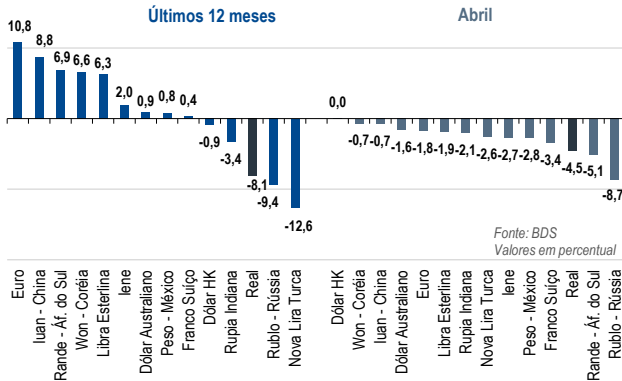


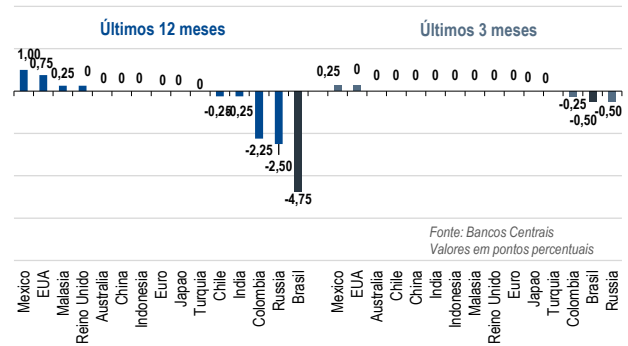
Moedas (contra o dólar)

Em um mês de dólar forte, o real está entre as moedas emergentes que mais vem se desvalorizando. Uma possível explicação é a forte redução das taxas de juros locais.



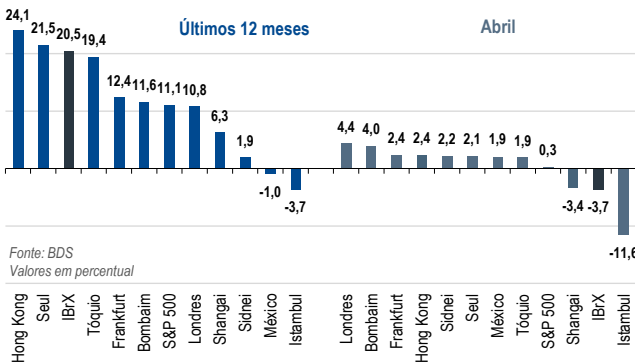
Taxas básicas de juros - variação

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



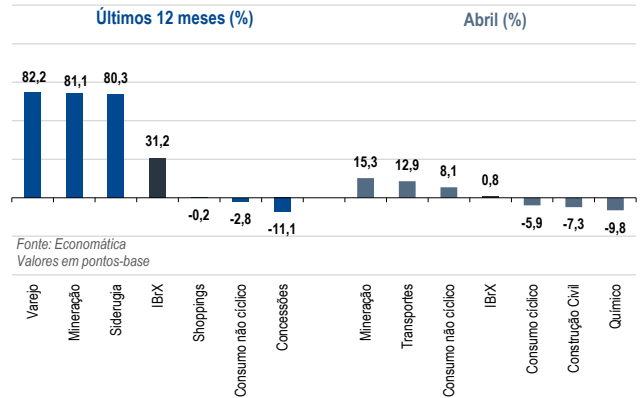
Bolsas do mundo (em dólar)

Apesar da realização em abril (por conta do câmbio), a bolsa brasileira ainda é destaque nos últimos 12 meses, a única a rivalizar com as bolsas asiáticas no período.



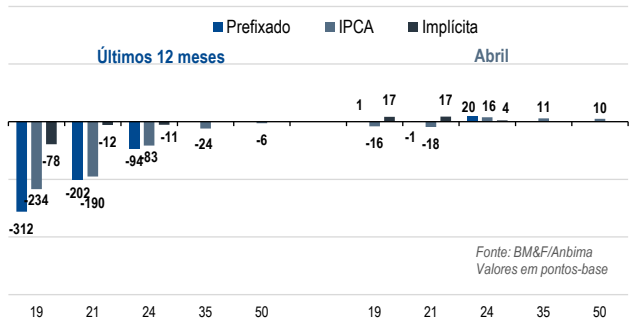
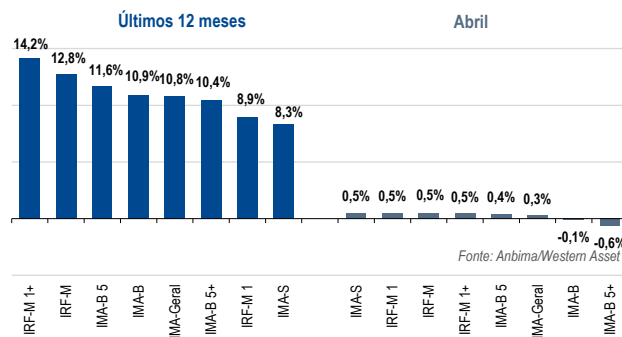
Principais contribuições para o IBrX

Não houve nenhum destaque setorial. O desempenho dos setores deve-se a causas específicas das empresas componentes de cada um.















