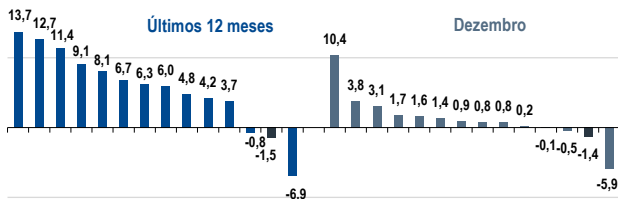


Moedas (contra o dólar)

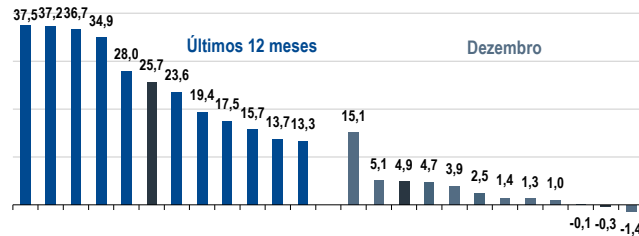
A desvalorização do dólar continuou em dezembro, com exceção do Peso Mexicano e, em segunda escala, do Real, ambos em função de problemas políticos internos.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

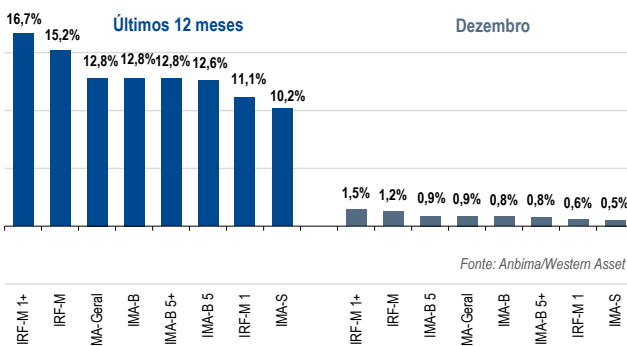
O mês de dezembro coroou um ano exuberante para as bolsas globais. Será uma exuberância irracional?



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

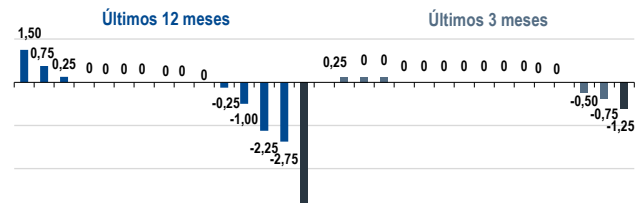
Apesar do adiamento da votação da reforma da Previdência no Congresso, as taxas de juros recuaram de maneira consistente ao longo de toda a curva, provavelmente refletindo as expectativas positivas para a inflação e eventualmente a continuidade da política monetária mais folgada em 2018.



Fonte: Anbima/Western Asset

Taxas básicas de juros - variação

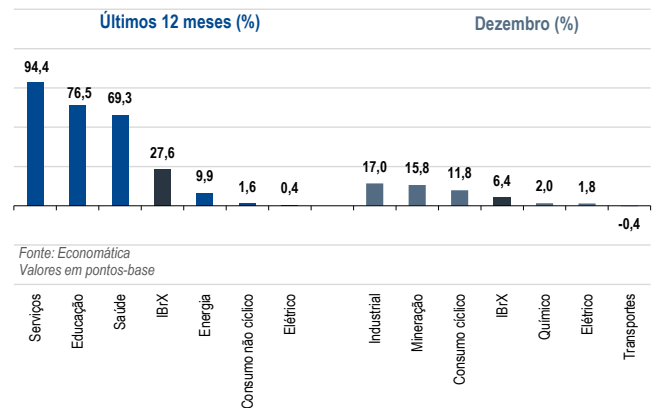
O Brasil continua liderando, de longe, o corte de juros no mundo emergente. Na outra ponta, o México corre atrás do Fed.



