



Destaques

No mês de maio, a guerra comercial voltou a figurar de maneira proeminente no noticiário. O governo dos EUA voltou a usar aumento de tarifas para pressionar outros países, em especial China e México, o que levou a uma piora do sentimento dos investidores.

Renda Fixa

No cenário doméstico confirmou nossas expectativas de uma reversão da pressão inflacionária que ocorreu nos primeiros meses do ano. Olhando para a atividade, a divulgação do PIB do 1o Tri confirmou a fraqueza dos dados divulgados mostrando uma forte queda dos investimentos e das exportações.

Seguimos com uma posição aplicada, agora mais concentrada em juros reais, que embute uma inflação implícita perto das mínimas e oferece um perfil mais defensivo ao portfólio.

Crédito

O volume de emissões de debêntures no mês de maio teve uma redução de cerca de 91% em relação ao mês de abril e quando comparamos com os dados do acumulado do ano até maio contra o mesmo período de 2018.

Acreditamos na continuidade das ofertas de debêntures nos próximos meses e vamos avaliar cada uma delas para continuar com a estratégia de aumento gradual das posições em ativos corporativos.

Moedas

Em relação aos preços dos ativos brasileiros, o real teve variação bem menor do que no exterior (depreciação de 0,1%).

O cenário político brasileiro foi responsável em parte por essa volatilidade

Bolsa

O Ibovespa encerrou Maio com valorização de 0,70%, aos 97.030 pontos. Fechando o mês no azul pela primeira vez em dez anos.

Os demais índices tiveram as seguintes variações: S&P 500 -6,58% (USD), Euro Stoxx -6,66% (EUR) e Nikkei -7,45% (JPY). Nas commodities, o petróleo tipo Brent fechou em US\$ 64,49 (-11,41% no mês) e o minério de ferro em US\$ 98,76 (+5,92% no mês).



Índices de Mercado

Varição	Maio	Ano
CDI	0,54%	2,59%
IBOV	0,70%	10,40%
IBX-50	0,46%	9,61%
IBX-100	1,14%	11,04%
US\$	-0,12%	1,70%

Varição	Maio	Ano
IGP-M	0,45%	3,57%
IPCA-15	0,35%	2,27%
IRF-M	1,77%	4,72%
IMA-B 5	1,39%	5,47%
IMA-B	3,66%	11,06%

Economia Internacional

O cenário externo permanece desafiador. A economia mundial perde fôlego, em meio à redução da demanda global, provocada tanto pelo aumento das tensões comerciais entre os EUA e China, como pelo avanço protecionista americano sobre a Europa e, mais recentemente, o México. A OCDE prevê expansão de 3,2% para o PIB global neste ano (3,5% em 2018), enquanto o comércio mundial crescerá 2%, a menor taxa desde a crise financeira global de 2008.

A economia norte-americana segue exibindo maiores taxas de crescimento entre os avançados. Ainda que sustente PIB crescendo a 3% em termos trimestrais anualizados, há progressivos sinais de que principia a perder fôlego. Começa a se ressentir dos efeitos do aperto monetário iniciado pelo Fed em 2015, que elevou a taxa básica de juros da faixa de 0% a 0,25% para 2,25% a 2,50%, no momento. Acusa também a dissipação dos estímulos fiscais dados pelo governo de Donald Trump em 2018. Ademais, condições financeiras internacionais negativas, por conta dos temores de uma desaceleração da economia mundial, resultaram numa sucessão de indicadores decepcionantes, que tem alimentado apostas de que o Fed deverá cortar os juros ainda este ano. Os EUA devem mostrar taxas de crescimento mais modestas nos próximos trimestres, em torno de 2%/2,5% anuais, evitando um cenário recessivo.

A Europa flerta com o cenário de estagnação. Numa economia com grande abertura para o exterior, o setor externo tem sido um obstáculo ao crescimento da zona do euro desde o ano passado, se suscetibilizando da queda generalizada da manufatura global, fruto, principalmente, da guerra comercial e desaceleração da China. Incertezas em relação à saída do Reino Unido da União Europeia (Brexit) e as possibilidades de imposição de tarifas pelos EUA sobre a indústria automobilística europeia também contribuem para o enfraquecimento da atividade econômica da região. Nesse quadro de baixo dinamismo econômico, o Banco Central Europeu (BCE) tem adotado postura acomodatória. Voltou a conceder linhas especiais de crédito ao sistema bancário e afastou a possibilidade de elevar as taxas de juros neste ano, devendo retomar o programa de injeção de recursos na economia, através de compra de títulos, a partir de setembro próximo, procurando afastar o fantasma da estagnação econômica.

