



KEN LEECH
Chief Investment Officer

Comentário de Mercado

SETEMBRO 2018

Sumário

- No início de 2018, eram onipresentes os relatórios do mercado que previam uma “recuperação global sincronizada”, e o otimismo com o crescimento global era pronunciado. Mas, desde então, a chamada “divergência global” tem sido extraordinária. Nossa visão de uma ampla e sustentada recuperação global tem sido desafiada nas mais diversas frentes.
- O mercado de ações dos EUA atingiu seu pico, marcando o agora mais longo mercado de alta na história americana. O crescimento econômico é forte, e no segundo semestre de 2018 esperamos a continuidade desse quadro. Mas os mercados de ações da China e dos Mercados Emergentes, de maneira geral, não apenas têm apresentado baixo desempenho – eles simplesmente despencaram. Todos estão em firme tendência de baixa.
- Esta redução da expectativa de crescimento global veio a partir de níveis muito altos e insustentáveis. A questão crucial é se essa revisão para baixo é o começo de um declínio, ou se é apenas o retorno ao nível mais moderado de crescimento (3,5% - 4,0%) dos últimos anos. Nós acreditamos nessa última hipótese, mas reconhecemos que os riscos aumentaram.
- Por que alguém investiria agora em dívida de Mercados Emergentes? Mercados em baixa oferecem boas oportunidades de investimento. Em nossa opinião, os fundamentos e o valuation dos ativos vão acabar prevalecendo no final do dia.
- O ponto chave para o nosso cenário é a continuidade sustentada do crescimento global moderado.

2018: o ano da divergência

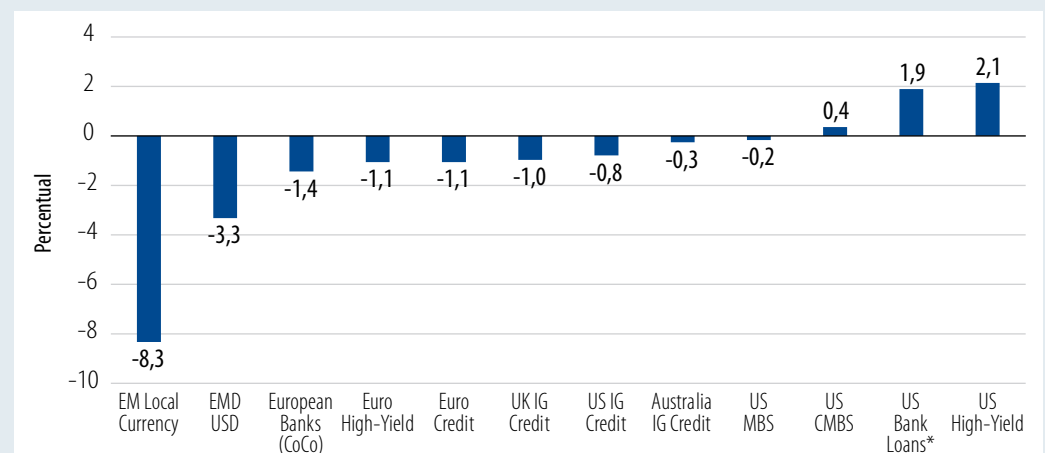
Em cada um dos anos que marcaram o profundo mal-estar que atingiu a economia global após a crise financeira global (2010 – 2016), o Federal Reserve (Fed) se mostrava otimista sobre crescimento, recuperação da inflação em direção à meta e possíveis aumentos das taxas de juros. Nenhum desses prognósticos se concretizou.

A partir de 2017, finalmente os ventos contrários no mercado global começaram a ceder, a recuperação global começou a se ampliar e a se tornar menos frágil. O crescimento dos EUA parecia mover-se para acima da tendência de longo prazo, a inflação parecia mover-se lentamente para a meta, e o Fed poderia finalmente realizar uma normalização muito gradual das taxas de juros.

