

Carta Mensal

Maio de 2018

O AMBIENTE ECONÔMICO PARA INVESTIMENTOS

O aumento da volatilidade nos mercados financeiros vivido no início de 2018 segue presente e, enquanto alguns temas perdem fôlego, outros tomam seu lugar, mantendo a mesma dinâmica de fortes oscilações. São eventos macroeconômicos, políticos e geopolíticos que dominam o noticiário, e trazem dúvidas quanto ao cenário prospectivo. Este ambiente, por sua vez, requer maior agilidade através de movimentações táticas nas carteiras de investimento.

AMBIENTE EXTERNO

No mundo, não houve grande mudança em relação ao tema de atividade desde março. A leitura é de uma perda de ritmo, o que não significa crescimento baixo, mas sim uma tênue desaceleração. Com isso, cessaram as recorrentes revisões para cima nas projeções, que inclusive davam sustentação aos mercados alguns meses atrás.

Índice de Surpresas Econômicas
(Global)



Fonte: Bloomberg

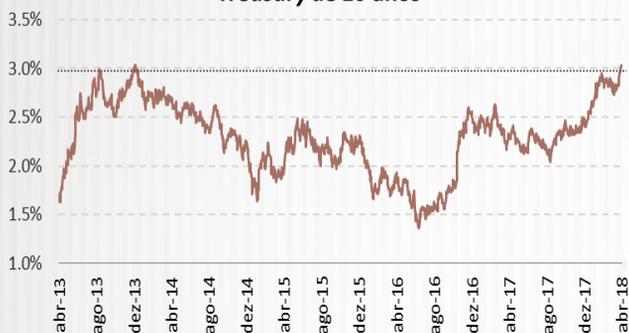
Mirando 12 a 18 meses à frente, admite-se que os vetores de impulso do PIB perderão fôlego em algumas das principais economias. É o caso, por exemplo, do estímulo fiscal nos EUA, ou os benefícios remanescentes da crescente liquidez, que agora começa a ser revertida com a alta de juros promovida pelo *Federal Reserve* (Fed). É forçoso reconhecer que o pico do crescimento está muito próximo, ou já ficou para trás. Isso não é necessariamente motivo para pessimismo, mas, como os mercados olham sempre para o futuro, acaba retirando suporte para uma tendência de alta dos ativos.

Tensões geopolíticas e confrontos comerciais entre China e Estados Unidos sem dúvida continuam presentes, embora tenham perdido um pouco de espaço nas últimas semanas. Não conseguimos mensurar esses riscos com precisão, mas sabemos que tais assuntos merecem bastante atenção, pois podem ressurgir com força a qualquer instante. É bom lembrarmos que, de tempos em tempos, o processo de redução da liquidez em dólares no mundo irá potencializar o impacto desse tipo de notícias negativas.

Já está contratada, por questões estatísticas (base de comparação muito deprimida), uma aceleração inflacionária nos EUA. Em paralelo, a baixa taxa de desemprego no país começa a gerar pressões salariais, mesmo que de forma tímida. Tudo isso ganha dimensão ainda maior se associado com a alta das commodities, em particular o petróleo. Neste ambiente, as expectativas de aumento mais intenso dos juros nos Estados Unidos vêm ganhando força e impactando as taxas prefixadas dos títulos soberanos. Os rendimentos das *treasuries* de 10 anos, provavelmente o ativo mais negociado no mundo, ultrapassaram o patamar simbólico dos 3% ao ano, o que gera apreensão. Se houver novo movimento repentino de alta destas taxas, então mais volatilidade se fará presente.

Aparentemente a valorização das *commodities* têm mais relação com questões relacionadas à oferta do que com pressões de demanda. A

