumento da confiança do consumidor, crédito, além do desembolso do FGTS nos próximos 12 meses (estimado em 0,6% do PIB). Além disso, as taxas mais baixas já estão mudando o clima entre as incorporadoras.

Por último, mas não menos importante, as reformas estruturais parecem estar no caminho certo. O governo conseguiu aprovar a reforma da Previdência Social na Câmara dos Deputados em agosto e o Senado acaba de aprovar definitivamente o projeto. Essa reforma ajudará a reduzir o risco fiscal nos próximos anos, além de sustentar a confiança dos negócios. Além disso, uma agenda de reformas econômicas como a Reforma Tributária e outras reformas microeconômicas já está em andamento, juntamente com algumas concessões e direitos de transferência de campos de petróleo que poderiam impulsionar o investimento nos próximos anos.

O resultado é que os sinais de recuperação econômica provavelmente se tornarão mais evidentes, dada a combinação dos apoios cíclicos e estruturais mencionados acima. No fim das contas, depois de anos de revisões para baixo do crescimento, nos tornamos mais positivos em relação a uma recuperação cíclica para 2020. O crescimento

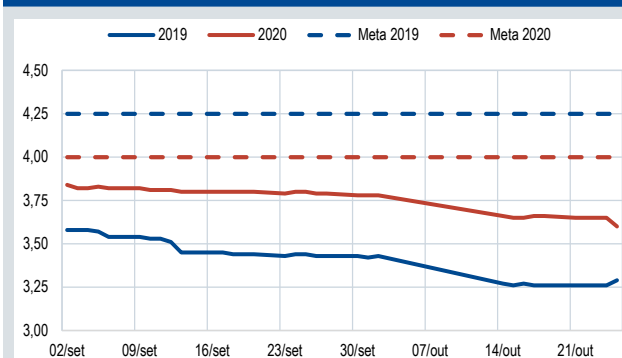
mais forte, por sua vez, tende a criar uma espécie de processo de feedback positivo, reforçando a visão entre a classe política de que a agenda liberal das reformas introduzidas pela equipe econômica é o caminho certo a seguir.

Renda Fixa

No fundo do poço havia um alçapão.

Iniciamos a nossa newsletter de outubro exatamente com a mesma frase com que iniciamos esta. As taxas de juros continuaram a sua queda livre (o pré Jan25 recuou 64 pontos-base, enquanto a NTN-B 2050 recuou 29 pontos-base), refletindo as seguidas revisões do IPCA por parte dos agentes, como podemos observar no Gráfico 2. Teve início, então, uma competição para ver quem derrubava com mais força a previsão para a taxa Selic no final deste ciclo de cortes. O consenso do mercado (relatório Focus) indica 4,50% (que é também a nossa previsão), mas grandes players do mercado preveem taxas ainda menores.

Gráfico 2
IPCA - Focus



Fonte: Banco Central

De qualquer modo, a grande questão que se coloca não é tanto o nível final da Selic, mas por quanto tempo este nível será mantido. Acreditamos que, com 4,50%, o BC terá condições de manter a taxa básica nesses patamares até pelo menos o final de 2020.

Se esta visão estiver correta, há ainda algum prêmio na parte longa da curva de juros, única fonte, em nossa visão, de possíveis ganhos em taxas de juros nos próximos meses.

Câmbio

O Real se valorizou 4,0% em outubro em relação ao Dólar, voltando ao mesmo patamar que estava em meados de agosto. Assim como a desvalorização do Real no período anterior, a valorização recente não encontra nenhuma explicação fundamentalista, tendo provavelmente sido causada por fatores técnicos. Como escrevemos em nossa newsletter anterior, na ausência de fatores macroeconômicos relevantes, avaliamos que o câmbio deve voltar para a sua média histórica de curto prazo, por volta de R\$ 3,90.

Um ponto de atenção é a deterioração, na margem, da conta corrente (vide Gráfico 3). Houve uma recente revisão de metodologia que piorou um pouco os números, mas mesmo sem essa revisão, observamos alguma deterioração. Com a retomada do crescimento econômico, precisamos observar como evolui este déficit, ainda que esteja sendo facilmente financiado pelo Investimento Estrangeiro Direto.

Gráfico 3
Déficit em Conta Corrente (% do PIB)



Fonte: MCM Consultores

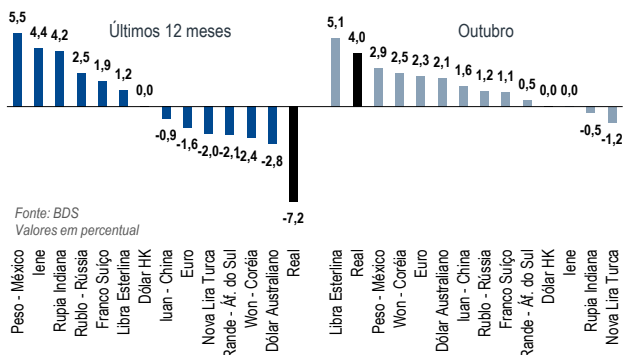
Bolsa

A bolsa local voltou a subir em outubro, fechando com alta (pelo IBrX) de 2,2%, atingindo novo pico histórico no dia 28/10. Esta alta refletiu, de maneira geral, alguns sinais, ainda tênues, de retomada da atividade econômica doméstica.