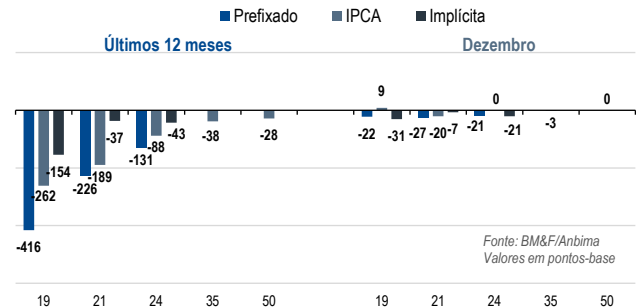
Fonte: Bancos Centrais
Valores em pontos percentuais

Principais contribuições para o IBRX

Em um mês bastante positivo, o destaque ficou por conta de Embraer, após o anúncio de conversas com a Boeing.


















Fonte: Economática
Valores em pontos-base



Fonte: BM&F/Anbima
Valores em pontos-base

FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O TRF-4 marcou a data para o julgamento da apelação do ex-presidente Lula no caso do tríplex para o dia 24/01, bem antes do que o estimado pelo mercado.			
A votação da reforma da Previdência na Câmara foi adiada para fevereiro/2018.			
O IPCA de novembro veio bem abaixo das expectativas.			
O Fed, conforme esperado, aumentou a taxa dos Fed Funds em 0,25%, para o range 1,25% - 1,50%, e sinalizou parcimônia para os movimentos de 2018.			
O plano de corte de impostos de Donald Trump foi aprovado em sua versão final pelo Congresso.			

CENÁRIO GLOBAL

A volatilidade do S&P500 fechou 2017 em 5% ao ano. Volatilidade tão baixa do principal índice de ações dos EUA somente foi vista em meados da década de 60. Apenas como comparação, a volatilidade do câmbio (real vs. dólar) está em 9% ao ano. A volatilidade da bolsa, mesmo da norte-americana, em condições normais, é mais alta do que a volatilidade do câmbio. Temos uma inversão não comum.

A volatilidade do S&P500 está baixa porque a bolsa sobe de maneira consistente desde a crise do subprime, com raras realizações. Em fev/2013 o S&P500 ultrapassou o pico anterior pré-crise e, com exceção do período entre jan/2015 e nov/2016, quando ficou de lado, tem subido consistentemente até hoje.

A partir de nov/2016, a bolsa passou a incorporar os cortes de impostos prometidos por Donald Trump, e que foram finalmente aprovados agora em dezembro, levando-a a outro patamar.

O céu é o limite?

De acordo com nossas estimativas, o S&P500 fechou o ano com P/L projetado de 18,2, considerando o consenso Bloomberg para os lucros dos próximos 12 meses. Este P/L está bem acima da média dos últimos 5 anos, que foi de 16. Se considerarmos que é razoável esperar que este P/L volte para, digamos, 17, o upside do S&P500 seria algo próximo de 5%. Talvez um potencial de alta que não justifique o risco.

CENÁRIO DOMÉSTICO

A atividade econômica está se recuperando, sobre isto não parece haver mais dúvidas. A questão que se coloca é se esta recuperação será rápida o suficiente para influenciar de maneira decisiva o resultado das eleições deste ano. Com o objetivo de responder a esta questão, elaboramos o que chamamos de “heat map” do crescimento econômico. Para isso, usamos os dados do IBC-Br, índice de atividade econômica do Banco Central que procura antecipar o comportamento do PIB.