No Japão, o governo continua em sua luta para superar o quadro de imobilidade/recessão em que o país vive mergulhado. Com inflação rodando próximo de 0% ao ano, o governo tem mantido a política de juros negativos e injeções robustas de recursos no mercado financeiro para tentar reanimar a economia e levar a inflação para a meta oficial de 2% ao ano. A fraqueza endêmica da economia sustenta a postura amplamente expansionista do banco central japonês, que deverá ser o último, entre as economias avançadas, a promover a normalização monetária.

A China tem conseguido estabilizar o crescimento, com o PIB evoluindo em torno de 6,5%, à medida que os estímulos fiscais e monetários, adotados nos últimos meses, ganham força. O governo se afastou dos estímulos concentrados nos setores de habitação e infraestrutura que causaram sérios desequilíbrios no mercado imobiliário e resultaram em alta ociosidade na economia, além de elevado endividamento corporativo. A eclosão da guerra comercial com os EUA obrigou o governo a reforçar os instrumentos estimulativos, notadamente de cunho fiscal, tentando atenuar os efeitos negativos sobre a atividade econômica decorrentes das barreiras impostas pelos americanos às exportações chinesas. A atividade industrial, vendas do comércio e investimentos em ativos fixos perderam força. O desemprego voltou a aumentar. O acirramento da guerra comercial, com os EUA tarifando a totalidade das importações da China, deve agravar a desaceleração econômica. Nesse cenário, o risco de uma queda abrupta do crescimento não está descartado.

O risco de uma desaceleração mais aguda da economia mundial, alimentando a aversão ao risco, deteriorando as condições financeiras globais, levam os principais bancos centrais a manterem política monetárias acomodatórias, o que deve evitar que o mundo mergulhe numa recessão.

Economia Brasileira

A piora na atividade econômica que ocorreu nos últimos meses, com contínuas revisões para baixo nas projeções para o PIB de 2019, o crescimento abaixo do esperado dessa variável no quarto trimestre de 2018 e mesmo queda na margem no 1º trimestre de 2019, fizeram com que o cenário para a taxa de juros também fosse modificado.

Tanto dados físicos quanto dados de confiança mostraram piora nos últimos meses. O PIB do 1º trimestre recuou -0,16% T/T, com forte queda na agropecuária (-0,5% T/T), na indústria (-0,6% T/T) e é o menor crescimento no setor de serviços em dois anos (apenas 0,15% T/T). Os investimentos recuaram pelo segundo trimestre consecutivo, reagindo à piora das condições financeiras da segunda metade do ano passado e à queda da confiança de empresários e consumidores (que devolveu todo o ganho auferido após as eleições do ano passado).

A expectativa para crescimento do PIB em 2019, no relatório Focus, recuou de 2,5% no começo do ano para 1,5% no começo de maio - e apenas 1,1% no final de maio. A projeção da SulAmérica Investimentos é ainda mais pessimista, indicando crescimento de 0,9%. Mesmo essa projeção embute uma aceleração considerável do crescimento no 2º semestre, para 0,8% T/T de expansão em média.

O hiato do produto está maior do que era imaginado no começo do ano. A expectativa inicial para o crescimento no 1º trimestre era de 0,8% T/T e o dado efetivo foi de -0,16% T/T, indicando um aumento de quase 1,0 pp do PIB de hiato. Essa maior ociosidade deve se refletir em menor inflação e pode colocar em risco a convergência da inflação para a meta no médio prazo. Previsões da SulAmérica Investimentos indicam que manutenção da Selic em 6,5% pelos próximos anos faria o IPCA ficar cerca de 0,25 pp abaixo do centro da meta em 2020. Seria necessária, portanto, uma taxa Selic mais baixa para que o Banco Central cumprisse sua meta de inflação. Assim, o cenário da SulAmérica Investimentos incorpora queda na taxa Selic no final do ano, para 5,5%.