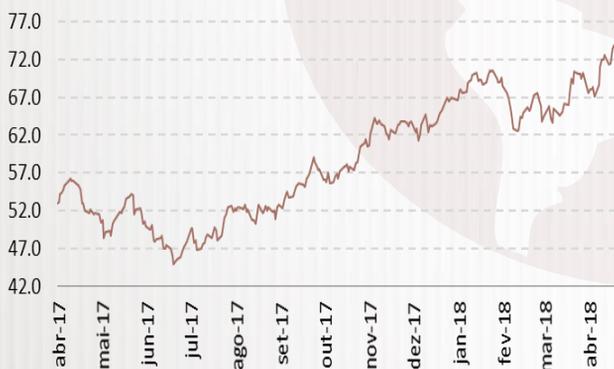
EUA Treasury de 10 anos



Fonte: Bloomberg

diminuição da produção de petróleo pela OPEP, que pode ser prorrogada por mais tempo, adicionada às preocupações com a revisão do acordo nuclear no Irã, são alguns dos elementos que levaram o barril para quase US\$ 75. Questões específicas também impulsionaram o alumínio e outros metais. Para os mercados emergentes, essa dinâmica acaba sendo positiva, mas cabe uma reflexão profunda sobre sua sustentação.

Petróleo (US\$/barril)



Fonte: Bloomberg

No que diz respeito à China, os indicadores mostram acomodação da atividade e certa atenuação das preocupações com os desequilíbrios da economia. Para contrabalançar o aumento da regulação que visa impedir o excesso de alavancagem em produtos financeiros fora dos balanços bancários, o governo reduziu a exigência de depósitos compulsórios para manter a liquidez

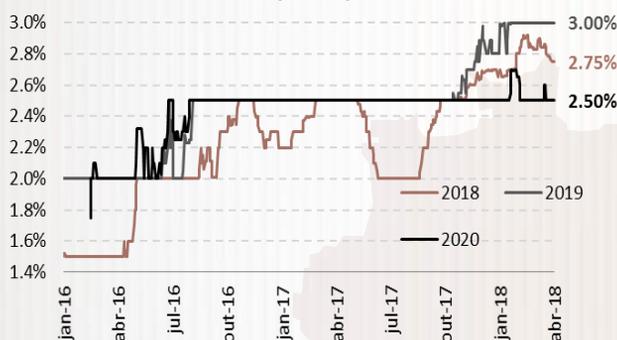
do sistema e preservar o crescimento. Fora disso, não há maiores novidades.

Globalmente, cabe destaque para a valorização recente do dólar na esteira da alta nas taxas das *treasuries*. A moeda americana volta a ganhar não somente em relação aos emergentes, mas também contra o iene e o euro. Neste último caso, após atingir US\$ 1,25/EUR, a cotação agora se aproxima de US\$ 1,20/EUR. Enquanto nos Estados Unidos a inflação começa a dar as caras, o fato é que na Europa ela segue bastante deprimida. Apesar de haver uma queda do desemprego na região, os salários não dão qualquer sinal de aceleração e a própria apreciação cambial ocorrida durante todo o ano de 2017 concorre para uma baixa inflação. Nesse diapasão, o Banco Central Europeu sinaliza que ainda não está próxima qualquer ação de aperto monetário.

AMBIENTE LOCAL

Na economia local, dados de fevereiro mais fracos acabaram cancelando revisões para baixo nas estimativas de crescimento do PIB (0,4% no primeiro trimestre). Alguns números até mostraram melhora em março, mas não o suficiente para elevar tais projeções.

Evolução das Projeções do PIB - Brasil (Focus)



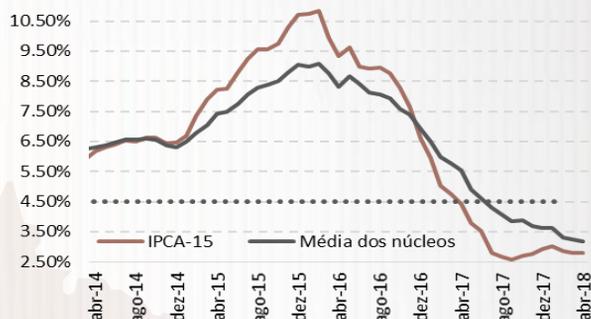
Fonte: Bloomberg

Continuamos acreditando que a desaceleração recente da atividade é apenas um ruído natural dentro da tendência retomada. Os juros bastante baixos e a liberação da demanda que ficou reprimida nos anos de recessão, ainda deveriam permitir um bom crescimento. Outra razão para tanto é que já houve uma queda não desprezível do endividamento das famílias. Contudo, se a confiança começar a cair por causa do receio com a eleição, então o cenário se complicará.