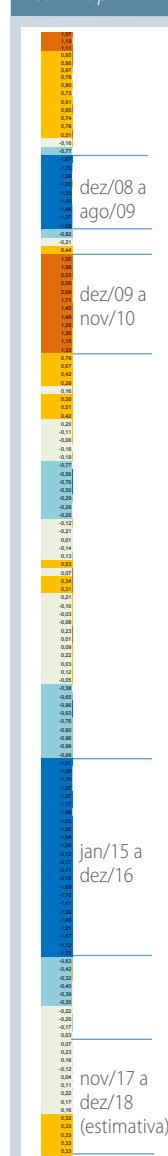
O heat map é elaborado da seguinte maneira: calcula-se a média e o desvio-padrão de toda a série do IBC-Br, que contém os dados mensais de crescimento do PIB desde jan/2003. Valores que se situam entre -0,25 e +0,25 desvio-padrão em relação à média recebem a cor mais clara. No lado do crescimento, valores entre +0,25 e +1,00 desvio-padrão recebem cor laranja claro e valores acima de 1 desvio-padrão recebem cor laranja escuro. No lado da recessão, valores entre -0,25 e -1,00 desvio-padrão recebem cor azul claro e valores abaixo de -1 desvio-padrão recebem cor azul escuro. Podemos observar o resultado no gráfico 1 ao lado.

Destacamos dois períodos para a nossa análise: o que vai de dez/2008 a nov/2010, que marca a crise pós-subprime, e o que vai de jan/2015 a dez/2016, que vem sendo chamado de “a grande recessão brasileira”.

A recessão que veio na esteira da crise do subprime foi relativamente curta: a cor azul escuro se estende de dez/2008 a ago/2009. Mas o mais notável deste período ocorre em seguida: a recuperação foi muito rápida, e a cor laranja escuro já se faz presente a partir de dez/2009, apenas 4 meses após o fim do pior período recessivo. Foi uma virada muito intensa e que ocorreu justamente em um ano eleitoral. Não por outro motivo, o então presidente Lula terminou seu mandato com a maior aprovação que um presidente já teve, e conseguiu eleger como sucessor uma desconhecida sem nenhuma experiência política.

Vejamos agora o momento atual. Em primeiro lugar, a recessão de jan/2015 a dez/2016 foi muito mais longa e profunda do que aquela pós crise do subprime. Em segundo lugar, e o mais importante, a recuperação está sendo muito mais lenta. Se estivermos corretos, e o

Quadro 1
Heat map



Fonte: Banco Central,
Western Asset

PIB de 2018 crescer cerca de 3%, o heat map terá a aparência que mostramos no quadro 1: não existe cor laranja escuro e mesmo a cor laranja claro aparece somente no segundo semestre. Ou seja, a sensação térmica da recuperação será muito menor do que a que tivemos em 2010.

Por isso, a recuperação da economia pode não ser um fator eleitoral decisivo para o candidato governista em 2018. Por outro lado, não atrapalhará, como ocorreu nas eleições de 2014, quando os primeiros sinais de recessão já eram claros, principalmente no 2º semestre, o que foi um dos fatores que influenciaram no resultado mais apertado desde a eleição presidencial de 1989.

Renda Fixa

A curva de juros em dezembro refletiu o otimismo com as perspectivas para a inflação e a política monetária em 2018, apesar do adiamento da votação da reforma da Previdência. O IPCA de novembro sacramentou o otimismo, com uma leitura de 0,28% contra consenso de 0,35%. Assim, o Jan19 fechou 22 pontos-base, em 6,87%, enquanto o Jan23 fechou 24 pontos-base, em 10,01%. A inclinação entre o Jan23 e o Jan19, no entanto, permaneceu bastante alta, em 314 pontos-base (no início de 2017, esta mesma inclinação estava em meros 44 pontos-base). No quadro 2, podemos observar que esta inclinação subiu de maneira constante ao longo do ano, fechando perto das máximas (na curva de juros reais o fenômeno foi o mesmo, ainda que em menor intensidade). A incerteza com relação à continuidade da agenda de reforma fiscal é, provavelmente, o fator local mais importante na explicação deste fenômeno.