Comportamento de Mercado

No mês de maio, a guerra comercial voltou a figurar de maneira proeminente no noticiário. O governo dos EUA voltou a usar aumento de tarifas para pressionar outros países, em especial China e México, o que levou a uma piora do sentimento dos investidores.

Os preços de ativos no exterior refletiram a expectativa de pior crescimento com o recrudescimento da guerra comercial. Nas bolsas, houve queda de -6,6% no S&P500 dos EUA, -5,7% no STOXX600 da Zona do Euro e -5,8% no CSI300 da China. Os juros futuros também recuaram ao redor do mundo, com os juros de 2 anos nos EUA caindo -0,34 pb e de 10 anos -0,38 pb. A perspectiva de menor crescimento ou mesmo recessão fez com que aumentassem as apostas de cortes de juros nos EUA, sendo que os contratos de juros futuros já embutem cortes na taxa de juros a partir do segundo semestre.

Os dados econômicos divulgados em maio, mesmo refletindo o momento da atividade em meses anteriores aos eventos mais recentes da guerra comercial, seguiram mostrando piora. A atividade econômica chinesa, em especial, mostrou desaceleração considerável em relação a março, com o dado de abril da produção industrial tendo crescimento 3,1 pp menor do que no mês anterior na comparação A/A e o do varejo 1,5 pp menor. Os dados físicos sobre atividade nos EUA também pioraram, com queda na produção industrial (-0,5% M/M) e nas vendas no varejo (-0,2% M/M) em abril.

No Brasil, os dados econômicos sobre atividade também vieram ruins, com o PIB do 1º trimestre recuando -0,16% T/T. Houve revisão para baixo nas expectativas de crescimento do PIB ao longo do mês, passando de 1,45% no começo dele para em torno de 1,15% no final. A confiança de consumidores e dos setores de serviços, indústria e comércio também recuaram, devolvendo toda a alta vista desde as eleições de 2018. Os dados de inflação, por sua vez, passaram a surpreender para baixo, após terem ficado pressionados pelos preços de alimentos e combustíveis no começo do ano.

Em relação aos preços dos ativos brasileiros, o mês de maio foi bem volátil, com queda pronunciada na primeira metade e grande valorização na segunda metade. O real e a bolsa brasileira tiveram variações bem menores do que no exterior (depreciação de 0,1% e alta de 0,7%, respectivamente). O cenário político brasileiro foi responsável em parte por essa volatilidade. É importante mencionar que, em relação ao mercado de juros, houve queda acentuada ao longo do mês, devido ao cenário de menor crescimento e inflação, com maiores apostas de corte da taxa Selic no futuro.

Crédito Privado

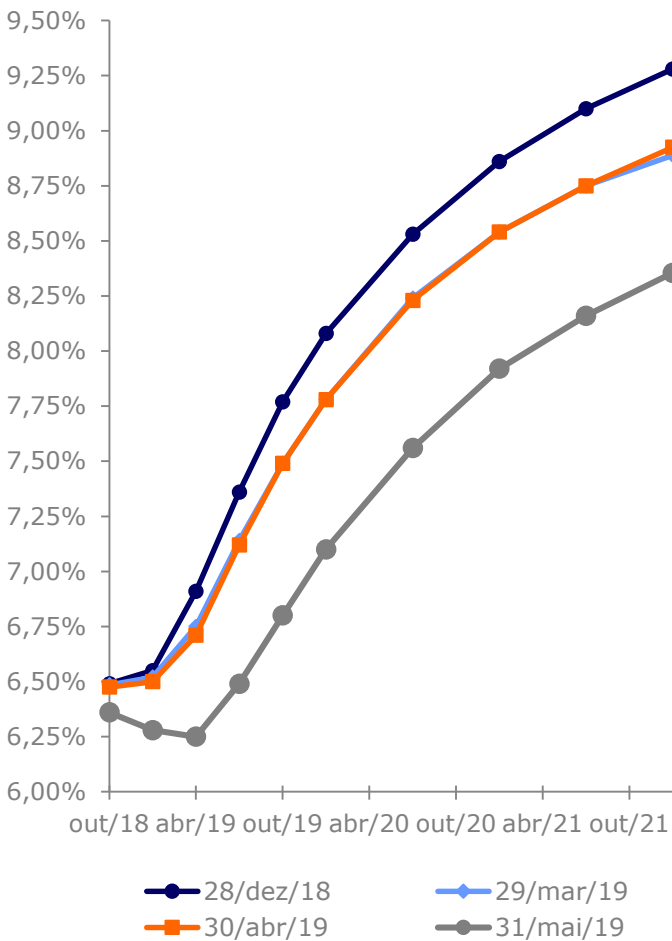
O volume de emissões de debêntures no mês de maio teve uma redução de cerca de 91% em relação ao mês de abril e quando comparamos com os dados do acumulado do ano até maio contra o mesmo período de 2018, houve uma redução de cerca de 12%, segundo a Anbima. As principais emissões ficaram por conta da captação de debêntures da Gerdau em 2 séries, a 1ª para o prazo de 4 anos e taxa de 105,50% e a 2ª para 7 anos e taxa de 107,25%. A Ômega Energia captou R\$ 775 milhões em uma emissão dividida em 4 séries, sendo uma delas pela Lei 12.431 com incentivo fiscal. Tivemos também a emissão de debêntures TAESA para o prazo de 7 anos, com volume de R\$ 850 milhões e taxa de 108% do CDI. A JSL captou cerca de R\$ 450 bilhões em 2 séries, com prazo de 5 e 7 anos e taxa de CDI + 1,90% e CDI + 2% respectivamente. No segmento financeiro tivemos a emissão de letra financeira do banco GMAC para os prazos de 2, 3 e 4 anos e taxa de 103,40%, 104% e 105,90% do CDI respectivamente. Acreditamos na continuidade das ofertas de debêntures nos próximos meses e vamos avaliar cada uma delas para continuar com a estratégia de aumento gradual das posições em ativos corporativos.