A inflação segue significativamente baixa, influenciada pelos preços dos alimentos, mas não apenas isso. As medidas de núcleo, que captam melhor as tendências de médio e longo prazos, igualmente continuam cedendo. O grupo dos serviços, normalmente com grande inércia, desacelera ininterruptamente. Como consequência disso e da maior credibilidade do Banco Central (BC), as expectativas de inflação diminuem também para 2019. Esses elementos pavimentam o

caminho para que a política monetária seja mais frouxa por bastante tempo. Ou seja, a Selic deve atingir os 6,25% em maio, como sinalizado pelo BC, e manter-se neste nível por um período prolongado.

Evolução do IPCA-15 (Acumulado em 12M)

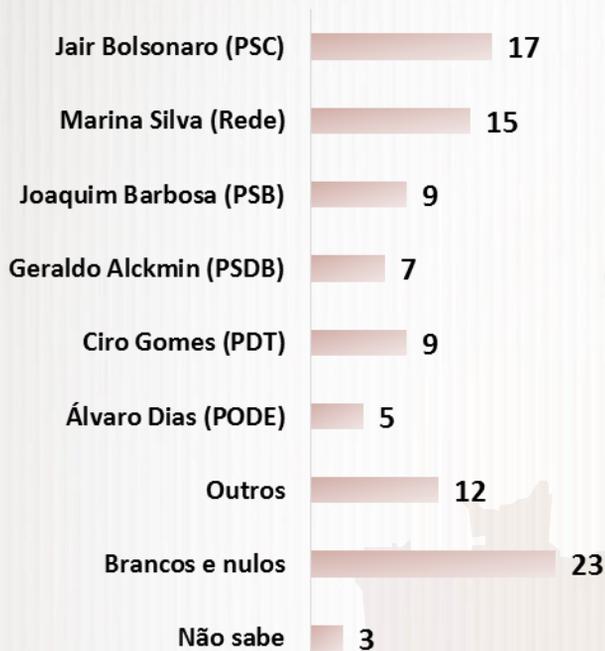


Fonte: Bloomberg

Essa folga inflacionária contratada por vários trimestres, no entanto, pode ser questionada adiante caso não seja dada continuidade às reformas fiscais necessárias para conter os gastos públicos, o que depende amplamente do resultado eleitoral de 2018. Nesse campo, prevalecem muitas incertezas.

São vários os potenciais candidatos e, agora, com a projeção dada a Joaquim Barbosa (PSB) pela última pesquisa Datafolha, o jogo fica ainda mais complexo. O ex-ministro do Supremo Tribunal Federal reúne muitas características que são desejadas pelo eleitorado. Em primeiro lugar, é visto como alguém de “fora da política”. Representa a justiça, a ética e o combate à corrupção. No mais, tem origem humilde e é uma pessoa que obteve sucesso por mérito próprio, enfrentando muitas adversidades. Esses predicados ainda nem foram explorados de maneira sistemática, o que sugere potencial de ascensão de Barbosa nas intenções de voto. Tudo isso, logicamente, ainda depende de ele e o seu partido, o PSB, chegarem a um acordo sobre sua candidatura.

Cenário Datafolha - 1º Turno



Fonte: Datafolha

Há um exercício incessante dos analistas em desvendar o que seriam os programas de governo dos concorrentes ao planalto. Alguns já têm uma linha mais clara, enquanto outros não. Posições firmes sobre temas como a reforma da previdência, o teto dos gastos, a reforma trabalhista, além de toda a agenda micro, não estão tão presentes. De forma vaga há um certo consenso desde a centro-esquerda até a direita sobre a necessidade de ajuste fiscal. Porém, a maneira de execução não é especificada. Temos que lembrar que existe também o debate de costumes, moral e valores. Esses assuntos podem ter bastante espaço, já que a opinião pública se mostra inclinada a se debruçar sobre os mesmos.

Dada a fragmentação atual, espera-se que com o tempo ocorra uma redução do número de candidatos, com menos nomes representando cada espectro político. Ao centro nota-se um incipiente esforço para chegar a uma convergência. Geraldo Alckmin (PSDB) e Michel Temer (MDB) já chegaram a acenar

nessa direção, enquanto Rodrigo Maia não dá tantas pistas. Ciro Gomes e Fernando Haddad (PT) promovem conversas sobre uma frente ampla de esquerda, o que pode desencadear uma aliança entre PDT e PT, mas isso não é claro hoje.

