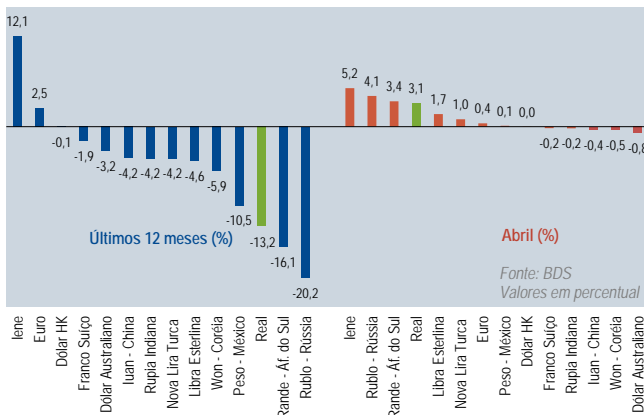


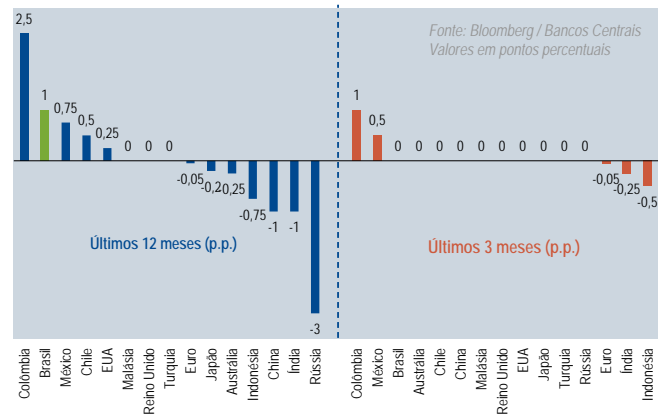
Moedas (contra o dólar)

O real novamente seguiu a tendência de desvalorização global do dólar. Destaque para o iene, que valorizou-se na esteira de sinais contraditórios do BoJ.



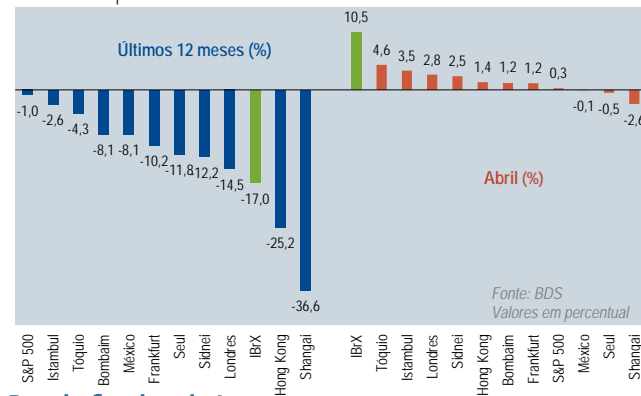
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil perdeu o posto de maior aperto monetário do mundo para a Colômbia.



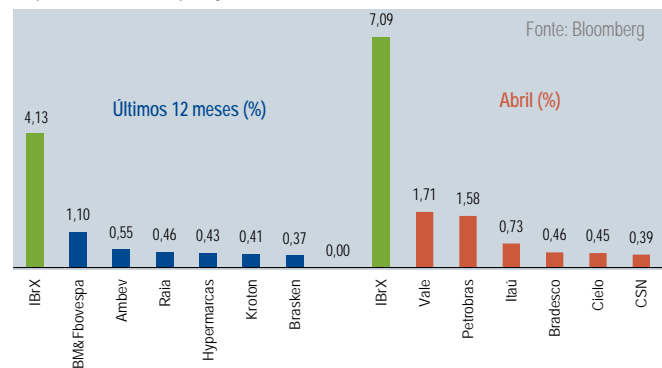
Bolsas do mundo (em dólar)

A evolução do cenário político colocou novamente a bolsa brasileira em destaque. Nos últimos 12 meses, no entanto, a bolsa local só supera as chinesas.