Nesse ambiente, os ativos de risco seriam muito mais atrativos em relação aos títulos soberanos, não só nos EUA, mas globalmente. O setor que havia sofrido mais severamente no período pós-crise e cujos ativos estavam mais baratos, os Mercados Emergentes, seria o principal beneficiário. Em 2017, tudo correu de acordo com o script.

O ano de 2018 começou no mesmo tom: os relatórios do mercado que falavam de uma “recuperação global sincronizada” eram onipresentes e o otimismo sobre o crescimento global era generalizado. Mas, na medida em que o ano avançou, a divergência do crescimento global se mostrou cada vez maior, com efeitos negativos sobre os mercados. O mercado de ações dos EUA atingiu seu pico de todos os tempos, com o agora mais longo período de alta na história dos EUA, mas os mercados de ações da China e dos Mercados Emergentes, medidos, respectivamente, pelos índices Shanghai e MSCI Emerging Markets, não apenas tiveram desempenho inferior – eles simplesmente mergulharam. Ambos estão, agora, em tendência de baixa.

Figura 1: Retornos Excedentes nos Diversos Setores de Crédito (Ano 2018 até 24 Ago 18)



Fonte: Bloomberg Barclays, J.P. Morgan, Western Asset. Em 24 Ago 18
*Bank loan retorno e xcedente vs. 3-Month LIBOR

A Figura 1 mostra um quadro semelhante para os mercados de renda fixa, exibindo os retornos excedentes dos diversos setores de crédito para o ano até o dia 24/08. Como se pode ver, os spreads de crédito nos EUA se mantiveram razoavelmente bem, enquanto os spreads fora dos EUA apresentaram desempenho bastante ruim.

EUA: bom crescimento e inflação sob controle

Nos EUA, o quadro econômico tem sido melhor do que antecipamos. Crescimento acima da tendência de longo prazo, inflação controlada e um Fed cauteloso continuam sendo nosso cenário-base. No primeiro semestre de 2018, o crescimento foi de mais de 3%, enquanto a inflação finalmente flertou com a meta de 2% do Fed, após oito anos de expansão econômica. A combinação de maior crescimento com uma inflação moderada proporcionou um cenário robusto que permitiu um desempenho superior da maioria dos ativos norte-americanos.

Para o segundo semestre de 2018, esperamos mais do mesmo. O crescimento pode ficar entre 2,5% - 3,0%, na medida em que o estímulo fiscal continua a ajudar na margem. Enquanto isso, as perspectivas de inflação permanecem comportadas, apesar da melhoria no mercado de trabalho. Acreditamos que a lenta ascensão das taxas de inflação nos EUA e no mundo desenvolvido que temos visto permanecerão. Com este pano de fundo em mente, o Fed reconheceu a necessidade de uma abordagem mais pragmática para as taxas de juros.

Embora uma alta em setembro seja consenso, o discurso do presidente do Fed, Jerome Powell, em Jackson Hole, sugeriu que as futuras altas estão longe de ser óbvias. Powell evitou o excesso de confiança em modelos econômicos, distanciando-se daqueles que advogam aumentos adicionais baseados em estimativas da taxa de juros neutra. Em uma referência reveladora à grande moderação de Greenspan em meados da década de 1990, Powell disse que uma abordagem de “esperar para ver” pode ser mais apropriada, enquanto as expectativas de inflação permanecerem bem ancoradas. Por fim, Powell concluiu seu discurso observando que “nós não vimos sinais claros de uma aceleração [da inflação] acima de 2%”. Um ouvinte atento pode facilmente juntar as peças: expectativas de inflação ancoradas, uma abordagem “esperar para ver” e nenhum sinal de inflação acelerando sugerem aumentos limitados da taxa básica de juros daqui em diante.