Renda Fixa

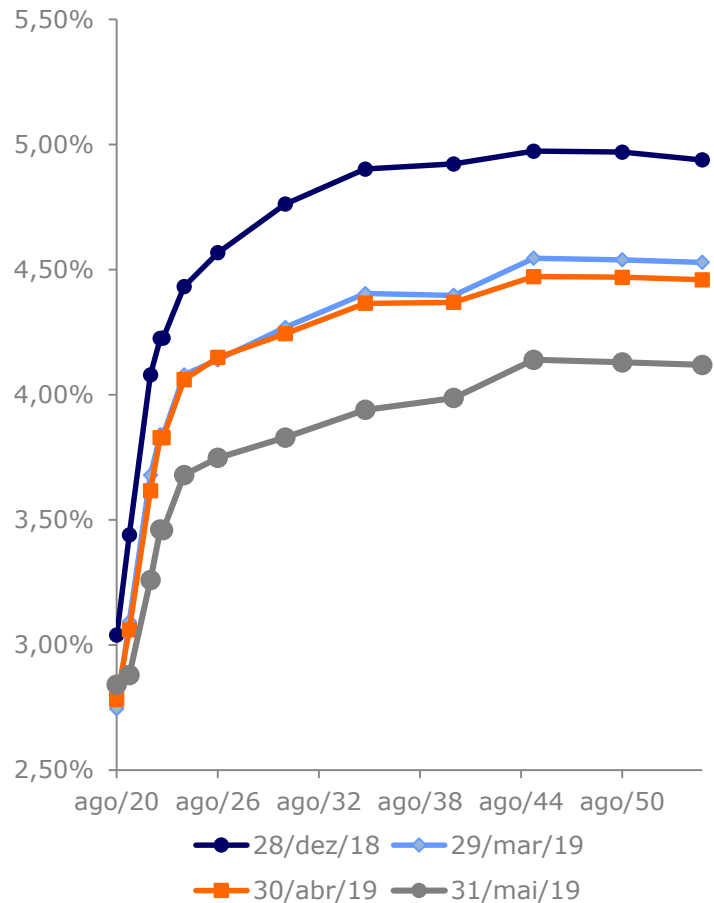
No cenário doméstico confirmou nossas expectativas de uma reversão da pressão inflacionária que ocorreu nos primeiros meses do ano. Olhando para a atividade a divulgação do PIB do 1o Tri confirmou a fraqueza dos dados divulgados mostrando uma forte queda dos investimentos e das exportações. Por outro lado o ambiente político ficou mais alinhado no avanço das reformas estruturais tanto da tributária e em especial a da Previdência. Em termos de performance tivemos ganhos em todas as estratégias de renda fixa que eram compostas pelo nosso posicionamento aplicado na parte curta (12 meses) em juros nominais respondendo por 60% desse resultado. A posição de NTN-B (3 anos) contribuiu com 30% do resultado e as estratégias de valor relativo com 10%.