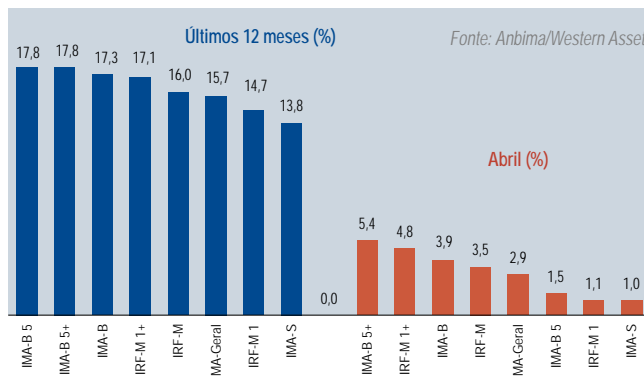
Principais contribuições para o IBRX

Mais um mês em que o rally se concentrou nos bancos e Petrobrás. Vale e CSN também se destacaram, por conta da recuperação espetacular dos preços do minério.



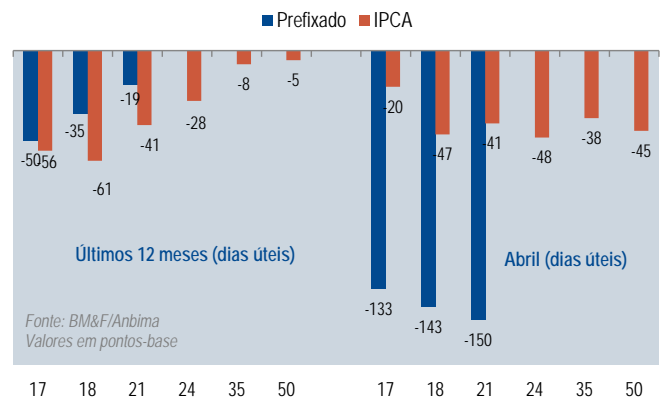
Renda fixa local - I

Mais um mês da recuperação dos IMAs com os desenvolvimentos do cenário político, que voltaram a render mais que o IMA-S.



Renda fixa local - II

Pela primeira vez desde janeiro/2015 tivemos toda a curva de juros recuando em 12 meses.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM ABRIL

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A admissibilidade do impeachment foi aprovada na Câmara, e agora segue no Senado			
As expectativas de inflação começaram a recuar, em função do recuo da inflação corrente e da mudança no cenário político			
O BC interveio fortemente no mercado de câmbio, através do oferecimento de swaps reversos.			
Além do Fed não subir a taxa básica em abril, o comunicado e a ata foram lidos pelo mercado como <i>dovish</i> , apontando a fraqueza da recuperação da economia norte-americana e a baixa inflação.			
Os preços do petróleo e do minério de ferro recuperaram-se fortemente, indicando diminuição de probabilidade de um <i>hard-landing</i> na China.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional:

Nesta edição, trazemos um artigo de Chia-Liang Lian (CL), Head de Mercados Emergentes da Western Asset, sobre as perspectivas para esta classe de ativo do ponto de vista do investidor global. CL responde à questão: investir em moeda local de mercados emergentes ainda faz sentido? Esta análise torna-se ainda mais importante neste momento, em que economias emergentes, como a brasileira, dependem mais do que nunca de fluxos globais para sustentar e impulsionar os preços de seus ativos.

Dívida Emergente Local: um Paradigma Perdido?

Por Chia-Liang Lian, head de Mercados Emergentes da Western Asset

A experiência de investir em dívida local de mercados emergentes (ME) ao longo dos últimos 3 anos tem sido análoga à de descascar uma cebola. Não tem sido uma experiência para os fracos de coração; na medida em que as camadas vão sendo puxadas, tem sido uma batalha constante conter as lágrimas. Os investidores nesta classe de ativos têm realmente experimentado uma "tempestade perfeita".