Os desafios para o crescimento global sincronizado

Nossas perspectivas de uma recuperação global ampla e sustentada foram desafiadas em uma variedade de frentes. Em nosso [último artigo](#), em 31/05/18, analisamos o baixo desempenho dos indicadores econômicos, em relação às expectativas, na Europa, Japão, China e Mercados Emergentes em geral. Esta redução do crescimento ocorreu a partir de um nível muito alto e, a nosso ver, insustentável. Isso deixa a questão crucial de saber se essa redução é o começo de uma tendência mais permanente de declínio, ou se se trata de um retorno ao crescimento mais moderado (3,5% - 4,0%) dos últimos anos. Somos fortes defensores da última hipótese, mas temos que reconhecer que os riscos aumentaram.

As incertezas geradas pela possibilidade de uma ampla guerra comercial pesa fortemente sobre as perspectivas de crescimento global, e particularmente para os Mercados Emergentes. Mesmo que pequena, a possibilidade de um declínio no comércio global, ou até um recuo em grande escala da tendência secular de globalização, representa um potencial cenário de desestabilização. Nesta frente, achamos que a preocupação precisa ser ponderada. A administração Trump tem incentivos significativos para entrar em acordos e encerrar disputas comerciais antes das eleições de novembro próximo. Continuamos a esperar

progresso no NAFTA e continuamos esperançosos em relação às negociações com a União Europeia. Por outro lado, o sucesso político que Donald Trump alcançou atacando o comércio chinês é indiscutível. Esta é uma questão com a qual republicanos e democratas concordam. Avaliamos que o governo Trump tem pouco incentivo político para acabar com essa tensão no curto prazo.

Além disso, temos a aceleração da desvalorização das moedas das economias emergentes, provocando como resposta aumentos das taxas de juros nesses países, o que acaba por levar a um crescimento econômico mais lento e, conseqüentemente, mais desvalorização cambial, em um ciclo de retroalimentação negativo. O overshooting de expectativas pessimistas e de desvalorizações cambiais não necessariamente se corrigem no curto prazo – na verdade, podem, inclusive, reforçar os riscos ao crescimento econômico. As dificuldades específicas de cada economia emergente também levam ao medo de contágio e ao reconhecimento de que os riscos de perdas por erros de política econômica podem ser substanciais. A Turquia representa o mais recente exemplo extravagante de sofrimentos auto infligidos, que colocaram a solvência de todo o país em xeque.

Por que continuar investindo em mercados emergentes?

Nesta mistura de riscos dos infernos, por que alguém teria dívida de países emergentes? Os mercados em baixa fornecem excelentes oportunidades de compra. Em um mundo onde as taxas de juros de 10 anos nos mercados desenvolvidos variam de 0% a 3% e os spreads de crédito encontram-se apertados, as taxas de juros de 10 anos nos mercados emergentes estão entre 7% e 10%. Além disso, as moedas das economias emergentes ex-China estão no menor nível em 5 anos, tendo se desvalorizado cerca de 35% desde 2013.

Mas, o que poderia provocar uma recuperação de preços? Nesse caso, nosso argumento é que o crescimento global continua a ser o principal determinante. Apesar dos grandes receios do mercado que, infelizmente, têm raízes plausíveis, o desempenho real do crescimento permanece sólido. Mais especificamente, os piores receios podem não se materializar. As tensões comerciais podem diminuir. Certamente, um acordo do NAFTA ou com a União Europeia mudariam a atmosfera. E, conquanto as tensões comerciais com a China possam persistir, elas também levaram as autoridades chinesas a fornecer estímulos fiscais e monetários para contrabalançar os efeitos das tarifas e, assim, manter o crescimento econômico.