Renda fixa local

Pela primeira vez desde novembro do ano passado, o IMA-S superou a rentabilidade dos títulos mais longos. A elevação das taxas nos EUA fez aumentar o prêmio de risco da ponta longa da curva. Bem ancorada por uma política monetária mais frouxa e números de inflação benignos, a ponta curta prefixada suportou bem a pressão.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Sem motivo aparente, as taxas de juros dos EUA mais longas subiram cerca de 25 pontos-base.			
Nenhum candidato de centro/reformista despontou com destaque nas últimas pesquisas eleitorais.			
Apesar do anúncio de retaliação por parte da China, não houve novos desenvolvimentos na chamada “guerra comercial” entre EUA e China.			
IPOs de Hapvida e Intermédica tiveram grande demanda, mostrando que o mercado de IPOs continua ativo para ofertas bem precificadas e boas histórias.			

CENÁRIO GLOBAL

A taxa da Treasury de 10 anos subiu 25 pontos-base em abril, atingindo o nível psicológico de 3%. E agora?

Nós não mudamos nossa convicção de que a Treasury de 10 anos parece barata nos níveis atuais. Essa percepção é guiada pela nossa macro visão fundamentalista de que o crescimento real do PIB dos EUA está tendendo na margem para 2-2,25% em 2018 (com risco de ser ainda menor), abaixo, portanto, dos 2-2,5% que era a previsão no final do ano passado.

A inflação também está contida por enquanto. Os salários médios por hora estão abaixo das médias históricas. Os preços de energia estão no limite superior da faixa com que trabalhamos e os preços de residências estão apresentando níveis menores de valorização. A inflação dos preços no atacado tem aumentado ultimamente, mas não tem sido repassada aos preços ao consumidor pelos produtores.

Então, em termos de nossa expectativa para a taxa das Treasuries de 10 anos, isso ainda nos coloca na faixa entre 2,4-2,5% no limite inferior e 2,9-3,0% na extremidade superior. Esperamos que as taxas fiquem dentro desse intervalo com base em nosso cenário fundamentalista e vemos qualquer movimento para cima ou para baixo dessa faixa como um fenômeno de curto prazo.

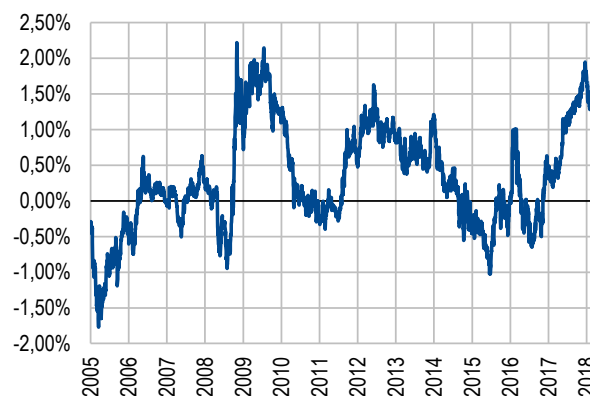
CENÁRIO DOMÉSTICO

Renda Fixa

A curva de juros inclinou-se mais um pouco em abril. A inclinação chegou próxima ao pico histórico, somente comparável ao período que se seguiu ao estouro da bolha do subprime e que perdurou durante boa parte do ano de 2009 (vide gráfico 1). Naquela época, o Banco Central reduziu a taxa Selic de maneira relevante em resposta à forte desaceleração da atividade econômica. A ponta longa dos juros, no entanto, precisava não somente o risco global, mas uma retomada rápida do crescimento econômico, o que de fato ocorreu.

Agora, temos um ambiente diferente: estamos longe de uma crise global de proporções épicas, enquanto o crescimento doméstico está cada vez mais distante de ser estelar. Por que, então, a inclinação da curva de juros está nos picos históricos desde o final do ano passado? A questão agora é o risco fiscal: apesar do BC ter espaço para reduzir a Selic por conta de uma inflação extremamente baixa, a perspectiva de desequilíbrio fiscal não permite que a ponta longa da curva acompanhe as taxas curtas. E esta perspectiva vai demorar a sair do cenário. O próximo presidente a ser eleito precisa ter uma agenda de continuidade das reformas, além de habilidade política para implementá-la. O mercado, mais do que justificadamente, está colocando em cheque esta possibilidade, o que se reflete na inclinação da curva de juros.

Gráfico 1
Inclinação 2-5 anos



Fonte: Banco Central

De qualquer forma, continuamos com nosso cenário de taxa Selic baixa por um tempo razoavelmente longo. A grande capacidade ociosa da economia, aliada a uma tendência mais recente de perda de dinâmica na recuperação da atividade econômica (revimos o crescimento do PIB deste ano de 2,8% para 2,5%), abrem espaço para uma política monetária ainda mais frouxa. Por isso, avaliamos que o BC deve recomençar a elevar a Selic apenas no 2º semestre de 2019, com taxa terminal de 7,5%.