A primeira onda foi induzida pelo Federal Reserve (Fed) em meados de 2013, quando o Fed adotou um tom mais *hawkish* em sua comunicação. As ondas que se seguiram acentuaram a baixa dos mercados e fizeram os investidores globais clamarem por dólares. A escalada das tensões geopolíticas na Rússia e os desdobramentos de escândalos corporativos no Brasil custaram aos dois países seus ratings soberanos de grau de investimento. O crescimento mais lento da China traduziu-se em uma queda prolongada dos preços das commodities, o que afetou as contas correntes da maioria dos ME. Finalmente, para piorar a situação, um movimento de Beijing para ajustar o yuan chinês (CNY), em agosto de 2015, alimentou temores de um *hard landing* na China.

O impacto sobre os títulos locais dos ME ficou evidenciado pela maior sequência de perdas desde a sua criação como uma classe de ativos dominante, na virada do milênio. Usando o J. P. Morgan Global Bond Index-Emerging Markets Global Diversified (GBI-EM GD) como um índice de referência, a dívida local dos ME acumula retornos negativos há 3 anos consecutivos, a uma taxa anualizada de -10% entre 2013 e 2015. Estes retornos desafiam a narrativa de melhoras fundamentais nas economias emergentes, um paradigma em que o próprio caso de investimento em ME se baseia. Na verdade, trata-se de um contraste gritante com a experiência da década anterior, quando o benchmark quase triplicou em valor.

Olhando para trás, uma fonte primária de volatilidade nos ME pode ser atribuída à gigantesca expansão do PIB da China, após a sua

adesão à Organização Mundial do Comércio em 2001. No espaço de uma década, o PIB chinês quadruplicou em tamanho, graças a massivos investimentos em infraestrutura, e que ajudaram a catapultar a economia chinesa no ranking das grandes economias do mundo. Isto teve pelo menos duas implicações importantes para os ME.

Primeiro, a China ajudou a alimentar um boom de commodities global que trouxe as economias emergentes para o centro do palco do mundo. Tão imensa foi a demanda da China por importações de matérias-primas, que o saldo comercial de alguns países da América Latina dependentes de commodities se inverteu de déficit para superávit. Uma consequência não intencional, no entanto, foi o fracasso de alguns políticos de países emergentes de não atribuir os ventos favoráveis a fatores exógenos pelo lado da demanda. Isso provavelmente provocou o efeito de diluir a urgência e o incentivo para que esses países perseguissem reformas estruturais internas.

Em segundo lugar, dado o acesso estrangeiro limitado a oportunidades *onshore* nos mercados chineses, os fluxos de carteira foram desviados para os mercados locais dos seus principais beneficiários, principalmente na América Latina, nos anos anteriores a 2011. Esta tendência foi reforçada pelas perdas nos mercados desenvolvidos durante a crise financeira global de 2008-09. O resultante crescimento da exposição a ME ao longo dos anos, tanto por investidores estratégicos quanto por especuladores de curto prazo, como uma proxy para expressar o crescimento chinês, forneceu o pano de fundo técnico para uma queda acentuada.

A questão é se a experiência traumática dos últimos 3 anos deve ser vista como prova suficiente de que o embasamento para o investimento em ME foi falho. Nós não estamos neste campo, por alguns motivos.

- **Soft Landing chinês:** Em relação à trajetória de crescimento a médio prazo na China, a Western Asset coloca-se firmemente no campo do *soft landing*, e prevê uma moderação do crescimento anual para 5%-6% (sobre a China, veja a nossa newsletter de abril relativa ao mês de março, com Perguntas e Respostas do nosso analista de Ásia, Desmond Soon). A transição de uma economia baseada na indústria para uma lastreada em serviços deverá ser, sem dúvida, irregular. No entanto, a profunda influência da China sobre o comércio internacional e nos mercados financeiros continuará a ser sentida. No comércio mundial, a China está se transformando de um produtor para um consumidor. A inclusão oficial do CNY ainda este ano como a quinta moeda na Cesta de Direitos Especiais de Saque (SDR) do Fundo Monetário Internacional irá marcar uma etapa importante em seus esforços de vários anos para liberalizar a conta capital. Nós acreditamos que a possibilidade de uma futura inclusão da dívida denominada em CNY em benchmarks-chave terá um efeito salutar sobre dívida local de ME como um todo.