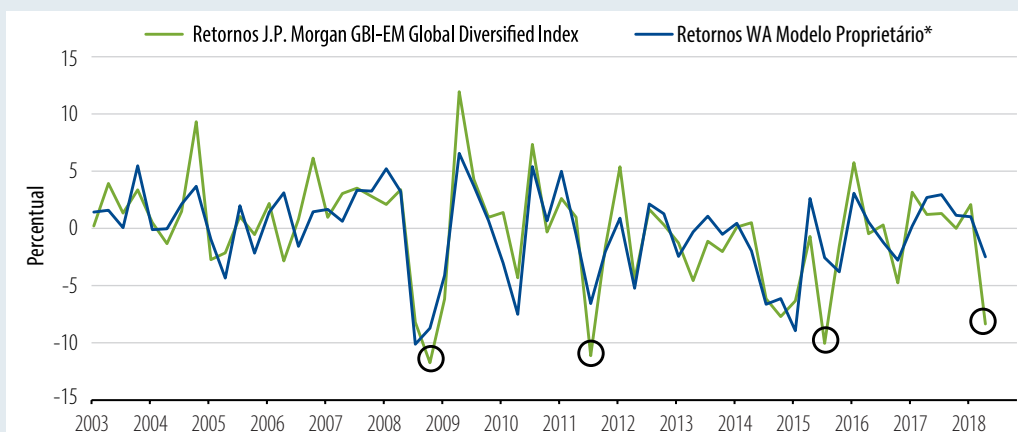
O que pode quebrar o ciclo de retroalimentação negativo nos mercados emergentes e o que dizer sobre o timing? Esta é sempre uma pergunta sem resposta. Em nossa opinião, o valuation e os fundamentos prevalecerão, mas antecipar o timing desse processo é virtualmente impossível. A Figura 2 mostra o desempenho da dívida dos emergentes (linha verde) e contrasta isso com o nosso modelo proprietário (linha azul), que leva em conta o crescimento global, os preços globais de commodities, o comportamento do dólar e as taxas de juros básicas nos mercados desenvolvidas. Quase todos os grandes bancos de investimento contam com um modelo deste tipo e, na verdade, o nosso não é substancialmente diferente.

Observando-se a ponta direita do gráfico, pode-se concluir que, se alguém conhecesse todas essas variáveis no início do ano, sair de Mercados Emergentes teria sido a escolha vencedora. Mas observe o grau de overshooting do desempenho dos Mercados Emergentes em relação à previsão do modelo. A diferença não é menos que espetacular. Isso reflete claramente o tamanho dos receios do mercado anteriormente enumerados.

Vamos olhar para os três episódios anteriores (todos circutados) de desempenhos fracos dos Mercados Emergentes desde o início da série de dados. O primeiro foi em 2008, quando o mercado precisava uma possível depressão global. A segunda foi em 2011, três anos após a crise do subprime, com receios de um

colapso europeu e, como consequência, de uma recessão global. A terceira foi em 2016, com receios de que o petróleo a US\$ 25 o barril e um colapso do crescimento chinês pudessem levar a uma recessão global. A quarta é hoje – há muitos receios, mas estaríamos à beira de uma recessão global? Na verdade, não será possível que continuemos no caminho de uma recuperação global sustentada?

Figura 2: EM Retornos Trimestrais —Atual vs. Retornos Modelo Proprietário



Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan, Western Asset. Em 30 Jun 18

*A regressão utilizada neste modelo proprietário da Western Asset é um cálculo interno que utiliza o diferencial do PIB Emerging Markets-Developed Markets, S&P GSCI Commodity Indices e resultados EUR/USD para explicar o histórico de desempenho das moedas dos Emerging Markets. Os coeficientes de cada variável da análise são determinados pelo output da regressão. Estes são estáticos: 1,08, 0,56 e 0,13 para o diferencial de PIB EM-DM, EUR e commodities, respectivamente. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Este comparativo é desenvolvido com o benefício da retrospectiva e tem limitações inerentes.