Câmbio

O real continuou a se desvalorizar em abril, com queda de 4,5% em relação ao dólar, fechando o mês em R\$ 3,48, maior patamar desde junho/2016. Chama nossa atenção esse comportamento do câmbio.

De seu ponto máximo no ano, em meados de janeiro, o real já perdeu perto de 10% de seu valor, queda que foge aos padrões normais deste mercado. Ainda mais quando se observa que outras moedas de países emergentes não sofreram tanto (com exceção do rublo russo, por razões geopolíticas). A questão que surge, portanto, é por que o câmbio tem apresentado um padrão de comportamento tão diferente, desvalorizando-se mais que seus pares de países emergentes, sem que outros mercados locais sejam afetados de maneira proporcional?

Essa questão é ainda mais intrigante ao levar-se em consideração que as contas externas do país estão em ordem, com déficit em conta corrente rodando próximo de zero. Se os fundamentos econômicos não explicam as recentes quedas no valor do real, quais as explicações possíveis para este movimento?

Uma explicação bastante em voga está relacionada ao ciclo político. Essa linha advoga que as pesquisas de intenção de voto recentes não mostram qualquer candidato com credenciais reformistas críveis ganhando tração entre fatias importantes do eleitorado, o que

colocaria em risco as reais chances de continuidade da agenda de reformas que vêm sendo implementadas. Em reação, os investidores (principalmente estrangeiros) teriam começado a se desfazer de posições em ativos brasileiros, pressionando a nossa moeda para baixo.

Esse raciocínio explicaria bem o porquê do real ter apresentado performance inferior às demais moedas de outros países emergentes. Afinal, as incertezas políticas são inerentes ao Brasil e não deveriam afetar outros países não envolvidos no processo. Fica, no entanto, difícil explicar porque o mercado acionário ou de juros longos não sofreram na mesma proporção neste período. Afinal, a falta de continuidade das reformas afetaria somente o câmbio e não a trajetória futura de juros ou de lucros das empresas?

Outra corrente defende que a recente fraqueza do real está relacionada à queda no diferencial de juros entre Brasil e EUA, também conhecido como carry trade. Essa linha argumenta que a queda dos juros locais reduziu a atratividade do país e incentivou os investidores, principalmente estrangeiros, a reduzir sua exposição aos ativos locais. Novamente, esse raciocínio não explica completamente os movimentos recentes pois, se os investidores realmente tivessem reduzido sua exposição aos ativos brasileiros, outros mercados também teriam apresentado quedas significativas e não somente o câmbio.

Uma variante desta linha é que a queda no diferencial de juros não levou a uma venda forçada de ativos brasileiros, mas apenas estimulou investidores estrangeiros a fazer o hedge do risco cambial destes investimentos, pressionando assim somente o câmbio e não outros mercados. À primeira vista, essa explicação parece ser mais promissora. Mas por que os investidores teriam decidido apenas proteger seus investimentos contra o risco cambial e não optaram por simplesmente se desfazer definitivamente de sua exposição a ativos locais?

Uma possível explicação pode estar relacionada à recente alta nos juros de longo prazo nos EUA. Em retrospecto, esta alta foi relevante e concentrada nas últimas semanas. Uma das consequências da mesma foi mexer com a visão corrente sobre economias emergentes. Estatísticas recentes mostravam ser consensual entre investidores globais uma exposição acima da média nos ativos em moeda local de países emergentes. Assim, a alta de juros nos EUA teria, ao estimular o processo de redução de risco, afetado países emergentes mais fortemente do que outros mercados. O Brasil era, até então, um claro consenso entre os emergentes e, em razão disso, teria sido mais afetado quando esse processo ganhou corpo.

Faz sentido apostar na continuidade deste processo? Se o raciocínio anterior for válido, a resposta a esta questão depende muito da continuidade da alta dos juros de longo prazo nos EUA. Chama a atenção, no entanto, que a curva de juros americana já projeta, nos patamares atuais, uma alta nos Fed Funds superior àquela que o próprio BC americano acredita ser a de equilíbrio de longo prazo. Isso torna o cenário muito sensível a qualquer surpresa negativa de

crescimento, o que poderia reverter rapidamente o movimento que estamos vendo até agora. Como se vê, extrapolar a tendência de curto prazo no câmbio para os próximos meses não é nada trivial.

Bolsa

A exemplo de março, o IBrX fechou novamente no zero a zero em abril. Em nossa visão, a bolsa continua com potencial atrativo de alta, se considerarmos apenas os resultados das empresas. Esperamos crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX de 28% em 2018, 14% em 2019 e 13% em 2020. Se este cenário se confirmar, o P/L do IBrX no final de abril, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estaria em 15,1. Para manter este mesmo P/L daqui a um ano (em abr/19), considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até abr/20), o IBrX deveria subir cerca de 25% nos próximos 12 meses. Em um cenário um pouco mais pessimista, se considerarmos uma volta do P/L para 14, o potencial de alta seria de 17%, considerando as mesmas premissas.

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.