- **Fatores técnicos:** Uma debandada de “investidores-turista”, como resultado da publicidade negativa em torno dos ME, sugere uma melhora da base técnica dos investidores nesta classe de ativo. Com os bancos centrais do G3 mantendo um viés acomodatório, acreditamos que o mercado está maduro para um ressurgimento do interesse pelos investidores, tanto os dedicados a ME quanto os generalistas, no contexto de cortes substanciais de exposição ocorridos nos últimos anos. Para investidores institucionais de longo prazo, incluindo Fundos Soberanos, a dívida local de ME oferece um benefício importante de diversificação de carteiras. Além disso, os *valuations* são atraentes. Atualmente, o GBI-EM GD apresenta um *yield* de 6,35%, com *duration* de menos de 5 anos.

- **Tendência secular:** É verdade que desafios fundamentais significativos vieram à tona em alguns países emergentes. No entanto, acreditamos que o paradigma de melhorias fundamentais nos ME permanece intacto, e vemos a correção dos preços dos ativos como transitória. A mudança necessária no paradigma é que os investidores devem deixar de ver a dívida local dos ME como uma aposta de “lucro certo”, como alguns poderiam considerar antes do *Taper Tantrum*¹ de maio de 2013. O processo de maturação dos ME é evolutivo, e o ritmo do progresso socioeconômico pode variar drasticamente de um país para o outro. A necessidade de diferenciar histórias de crédito de longo prazo no universo altamente diversificado de países emergentes, com base no seu mérito individual é, portanto, de suma importância. Dito de outro modo, de agora em diante, o investimento em dívida local dos ME deixará de ser baseado no tema único da demanda chinesa por commodities.

Como gestores ativos, vemos a heterogeneidade dos ME como uma força, não como uma falha. Acreditamos que cria uma oportunidade única para auferir retornos atraentes, sobretudo tendo em conta a atual sub alocação por investidores estratégicos de longo prazo. Ao avaliar sua atratividade, evitaríamos os extremos de eterno otimismo ou de pessimismo perpétuo.

Voltando à analogia da cebola, embora possam ocasionalmente causar lágrimas, as cebolas são um ingrediente extremamente versátil e crítico em uma ampla variedade de pratos da culinária internacional. Devidamente selecionados, acreditamos que uma alocação em dívida local de ME atende o paladar dos mais exigentes investidores, dada a força crescente dos países emergentes, em um horizonte de investimento de longo prazo.

¹ O mercado chama de *Taper Tantrum* a expectativa do fim dos estímulos monetários (Quantitative Easing – QE), anunciado em maio de 2013 pelo então presidente do Fed, Ben Bernanke.

Mercados Locais

Renda Fixa

Abril foi mais um mês de rally das taxas de juros. Em média, a curva prefixada, nos setores médio e longo, recuou impressionantes 400 pontos-base desde o início do ano, enquanto as taxas de juros reais recuaram entre 100 e 120 pontos-base, também nos setores médio e longo. Isto significa que a taxa de inflação implícita recuou cerca de 3 pontos percentuais neste período: estava em cerca de 9% no início do ano, e hoje está por volta de 6%. Mais do que expectativas de desinflação, tivemos uma desinflação das expectativas. No início do ano, com a sensação de que o governo não mais reunia condições políticas para recolocar a dívida pública em trajetória sustentável, o mercado colocou nos preços dos títulos um prêmio elevado pelo risco inflacionário: afinal, a única saída para equacionar a gigantesca dívida pública (sem considerar a possibilidade de um calote em norma), seria a surpresa inflacionária. Este foi um movimento tipicamente de mercado, pois o relatório Focus, que reúne o consenso dos economistas, não chegou a corroborar este nível de inflação, principalmente no longo prazo.

Três fatores concorreram para que ocorresse esta reversão brutal de expectativas. O primeiro foi uma sucessão de surpresas positivas na inflação corrente a partir de fevereiro. De fato, com a economia em depressão e com as condições monetárias mais do que apertadas, era de se esperar que, mais cedo ou mais tarde, a inflação começasse a dar mostras de arrefecimento. No entanto, até começar a acontecer, permanece a dúvida, dados os grandes choques inflacionários ocorridos em 2015. O segundo foi o comportamento da taxa de câmbio, que a partir do final de fevereiro começou a recuar, quebrando o círculo vicioso até então vigente de piora na percepção de risco-país levando a depreciações cambiais subsequentes. O câmbio, por sua vez, foi influenciado por um cenário global mais benigno e pelo componente político citado a seguir.