Quadro 2
Inclinação Jan 23 - Jan 19 em 2017

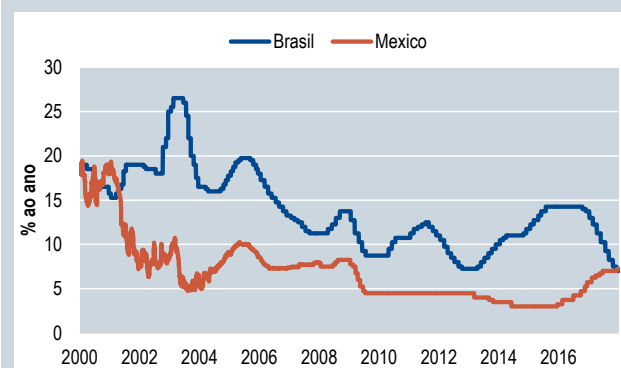


Fonte: Western Asset

O cenário muito tranquilo para a inflação provavelmente permitirá que o BC faça mais um corte da SELIC na próxima reunião do Copom, desta vez de 0,25%, levando a taxa básica para 6,75%. Somente como curiosidade, desde o dia 14/12, pela primeira vez desde o ano 2000

(vide o quadro 3), a taxa de juros básica do Brasil está mais baixa do que a mesma taxa no México: 7% contra 7,25%. E esta diferença deve aumentar em 2018.

Quadro 3
Taxas básicas de juros: Brasil x México



Fonte: Bancos Centrais do Brasil e do México

Câmbio

Em dezembro o dólar continuou a desvalorizar-se em relação a todas as moedas globais, com duas exceções: o peso mexicano e o real, que se desvalorizaram em relação ao dólar 5,9% e 1,4% respectivamente. Ambos os países enfrentam questões políticas delicadas: no México, o candidato de esquerda lidera as pesquisas eleitorais, enquanto no Brasil a reforma da Previdência empacou.

Apesar das incertezas políticas, o setor externo continua a sustentar o real: conta corrente com déficit muito baixo e reservas internacionais em seus picos históricos. Em um mundo onde as taxas de juros continuam em patamares muito baixos, a curva de juros brasileira ainda oferece oportunidades interessantes para os investidores globais, o que também ajuda a sustentar a moeda. Uma mudança deste quadro, que poderia iniciar um processo mais consistente de desvalorização do real, poderia ter como causa um ou mais dos seguintes fatores: 1) uma surpresa negativa em relação à política monetária nos EUA, com elevação da taxa dos Fed Funds acima do consenso atual; 2) frustração definitiva da perspectiva de aprovação da reforma da Previdência neste ano e 3) consolidação de um candidato antirreformista na liderança das pesquisas eleitorais.

Analisando em conjunto estes fatores, continuamos a avaliar que o real tende a oscilar em torno dos atuais patamares por algum tempo, ainda que a percepção de deterioração adicional do quadro fiscal possa influenciar negativamente o câmbio em algum momento.

Bolsa

O IBrX seguiu o bom humor geral das bolsas globais e coroou mais um ano bom para os ativos de risco, com valorização de 6,4% em dezembro, fechando 2017 com valorização de 27,6%, em suas máximas históricas. A pergunta que não quer calar é: há espaço para um terceiro ano seguido de valorização da bolsa local?

Considerando apenas os resultados das empresas, esperamos crescimento dos lucros daquelas componentes do IBrX de 24% em 2017, 19% em 2018 e 19% em 2019. Se este cenário se confirmar, o P/L do IBrX no final de dezembro, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estava em 14,6. Para manter este mesmo P/L daqui a um ano (em dez/18), considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até dez/19), o IBrX deveria subir 31% nos próximos 12 meses. Considerando uma faixa de variação do P/L da bolsa entre 14,0 e 15,0 para os próximos 12 meses, o potencial de alta que vemos para a bolsa neste momento, considerando que o risco-país permaneça nos atuais patamares, ficaria entre 26% e 35%. Ou seja, o potencial de alta da bolsa local continua atrativo, apesar da valorização observada nos últimos dois anos.

Este material 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.

Este informativo faz referência de forma genérica e qualitativa ao desempenho das principais famílias de fundos da Western Asset em relação aos seus benchmarks ou outros parâmetros compatíveis de performance. Para obter informações mais detalhadas sobre esses produtos (estratégia de investimento, características operacionais, como investir) recomendamos a consulta aos seus respectivos regulamentos, prospectos e formulários de informações complementares disponíveis no website 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.

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 FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2018. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM 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.