Enfim, essas incertezas continuarão presentes durante alguns meses, o que exige cautela. Por vezes o mercado poderá achar razões para otimismo na menor notícia positiva ou negligenciar as negativas. Isso, no entanto, dependerá do humor, que é definido por uma série de variáveis, incluindo o ambiente externo.

MERCADOS E ALOCAÇÃO

Continuamos com uma carteira mais defensiva, expressa através de um posicionamento *underweight* em renda variável e em juros reais. Já neutralizamos a alocação comprada em dólar, após a taxa de câmbio desvalorizar de maneira intensa e rápida, aproximando-se dos patamares que tínhamos como referência.

Entendemos que os próximos meses serão marcados por forte volatilidade, conferindo oportunidade para adicionarmos risco aos portfólios a preços melhores, ou quando tivermos mais clareza, mesmo que com preços já em alta.

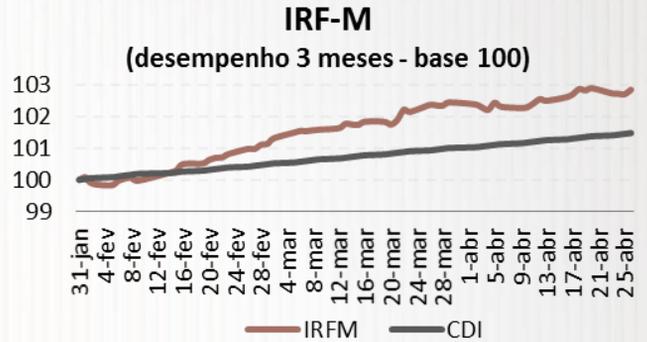
ATIVOS

JUROS NOMINAIS

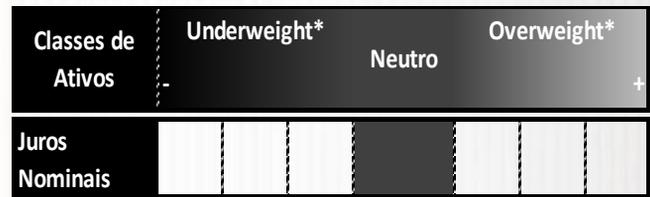
Os juros nominais prefixados com vencimento após 2021 tiveram alta no mês, refletindo o ambiente de maior aversão risco, e acompanhando a desvalorização do real. Dessa forma, as taxas longas ficaram ainda mais distantes das curtas, elevando a chamada inclinação da curva.

Por refletir em parte a expectativa para a trajetória da Selic, os juros prefixados mais curtos se mantêm relativamente baixos uma vez que a inflação deprimida não requer aperto monetário no horizonte visível. No entanto, quando esse momento favorável for desfeito, será preciso que estejam consolidados os bons fundamentos econômicos a fim de garantir a manutenção de um CDI abaixo de 7%. Sem convicção quanto a isso, o mercado fica exigindo remuneração mais alta nos títulos da dívida pública muito longos.

Esse ambiente deve prevalecer durante algum tempo, e não vemos grandes oportunidades na renda fixa nominal. Estamos neutros na classe de ativo o que significa alocação no patamar estrutural (ou estratégico), cuja proporção varia de acordo com o perfil de cada cliente. Para aqueles que estão muito concentrados em aplicações pós fixados, achamos conveniente trabalhar a diversificação do portfólio com papéis prefixados em proporção mais próxima ao nível estrutural, privilegiando os vencimentos entre 2021 e 2022. Estes são suficientemente longos para garantir uma melhor remuneração, mas não tão longos que gerem um risco desproporcional.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Santander Private Banking

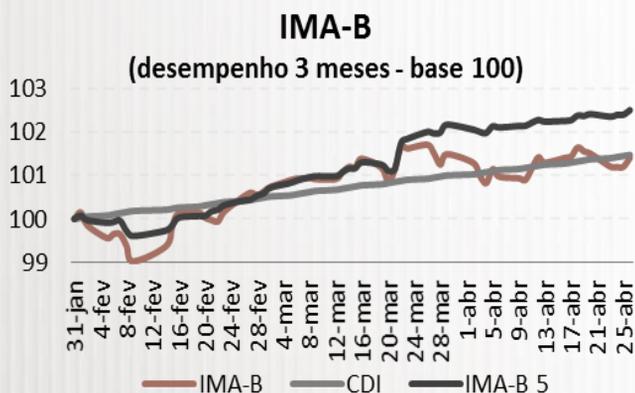
Fonte: Santander Private Banking

JUROS REAIS

Os juros reais ficaram mais estáveis ou cederam até o vencimento 2022. Dali em diante houve aumento crescente. O movimento seguiu o mesmo racional dos juros nominais. Taxas curtas ancoradas pela perspectiva de Selic baixa, enquanto as longas sofreram os efeitos do aumento das incertezas.