Ao examinar este gráfico, podemos observar as consequências imediatas de cada um dos pontos circunscritos. Quando as preocupações com o crescimento global diminuíram, ocorreram recuperações significativas. Embora não seja um padrão conclusivo, não deixa de ser significativo. Este é o desafio desta classe de ativos. Grande e indesejada volatilidade pode se desenvolver sem aviso prévio. É por isso que gerenciar a exposição é tão decisivo. Por outro lado, as oportunidades de retorno excedem em muito a proporcionada pelo investimento em dívida dos mercados desenvolvidos.

A Figura 3 mostra duas tabelas que demonstram as oportunidades em Mercados Emergentes daqui para frente. A primeira é o nível de câmbio de breakeven em períodos de um e três anos, que mostram a enormidade das desvalorizações futuras que um investidor poderia suportar antes de ter um desempenho abaixo das taxas de juros dos mercados desenvolvidos. O segundo mostra o retorno total dos Mercados Emergentes se as taxas de câmbio atuais meramente mantivessem seus níveis atuais. O argumento de valuation é simples, particularmente se se espera que o crescimento global permaneça no caminho certo.

Figura 3: EM Valuation Atrativo

	EM Breakeven Taxas de Câmbio			Retorno Total Esperado das Moedas Locais		
	SPOT	1-Yr Fwd	3-Yr Fwd	Current YTW	1-Yr Retorno Esperado (%)*	3-Yr Retorno Esperado (%)*
Brasil	4,16	4,32	4,91	11,03	12,35	34,30
Índia	70,93	74,31	80,39	7,96	8,14	24,60
Indonésia	14,774	15,900	17,136	7,72	8,11	24,35
México	19,12	20,20	22,18	7,73	7,51	22,95
Rússia	68,13	70,82	75,92	8,40	9,40	26,10
África do Sul	14,75	15,47	17,21	8,30	8,21	23,79

Fonte: Bloomberg, Western Asset, Citigroup. Em 30 Ago 18

*Obs.: O retorno total é o cupom no horizonte de tempo relevante mais a variação no preço implícita pela variação no forward yield no horizonte de tempo relevante, dividido pelo preço inicial. Assumindo nenhuma variação FX ou na curva de juros, mas incluindo rolagens. Não pode haver garantia qualquer no nível de retorno total.

Ao escolher produtos de crédito ao invés de títulos soberanos, o investidor está em busca do spread. Hoje, o investimento em títulos corporativos grau de investimento até proporciona algum spread em relação a títulos do Tesouro, mas a relação risco-retorno não parece muito convincente. O melhor resultado para esse tipo de investimento seria obtido com a compressão dos spreads e, no nosso exemplo, de títulos corporativos de grau de investimento, nós avaliamos que a probabilidade disso acontecer não é significativa.

Mas, e o caso dos Mercados Emergentes? O spread entre títulos de Mercados Emergentes e de Mercados Desenvolvidos está, hoje, nas máximas de 12 anos. Em um mundo onde os rendimentos dos Mercados Desenvolvidos estão baixos e os spreads encontram-se apertados, aqui está um ativo com um spread substancial. Além disso, pode ocorrer compressão dos spreads dos Mercados Emergentes, o que melhoraria ainda mais a rentabilidade dessa classe de ativo. A chave para o nosso prognóstico é a continuidade do crescimento global moderado sustentado.

Um passo para trás, dois para frente

A espetacular divergência entre os preços dos ativos dos EUA e os de outros países sugere a ironia de duas questões antagônicas, e que atormentam aqueles que, como nós, têm mantido a narrativa de um lento mas constante crescimento global: os Mercados Desenvolvidos vão superaquecer, sugerindo que estamos muito pessimistas com o crescimento? Ou os Mercados Emergentes enfrentarão o colapso, sugerindo que estamos otimistas demais em relação ao crescimento global?

Nem uma coisa, nem outra. Nós sempre caracterizamos essa recuperação global como um processo de dois passos para frente, um passo para trás. O atual recuo dos Mercados Emergentes representa mais um exemplo de um passo para trás. Mas nossa visão continua otimista. Avaliamos que são grandes as chances de dois passos para frente.

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.