O terceiro fator, mais importante, foi a perspectiva de mudança política. Com um governo que pudesse contar com um suposto maior apoio do Congresso, poderia haver o encaminhamento de reformas fiscais que pudessem aumentar a confiança na sustentabilidade da trajetória da dívida. Além disso, também aumentariam as chances de uma recuperação mais rápida da atividade econômica, o que igualmente beneficiaria o equilíbrio fiscal.

Parece-nos que ainda há espaço para recuos adicionais das taxas de juros. No final de abril, a curva de juros prefixados embutia aproximadamente 200 pontos-base de cortes da Selic. Avaliamos que o novo Banco Central poderá contar com a ajuda de uma gestão fiscal mais alinhada, o que daria espaço para cortes ainda maiores ao longo de 2017. O momento desta redução, no entanto, não é

certo. O COPOM, sob nova direção, poderia optar por manter a taxa Selic em 14,25% por mais algum tempo, com o objetivo de induzir as expectativas de inflação para mais próximo do centro da meta, antes de iniciar o processo de afrouxamento monetário. Ou, acreditando que esta convergência já estaria contratada, poderia iniciar o ciclo de queda de juros já no COPOM de junho ou julho. Esta decisão não é simples, e o nome do presidente do Banco Central indicado pelo novo governo poderá sinalizar o tom da política monetária daqui em diante. Por esta razão, estamos iniciando uma migração de nossas posições para o setor médio da curva de juros, menos dependente das decisões de política monetária de curto prazo.

Câmbio

O rally do real continuou em abril, acumulando valorização de 13% desde o início do ano, em relação ao dólar. Teria sido provavelmente maior, não fosse a pesadíssima intervenção do BC no mercado, revertendo operações de swap, no valor aproximado de US\$38 bilhões, levando o estoque para US\$ 62 bilhões, mesmo nível de outubro/2013. Aparentemente, apesar do discurso de "suavização da volatilidade", o BC escolheu o nível de R\$ 3,50 para desenhar uma linha na areia, e vem atuando pesadamente neste nível. Mantido este ritmo, o estoque de swaps esgota-se em pouco mais de dois meses. Considerando a melhora do cenário global e, principalmente, do cenário político doméstico, não se deve descartar esta hipótese. Ainda mais porque seria uma oportunidade de o BC livrar-se destes instrumentos para lá de controversos. De qualquer forma, assim como no mercado de juros, uma melhor avaliação da atuação do BC deve aguardar o próximo governo. Um BC menos ou mais intervencionista será sinalizado pela escolha de seu novo presidente. É de se esperar, considerando o discurso mais liberal do PMDB de Temer, menor intervenção. Mas a valorização do real é rejeitada por uma parcela importante das entidades empresariais que apoiam o futuro governo. Por outro lado, um real mais valorizado ajuda na contenção das expectativas de inflação, podendo influenciar positivamente a política monetária do novo governo. É nesta corda bamba que o BC, nos próximos meses, procurará andar sem cair. Considerando o atual cenário global e as expectativas para o novo governo no Brasil, deixado livre, a tendência é de valorizações adicionais do real.

Do ponto de vista fundamentalista, o atual nível do Real, combinado com a depressão econômica pela qual estamos passando, está sendo suficiente para recuperar rapidamente o déficit nas contas correntes, como temos visto pelas sucessivas surpresas positivas na balança comercial nos últimos meses. Apreciações adicionais e uma eventual recuperação da atividade econômica podem, eventualmente, interromper esta recuperação das contas externas. No entanto, em países com baixa taxa de poupança doméstica, como é o caso do Brasil, é natural, e até um pressuposto para o crescimento, ter contas correntes deficitárias, sinal de que se está

conseguindo importar poupança externa para o financiamento do investimento e do consumo. Este déficit, para que não acarrete em crises de balanço de pagamentos, deve ser visto como sustentável, o que é plenamente viável em uma economia com políticas macroeconômicas coerentes. A forma estrutural de evitar-se déficit em contas correntes é o aumento da poupança doméstica, que somente virá a partir de um ambiente propício ao investimento.