Seguimos com uma posição aplicada, agora mais concentrada em juros reais, que embute uma inflação implícita perto das mínimas e oferece um perfil mais defensivo ao portfólio. Temos ainda estratégias de valor relativo na parte intermediária da curva com viés de inclinação. O tamanho de risco nesse fator de mercado segue baixo, apesar dos avanços políticos que tivemos durante o mês.

Curva de Juros Nominais



Curva de Juros Reais



Multimercado

No contexto externo, a retomada da escalada protecionista entre EUA e China ao longo do mês e a tarifação sobre o México no final do mês deram o tom predominante de aversão ao risco. Os dados fracos de Produção Industrial e Vendas no Varejo tanto na China com nos EUA ajudaram a aumentar os receios de recessão, com fechamento relevante de taxas longas em diversas economias desenvolvidas e emergentes. No livro de RF, durante o mês tivemos posições aplicadas em juros reais (3 anos) e nominais na parte curta (12 meses) que tiveram nesse contexto forte contribuição positiva. Adicionalmente algumas estratégias de valor relativo com viés de inclinação na parte intermediária também geraram resultados positivos. No book de moedas tivemos perdas na posição comprada em MXN e na posição vendida em JPY.

Em RF, seguimos com o posicionamento aplicado em juros reais, que embute uma inflação implícita perto das mínimas. Temos ainda estratégias de valor relativo na parte intermediária da curva. O tamanho de risco nesse fator de mercado segue baixo, apesar dos avanços políticos que tivemos durante o mês. Em moedas Reduzimos parte do nosso longo MXN e diminuímos nosso short JPY que ainda seguem como principais posições. O cenário para US aponta para um risco maior de flexibilização monetária o que por diferencial de juros deve reduzir a velocidade de apreciação do USD. Os EUA ainda seguem com diferencial de crescimento em relação ao resto do mundo, mas a guerra comercial pode estreitar esse diferencial.

Bolsa

O Ibovespa encerrou o mês com valorização de +0,7%, aos 97.030 pontos. Os demais índices tiveram as seguintes variações: S&P 500 -6,58% (USD), Euro Stoxx -6,66% (EUR) e Nikkei -7,45% (JPY). Nas commodities, o petróleo tipo Brent fechou em US\$ 64,49 (-11,41% no mês) e o minério de ferro em US\$ 98,76 (+5,92% no mês).