Estamos *underweight* nessa classe de ativo (o que não significa ter zero de alocação, mas sim uma proporção inferior ao nível estrutural), refletindo nossa visão cautelosa de cenário. cremos que esse posicionamento colabora para a composição de uma carteira mais defensiva, que nos ajuda a atravessar um período de mais turbulência.

Destacamos que, entre os papéis de juros reais, preferimos os vértices intermediários (entre 2022 e 2024), e ressaltamos a importância de recorrer às emissões privadas com incentivo fiscal, que, em ambiente de CDI tão baixo, são fundamentais para agregar ao retorno do portfólio.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Santander Private Banking

RENDA VARIÁVEL

As principais bolsas do mundo chegaram a se valorizar até meados de abril, mas perderam força ao final do mês. Desde fevereiro índices como o S&P-500 caminham de forma lateral, em intervalos cujos pisos, se rompidos, abrem grande vulnerabilidade. A alta dos juros prefixados nos EUA tem sensibilizado os mercados de ações no mundo, o que tende a continuar adiante. Por outro lado, a safra de resultados das empresas americanas com números positivos é reivindicada como um importante suporte. Porém, com lucros historicamente já muito elevados, começa a importar mais a capacidade de manutenção destes níveis, ou sua aceleração quando olhamos para 2019 em diante. Com margens bastante altas, quase sem precedentes, é difícil acreditar que isso será possível, principalmente com juros maiores.

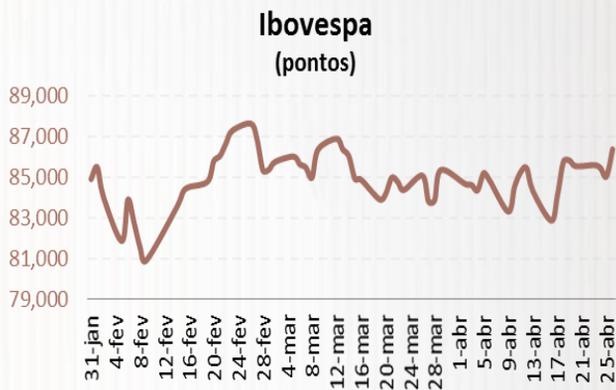
Não vemos um ambiente negativo capaz de consolidar uma tendência de baixa nas bolsas externas, mas tampouco enxergamos razão para otimismo. O cenário é de ausência de tendência e muita volatilidade.

Os mercados emergentes, por sua vez, vêm se sustentando na esteira da alta das commodities, cuja trajetória não permite convicção de continuidade.

O Brasil, neste ambiente, tem se saído relativamente bem. O Ibovespa opera com volatilidade relativa até moderada. Há uma resistência forte a quedas mais acentuadas devido ao suporte dado pelos juros locais baixos e pela desvalorização do real.

Mantemos uma posição *underweight* em

renda variável, atentos a eventuais oportunidades para voltarmos com a alocação, mas ainda não vemos elementos que justifiquem o movimento.