Bolsa

O IBrX valorizou-se mais 7% em abril, acumulando alta de 22% em 2016. É o melhor início de ano para a bolsa desde 2009, quando a bolsa acumulou 25% de alta nos quatro primeiros meses do ano. Naquele ano, a bolsa vinha se recuperando do tombo de 2008, causado pela crise financeira internacional. Desta vez, no entanto, tivemos como pano de fundo principal o cenário político, e a esperança de reversão do quadro macroeconômico caótico que levou a bolsa local a três anos seguidos de retornos negativos (2013, 2014 e 2015).

A bolsa vem antecipando uma suposta melhora da atividade econômica (e dos lucros das empresas) com a perspectiva de mudança do governo. Em nosso cenário atual, os lucros devem crescer cerca de 15% em 2016 e 5% em 2017. Se este cenário se confirmar, o P/L da bolsa hoje, considerando os lucros de 2016, está em 18. Para manter este P/L no final de 2016 (considerando o crescimento de lucros para o ano seguinte), a bolsa deveria subir 10% adicionais em 2016. Como 18 é um nível de P/L bem acima da média histórica, manter este patamar já significa um objetivo bastante desafiador, a menos que ocorra uma melhora sensível do cenário econômico para 2017.

Realizamos um outro exercício, desta vez *bottom-up*: digamos que cada ação do IBrX atingisse o máximo P/L alcançado nos últimos 3 anos. Considerando os lucros esperados para os próximos 12 meses, poderíamos ter alta adicional de 24% da bolsa. Seria, sem dúvida, a precificação de um cenário perfeito, mas é útil para termos uma ideia da valorização que a bolsa poderia experimentar no curto prazo, caso o novo governo consiga uma execução perfeita de seus planos de equilíbrio fiscal.

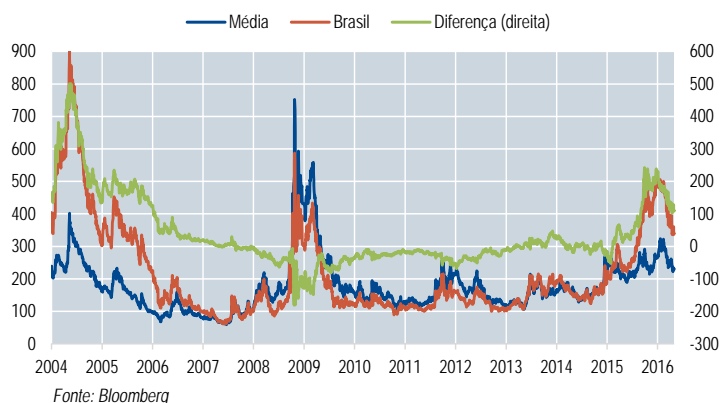
Este material de divulgação é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("Western Asset") e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. 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.

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.

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O PROSPECTO, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

Risco-País (CDS 5 anos)



Fonte: Bloomberg

Este gráfico mostra o risco-país (medido pelo CDS – *Credit Default Swaps* de títulos de 5 anos) do Brasil e de uma média de países emergentes comparáveis (África do Sul, Rússia, Turquia, Colômbia e México). Observe, em primeiro lugar, que o risco-país do Brasil era maior do que o de seus pares até 2007. A partir de então, passou a ser igual ou ligeiramente menor, até meados de 2015, quando atingiu 200 pontos-base, mesmo patamar de 2005. Ou seja, voltamos 10 anos em termos de risco-país. Com a perspectiva de mudança de governo, esta diferença já voltou 100 pontos-base, e pode voltar outro tanto, se o novo governo colocar em prática uma agenda crível de sustentabilidade fiscal, com impactos positivos na moeda e na bolsa.