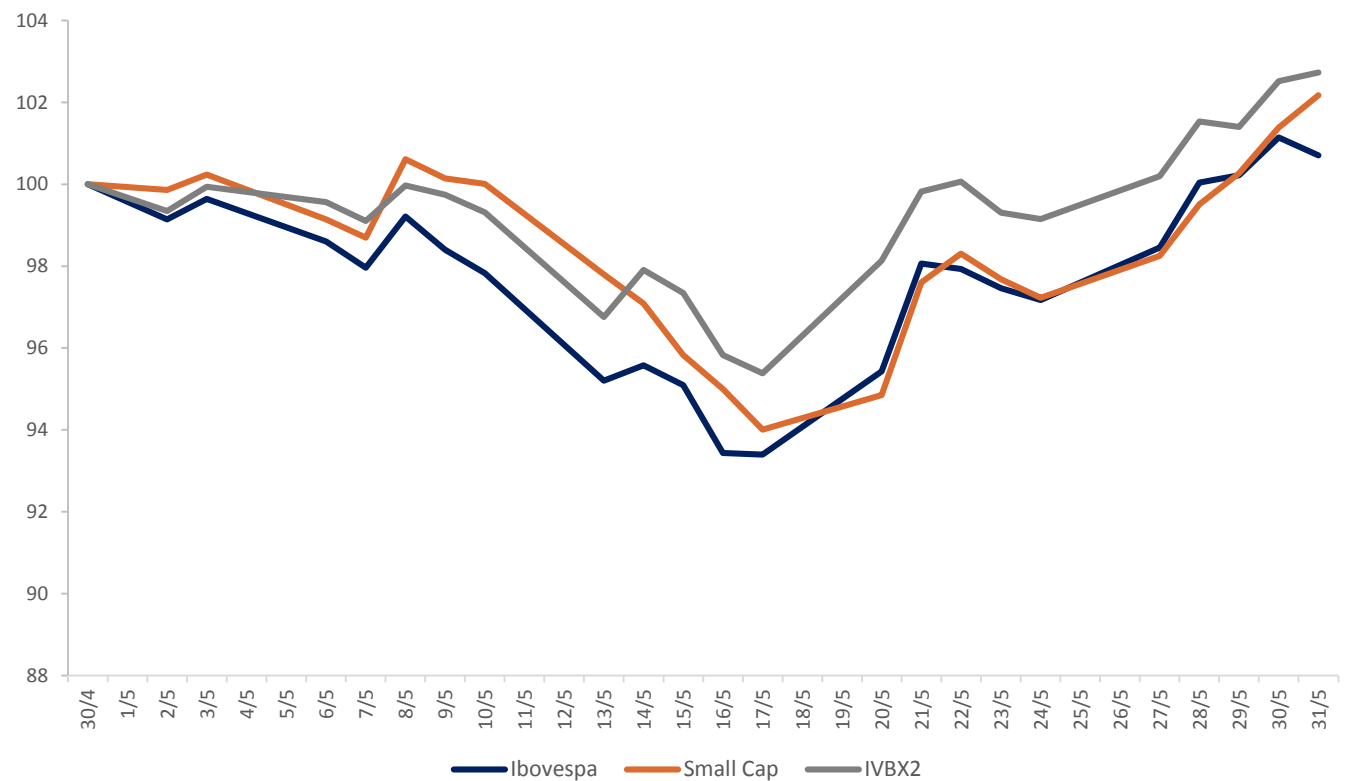
No contexto internacional, a guerra comercial deu dinâmica ao mês de maio, com novas imposições dos EUA após o fracasso das últimas negociações entre os governos de Donald Trump e Xi Jinping. Trump restringiu a comercialização de empresas americanas com a gigante chinesa de tecnologia Huawei, que compete diretamente com a Apple – o que gerou duras perdas para as empresas de tecnologia americanas na bolsa de valores. Nos EUA, além dos receios sobre os desdobramentos da guerra comercial, há no mercado o alerta de possível recessão vindo da inversão da curva de juros. As bolsas na Europa fecharam também o mês em queda após anúncio de novas tarifas pelos EUA.

Nas commodities, o preço do barril Brent torna a cair, com as tensões de guerra comercial dos EUA com a China e também com o México, que alteram as expectativas de demanda. O minério de ferro teve recuperação nas exportações no mês de maio, tanto em volume como em valores.

No Brasil, o Ibovespa fechou maio no azul pela primeira vez em dez anos – com o avanço positivo concentrado na última semana, após o pacto entre o governo Bolsonaro e os outros dois poderes, elevando a possibilidade de novas reformas. Apesar do ambiente político mais agradável e otimista, a divulgação do PIB do primeiro trimestre mostrou retração de 0,2%, com queda também no Índice de Confiança da Indústria (ICI), porém com uma leve diminuição na taxa de desemprego (de 12,7% para 12,5%). O governo estuda liberar o acesso de algumas contas do FGTS para tentar dar um impulso ao consumo.



Retornos





Projeções

Economia Brasileira Projeções - Indicadores Macroeconômicos

		2015	2016	2017	2018	2019(p)	2020(p)
PIB - crescimento real	Var %	-3,50	-3,30	1,10	1,10	0,90	2,40
IPCA	% ao ano	10,67	6,29	2,95	3,75	3,80	4,00
IGP-M	% ao ano	10,55	7,19	-0,53	7,55	5,80	5,10
Juro Selic - média ano	% ao ano	13,36	14,08	10,09	6,46	6,30	5,50
Juro Selic - dezembro	% ao ano	14,25	13,75	7,00	6,50	5,50	5,50
Tx Câmbio - média ano	R\$/US\$	3,33	3,49	3,19	3,65	3,93	4,07
Tx Câmbio - dezembro	R\$/US\$	3,87	3,35	3,29	3,88	4,02	4,12
Risco País (EMBI) - dezembro	bps	487	310	240	270	250	250
Balança Comercial	US\$ Bn	17,7	47,7	64,0	53,6	50,3	36,6
Saldo em C. Corrente	US\$ Bn	-60,6	-23,5	-7,2	-14,5	-28,2	-42,0
Saldo em C. Corrente	% do PIB	-3,6	-1,3	-0,5	-0,6	-2,1	-2,8
Resultado Fiscal Primário	% do PIB	-1,9	-2,5	-1,7	-1,6	-1,5	-0,8
Dívida Líquida	% do PIB	36,0	45,9	51,9	53,8	58,4	60,8
Dívida Bruta	% do PIB	65,5	70,0	74,4	76,7	82,9	83,9