Para avaliar o potencial de valorização da bolsa, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos que o P/L da bolsa pode subir para 14,5x dos atuais 13,6x 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 outubro, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estaria em 13,6x (de acordo com o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 12,7x, 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 out/20), e considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até out/21), o IBrX deveria subir cerca de 21% nos próximos 12 meses.

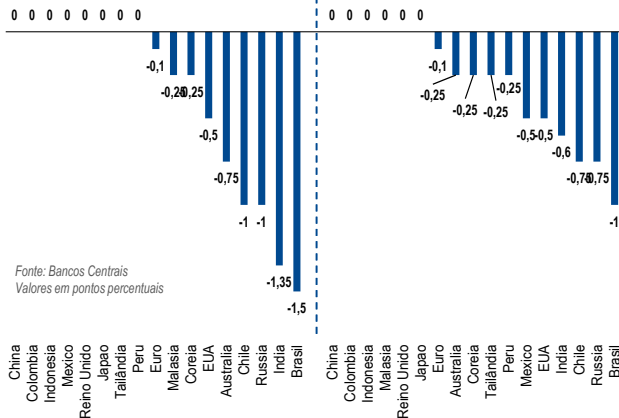
Moedas (contra o dólar)

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.



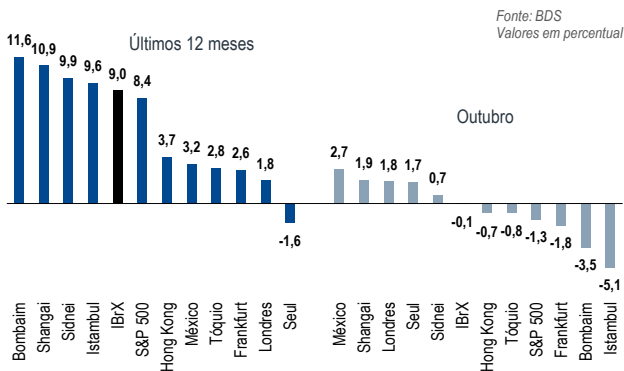
Taxas básicas de juros - variação

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



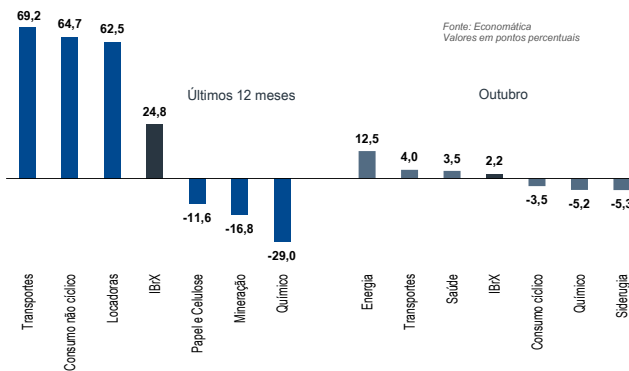
Bolsas do mundo (em dólar)

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



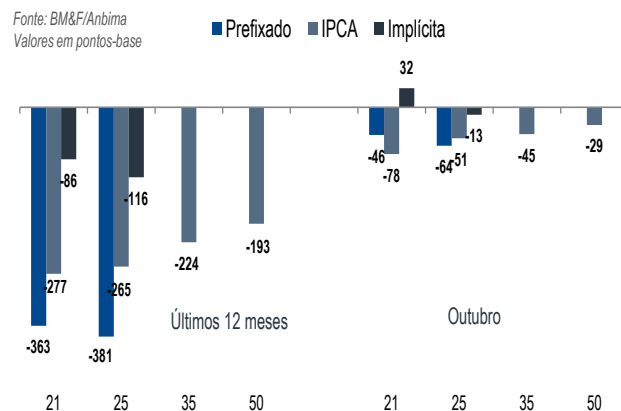
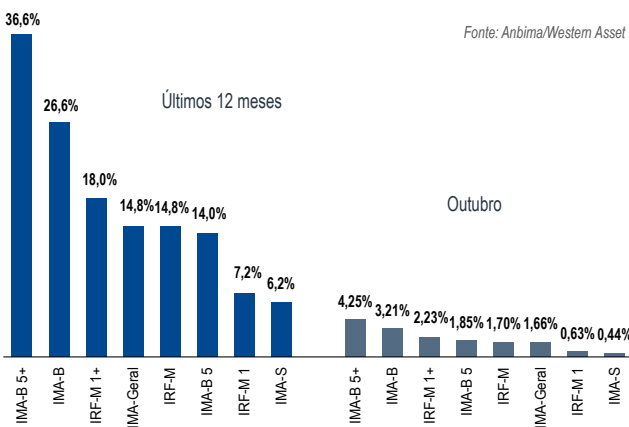
Principais destaques do IBRX

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.