Fonte: Bloomberg

Classe de Ativo	Underweight*	Neutro	Overweight*
Renda Variável			

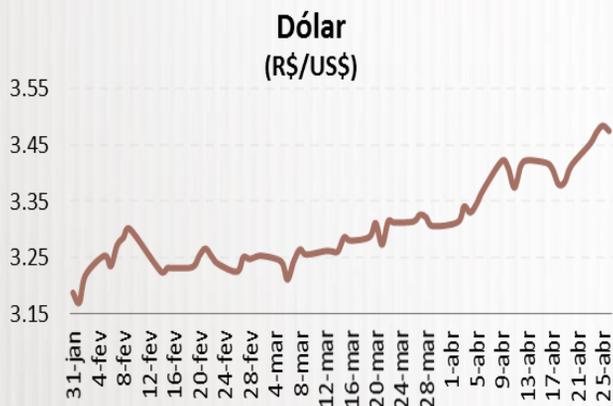
Fonte: Santander Private Banking

Fonte: Santander Private Banking

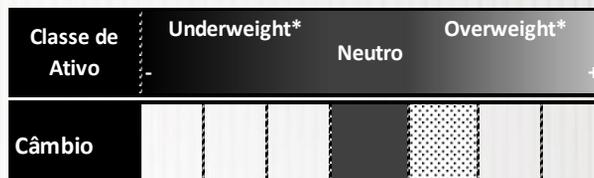
CÂMBIO

No fim de abril nós zeramos a posição comprada em dólar, que havíamos construído em março. A taxa de câmbio desvalorizou de maneira bastante rápida e intensa, atingindo patamares que julgamos mais compatíveis com os riscos atuais. Tal alocação tinha como objetivo justamente proteger e diversificar os portfólios, diante dos baixos níveis da Selic, dos ruídos eleitorais e da volatilidade externa.

Agora estamos atentos à evolução do cenário, sempre abertos a reconsiderar a posição caso necessário. Lembramos que o real tem a seu favor o fato de as contas externas brasileiras continuarem muito saudáveis (forte balança comercial, investimento estrangeiro direto robusto e níveis elevados de reservas). No entanto, o CDI não é mais tão atraente para aplicações em renda fixa na comparação com os juros internacionais, principalmente se levado em consideração o aumento de incertezas.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Santander Private Banking

RECOMENDAÇÕES



* Underweight/Overweight representam recomendações abaixo/acima do patamar Neutro

Alocação do mês anterior

Fonte: Santander Private Banking

PROJEÇÕES ECONÔMICAS

	2016	2017	2018
Crescimento mundial	3.2%	3.6%	3.7%
Estados Unidos	1.5%	2.2%	2.3%
Zona do Euro	1.8%	2.1%	1.9%
Alemanha	1.9%	2.1%	1.8%
Reino Unido	1.8%	1.7%	1.5%
Japão	1.0%	1.5%	0.7%
China	6.7%	6.8%	6.5%
Brasil			
PIB - Crescimento real	-3.6%	1.0%	3.0%
IPCA (A/A)	6.3%	2.8%	3.7%
IGP-M (A/A)	7.2%	-0.9%	4.5%
Taxa Selic (fechamento)	13.75%	7.00%	6.25%
Conta-corrente (% do PIB)	-1.3%	-0.5%	-0.8%
Taxa de Câmbio (fechamento - R\$/US\$)	3.26	3.30	3.50
Resultado Fiscal Primário (% do PIB)	-2.5%	-1.7%	-2.3%

Fonte: Santander Economia e FMI

ÍNDICES DE REFERÊNCIA

ATIVOS DOMÉSTICOS

Dados Atualizados Até: 26/abr/18

Referências	abr-18	3M	6M	12M	2018	2017	Duration
CDI	0.47%	1.61%	3.38%	8.16%	2.09%	9.95%	-
IMA-B	-0.08%	1.94%	3.88%	11.25%	4.89%	12.79%	7.25
IMA-B 5	0.33%	2.77%	4.66%	11.67%	3.90%	12.58%	1.96
IRF-M	0.39%	3.08%	5.33%	12.91%	4.21%	15.20%	2.24
Ibovespa	1.19%	2.99%	7.07%	13.08%	13.06%	26.86%	-
IPCA*	0.30%	0.54%	1.60%	2.68%	0.86%	2.95%	-

RENDA VARIÁVEL - GLOBAL

Referências	abr-18	3M	6M	12M	2018	2017
S&P-500	0.99%	-6.01%	3.98%	11.71%	-0.77%	19.42%
Eurostoxx	4.30%	-3.77%	-2.85%	-2.03%	-0.52%	6.49%
MSCI - Global (US\$)	1.30%	-6.27%	3.07%	11.16%	-0.69%	20.11%
MSCI - Emergentes (US\$)	-2.13%	-9.09%	2.55%	16.47%	-0.80%	34.35%
MSCI - Europa (US\$)	3.56%	-4.31%	-1.92%	-1.33%	-1.57%	7.27%