(p) projeções



Informações

Informações: Maria Augusta mariaaugusta.mosca@sulamerica.com.br **Atendimento a clientes :** investimentos@sulamerica.com.br

Este material foi preparado pela SulAmérica Investimentos DTVM S.A. e apresenta caráter meramente informativo, não podendo ser reproduzido ou copiado sem a expressa da mesma. As análises aqui contidas concordância foram elaboradas a partir de fontes fidedignas e de boa-fé. As informações aqui apresentadas deverão ser consideradas confiáveis apenas na data em que este foi publicado. Ainda assim, a SulAmérica Investimentos DTVM não garante, expressa ou tacitamente, exatidão, nem tampouco assertividade sobre os temas aqui abordados. Todas as análises aqui contidas estão sujeitas a alteração sem aviso prévio. As opiniões aqui expressas não devem ser entendidas, em hipótese alguma, como uma oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.



Glossário

BACEN: Banco Central Brasileiro

BCE: Banco Central Europeu

BRL: Moeda brasileira (Real R\$)

Copom: Comitê de Política Monetária Brasileiro

Dovish: postura de autoridades de mercado de taxas de juros mais baixas e uma postura mais tolerante com a inflação

FED: Banco Central Americano

Fiscal Cliff: Aperto fiscal nos EUA

Flattening: Movimento da curva de juros onde a inclinação da curva diminui.

FOMC: Comitê de Política Monetária Americano

Hawkish: Defensores de juros mais altos e de uma política de austeridade mais forte.

IBOVESPA: Índice composto pelas ações mais negociadas na Bolsa brasileira e ponderadas conforme sua liquidez.

IBOVIEE: Índice composto por ações do setor de Energia Elétrica da BM&FBOVESPA

IBX: Índice composto pelas ações mais negociadas na Bolsa e ponderadas pelo valor de mercado das ações disponíveis para negociação nos últimos 12 meses

ICONBV: Índice composto por ações do setor de Consumo da BM&FBOVESPA

IDIV: Índice composto pelas ações listadas na Bolsa cujos dividendos e juros sobre o capital próprio pagos nos últimos 24 meses são os mais elevados.

IFNCBV: Índice composto por ações do setor Financeiro da BM&FBOVESPA

IMA-B: Índice composto por notas do tesouro nacional série B (NTN-B) que são títulos públicos que remuneram o investidor em uma taxa de juros pré-fixada mais a variação do IPCA no período

IMAT: Índice composto por ações do setor de Materiais Básicos da BM&FBOVESPA

IMOBV: Índice composto por ações do setor de Imobiliário da BM&FBOVESPA

IRF-M: Índice composto por letras do tesouro nacional (LTN) e notas do tesouro nacional série F (NTN-F) que são títulos públicos que remuneram o investidor em uma taxa de juros pré-fixada.

IVBX-2: Índice composto por 50 ações escolhidas a partir de uma classificação decrescente por liquidez, não podendo estar entre as 10 ações mais negociadas na BM&FBOVESPA nos últimos 12 meses

Overweight: Posição acima de um determinado índice de referência (benchmark)

Quantitative Easing (QE): Expressão utilizada para caracterizar uma política monetária que pretende aumentar a quantidade de dinheiro em circulação na economia.

SMLLBV: Índice composto por ações de menor capitalização da BM&FBOVESPA

Steepening: Movimento da curva de juros onde a inclinação da curva aumenta.

Tapering: Redução gradual do programa de compra de títulos de longo prazo pelo FED

Underweight: Posição abaixo de um determinado índice de referência (benchmark)