MOEDAS

Referências	abr-18	3M	6M	12M	2018	2017
Dólar Vs Real	5.11%	10.61%	7.41%	9.48%	4.91%	1.76%
Euro Vs Real	3.43%	7.93%	10.65%	21.52%	6.21%	16.03%
Euro Vs Dólar	-1.60%	-2.46%	3.01%	11.00%	1.34%	14.15%
Libra Vs Dólar	-0.71%	-2.27%	5.46%	8.34%	3.54%	9.51%
Dólar Vs Iene	2.70%	0.07%	-3.64%	-1.58%	-3.16%	-3.65%

COMMODITIES

Referências	abr-18	3M	6M	12M	2018	2017
CRB - Commodities Global (US\$)	-2.11%	-1.67%	-3.72%	-5.40%	-3.15%	2.19%
CRB - Metais (US\$)	-2.23%	-3.49%	-10.73%	-15.69%	-7.32%	13.27%

* O IPCA utilizado no mês de referência trata-se da projeção do Relatório Focus do Banco Central.

Fonte: Bloomberg

Market Advisory Group

Rafael Nascimento Bisinha, CFP®
+55 (11) 3553-9496
rbisinha@santander.com.br

Arthur Yukio Sinzato, CFA
+55 (11) 3553-5034
asinzato@santander.com.br

Ricardo Aralios Neves
+55 (11) 3553-1250
rineves@santander.com.br



ESTAMOS CONECTADOS 24 HORAS, 7 DIAS POR SEMANA



**APLICATIVO
SANTANDER**



**APLICATIVO
WAY**



**SANTANDER
.COM.BR/PRIVATE**

Private Direto

Consultas, informações e transações.

3003 7750

(principais capitais)

0800 723 7750

(outras localidades)

55 (011) 3553 4156

(ligações no exterior)

Das 8h às 22h,

todos os dias,

inclusive feriados.

Escritório Private

Dúvidas e informações:

0800 702 1212

Das 9h às 18h,

de segunda a sexta,

exceto feriados.

SAC

Reclamações, cancelamentos e informações:

0800 762 7777

Pessoas com deficiência auditiva ou de fala:

0800 771 0401

No exterior, ligue a cobrar

para: **55 (11) 3012 3336**

Atendimento 24h

por dia, todos os dias.

Ouvidoria

Se não ficar satisfeito com a solução apresentada:

0800 726 0322

Pessoas com deficiência auditiva ou de fala:

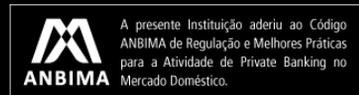
0800 771 0301

Disponível das 9h

às 18h, de segunda a

sexta-feira, exceto feriados.

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. As informações, opiniões, estimativas e previsões nele contidas foram obtidas de fontes consideradas seguras pelo Banco Santander (Brasil) S.A., mas nenhuma garantia é firmada pelas fontes, pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ou empresas a ele ligadas quanto a correção e integridade de tais informações, opiniões e estimativas, ou quanto ao fato de serem completas. Os investimentos nele apresentados podem variar de preço e valor. Os investidores poderão obter resultados inferiores ao seu investimento. A performance do passado não representa garantia de resultados futuros. Este material destina-se à informação de investidores e não constitui oferta de compra ou venda de títulos e/ou valores mobiliários. O Banco Santander (Brasil) S.A. e/ou suas empresas ligadas, poderão, eventualmente, possuir em carteira ou ter rendimentos relacionados a títulos e/ou valores mobiliários direta ou indiretamente referidos neste material. As aplicações em cotas de fundos de investimento somente poderão ser efetuadas com base no regulamento, no prospecto e no material publicitário de cada fundo. Os investimentos em fundos envolvem riscos e não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo seguro, ou ainda, do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. As informações adicionais sobre os custos do produto estarão à disposição quando solicitadas. Os investimentos apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. O preenchimento do formulário relativo à análise do perfil de investimento API – Análise de Perfil Santander é essencial para garantir a adequação do perfil do cliente ao produto de investimento escolhido. Leia previamente as condições de cada produto antes de investir.



ESTA PUBLICIDADE E/OU MATERIAL TÉCNICO SEGU E O CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA A ATIVIDADE DE PRIVATE BANKING. A VINCULAÇÃO DO SELO NÃO IMPLICA POR PARTE DA ANBIMA GARANTIA DE VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS.