



Sumário

- Os ativos de risco globais apresentaram performance bastante positiva em agosto, refletindo a postura mais dovish do Fed, que sinalizou um longo período de taxas de juros muito baixas.
- O Brasil não fez parte do rally global em função das incertezas sobre a trajetória futura da dívida pública. O ativo que mais sentiu o aumento do risco foram as taxas de juros de prazos mais longos.
- O Real foi, ao lado da Lira Turca, a moeda que mais se desvalorizou no mês, apesar de agosto ter sido um mês de Dólar mais fraco em geral.
- A bolsa também sentiu o aumento do risco-país em função das incertezas fiscais. Avaliamos que a bolsa tem um potencial de alta de 15% para os próximos 12 meses.

Visão do Gestor

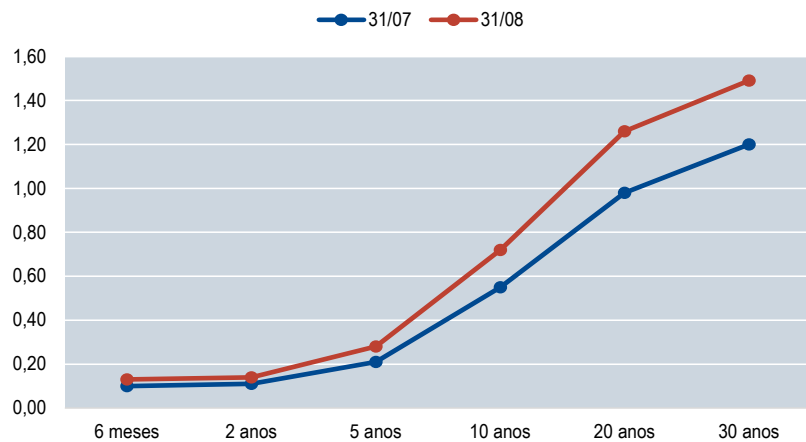
Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Debates no governo sobre o orçamento de 2021 e o fim dos estímulos fiscais fizeram com que os mercados colocassem em dúvida a trajetória da dívida pública.	●	●	●
Discurso de Jerome Powell colocando mais peso no emprego do que na inflação levou os mercados a aprofundar a convicção de que a política monetária continuará frouxa durante muito tempo.	●	●	●

Cenário Global

As taxas de juros de prazos mais longos subiram nos EUA, conforme podemos observar no Gráfico 1.

Gráfico 1. Curva de Juros EUA



Fonte: BDS

Os livros-textos de economia ensinam que uma curva de juros fica mais inclinada (os juros longos sobem mais do que os juros curtos) por um dos dois seguintes motivos (ou uma combinação entre eles):

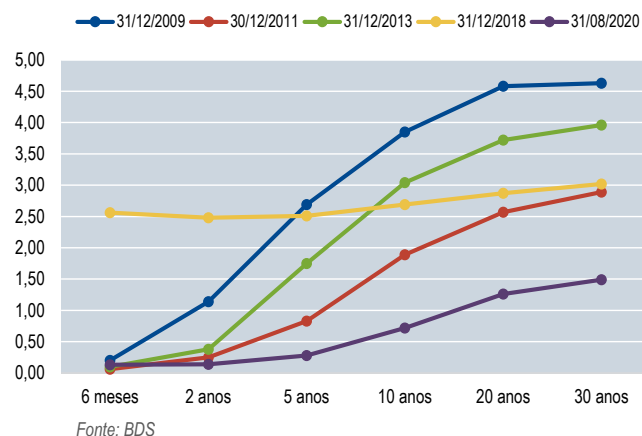
- Quando os agentes econômicos precificam uma atividade econômica mais forte, provocando a expectativa de aumento da inflação no futuro.
- Quando aumentam as incertezas sobre a trajetória da dívida pública, gerando desconfiança nos agentes econômicos e, como consequência, aumento do prêmio pelo risco.

No caso dos EUA, apesar dos enormes pacotes fiscais patrocinados pelo Tesouro, não podemos dizer, pelo menos por enquanto, que há alguma dúvida adicional dos agentes em relação à solvência do Tesouro. Portanto, resta-nos a primeira alternativa: houve uma reavaliação sobre as perspectivas de crescimento da economia norte-americana, o que fez com que os títulos mais longos subissem até 30 pontos-base no mês.

No entanto, como disse o CIO da Western Asset, Ken Leech, em seu último Comentário de Mercado ([leia a íntegra aqui](#)), “Acreditamos que essa recuperação econômica não está nem remotamente fora de risco. Em nossa opinião, os formuladores de políticas estão certos em estar totalmente focados em evitar uma recaída. As taxas de juros e a inflação podem permanecer anêmicas por anos. Será uma longa escalada para fora deste buraco se tudo correr bem. [...] a vitória na batalha contra as pressões baixistas na atividade econômica e na inflação está longe de ser certa. Olhando para o futuro, o aumento maciço da dívida global – que já era um grande problema antes da crise – retardará o crescimento por anos. Acreditamos que este será um trabalho longo e difícil”.

Portanto, não nos parece que essa elevação, apesar de fazer sentido no curto prazo, possa se sustentar ao longo do tempo. Um pouco de história pode nos dar pistas do que podemos esperar. No Gráfico 2, apresentamos a evolução da curva de juros nos EUA ao longo dos quase últimos 11 anos. No final de 2009, depois de o Fed ter reduzido a taxa básica de juros a zero, as taxas longas precificavam a volta da normalidade mais à frente. As taxas de 5 anos, por exemplo, estavam em quase 3% e as mais longas acima de 4%. Depois de dois anos, no final de 2011, começou a ficar claro para os agentes que a normalidade se daria com juros em patamares mais baixos: o 5 anos estava pagando abaixo de 1% e os títulos mais longos abaixo de 3%. Em 2013, no entanto, quando o então presidente do Fed, Ben Bernanke, sinalizou o fim do programa de quantitative easing, as taxas voltaram a subir, não no mesmo nível de 2009, mas ainda assim próximo de alguma normalidade. Foi o pico da década. Desde então, as taxas longas nunca mais voltaram ao mesmo nível. Mesmo em 2018, quando o Fed começou efetivamente a subir as taxas de juros, a curva ficou praticamente “flat”, com os mais longos pagando taxas de juros próximas à taxa básica, no mesmo nível das taxas de 2011. A partir de 2019, quando o Fed percebeu que o nível de taxa de juros se encontrava em nível incompatível com a inflação esperada de 2%, interrompeu o processo de alta e iniciou uma política de cortes de juros. Até que chegamos aqui, com o Fed voltando a derrubar a taxa básica para zero para combater os efeitos da pandemia. A diferença para 2009, no entanto, é que as taxas longas já não precificam uma volta a uma “normalidade” que poderia até ser normal antes da Grande Crise Financeira de 2008, mas que hoje já não é mais.

Gráfico 2. Evolução das Curvas de Juros nos EUA



Os mercados ficaram bastante animados com o discurso de Jerome Powell, presidente do Fed, no simpósio de Jackson Hole. A natureza deste discurso já havia sido antecipada pelo nosso portfólio manager, John Bellows, em análise que reproduzimos em nossa newsletter passada ([veja aqui](#)). Em resumo, Powell deu ênfase bastante acima do normal (para um presidente de Fed) no desemprego, sugerindo alguma tolerância para uma inflação eventualmente acima da meta por algum tempo. Para um Banco Central que não tem conseguido elevar a inflação sequer para a meta nos últimos 11 anos de maneira consistente, esta parece ser uma promessa de taxas de juros zero para sempre. O movimento feito pelo Fed em 2018, procurando normalizar a política monetária antes de a inflação ter realmente retornado para a meta, parece ser coisa do passado.

Os ativos de risco responderam como se esperava. O S&P500 subiu mais 7,0% em agosto, perfazendo uma alta de 36,5% nos últimos 5 meses e fazendo a máxima do ano mesmo em meio às incertezas da pandemia. O que demonstra que os investidores viraram a página do Covid-19 e estão buscando alternativas para fazer o seu dinheiro render em um mundo com taxas de juros próximas de zero até onde a vista alcança.

Cenário Doméstico

Renda Fixa

Ao contrário do que vem ocorrendo nos países desenvolvidos em geral e nos EUA em particular, a curva de juros brasileira vem precificando uma elevação significativa de juros em um futuro próximo. Relembrando os dois possíveis motivos para que a inclinação da curva de juros se eleve, descritos na seção anterior, no caso brasileiro a razão está na desconfiança dos agentes econômicos com relação à trajetória da dívida pública a partir de 2021. Não que esta desconfiança não existisse antes, mas o temor se materializou a partir das discussões sobre o orçamento do ano que vem.

Sabemos que o auxílio emergencial, no valor de R\$ 600, além de ser bem maior do que o Bolsa Família, atingiu um público muito maior do que

o programa de assistência original. A ordem de grandeza dos gastos é outra: o Bolsa Família custa algo como R\$ 3 bilhões/mês, enquanto o auxílio emergencial custa por volta de R\$ 50 bilhões/mês. Obviamente não cabe no orçamento. Mas quanto cabe? Essa é a discussão. Além, claro, das pressões por um programa de investimentos que ajude na recuperação do emprego.

A posição ambígua do presidente em relação ao cumprimento do teto de gastos não ajudou, o que fez com que boatos da saída do Ministro da Fazenda do governo tenham sido recorrentes ao longo do mês. A saída de dois dos seus principais auxiliares, Salim Mattar e Paulo Uebel, tampouco ajudaram a afastar a ideia de que o Ministro da Fazenda está cada vez mais isolado na tarefa de manter a disciplina fiscal do governo. Notícias recorrentes de que o Tesouro está com dificuldade de rolar a dívida, precisando encurtar os seus vencimentos, foram mais um ingrediente na receita para o nervosismo do mercado.

Mas, do que exatamente estamos falando? A relação dívida bruta/PIB deve atingir algo próximo de 97% no final deste ano, podendo ser mais, a depender do tamanho do auxílio emergencial daqui até o final do ano. Este montante é recorde histórico e muito maior do que a média encontrada em países emergentes. O outro lado da moeda, no entanto, é o baixo nível das taxas de juros, o que torna o carregamento da dívida menos oneroso do que em outros tempos. Hoje, a taxa de juros que incide sobre a dívida bruta é de cerca de 6% ao ano. Há cinco anos, quando a dívida era metade do montante atual, a taxa era o dobro. Ou seja, temos o mesmo custo de carregamento da dívida mesmo com o dobro da dívida. Isso não significa que não seja um custo alto.

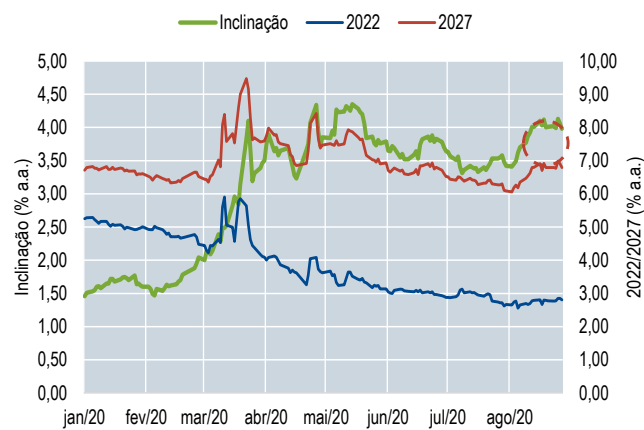
De qualquer forma, o mercado já absorveu a informação de que a dívida está e continuará alta por muito tempo. O que não está absorvido é a trajetória dessa dívida a partir de 2021. Com a continuidade da produção de déficits primários, a dívida continuará crescendo. E nada garante que as atuais baixas taxas de juros continuarão no atual nível. Deste modo, temos potencialmente uma trajetória explosiva da dívida pública.

O teto de gastos foi a solução encontrada para convencer o mercado (os credores) de que a dívida não teria uma trajetória explosiva. O único fator que faz com que a dívida diminua com o tempo é a produção de superávits primários. Com a impossibilidade de produzir superávits primários a partir de 2015, o país se viu às voltas com a perspectiva de descontrole fiscal e a volta do seu remédio clássico: inflação. Em 2016, o teto de gastos foi implantado porque era a única coisa que estava ao alcance do governo fazer: controlar seus próprios gastos. O aumento da carga tributária não estava entre as opções plausíveis, porque a atual carga já é elevada para padrões de países pobres, e nada garantiria que a nova carga daria conta de despesas que não param de crescer.

Em virtude do estrago causado pela pandemia, o debate sobre o teto de gastos foi antecipado em pelo menos dois anos. O orçamento já ficou apertado para abrigar todos os interesses envolvidos, e mais um Bolsa

Família turbinado e programas de investimento. No entanto, o teto de gastos é, por ora, a única âncora que garante alguma disciplina fiscal. Se o teto for flexibilizado (eufemismo para designar o seu fim), deverá ser substituído por outra política que convença os mercados de que a dívida pública não entrará em trajetória explosiva. O comportamento da curva de juros em agosto somente reflete o ceticismo dos agentes com relação a essa possibilidade. Como podemos observar no Gráfico 3, a inclinação da curva de juros voltou para próximo das máximas do ano.

Gráfico 3. Inclinação 2027-2022



Fonte: BDS / Western Asset

O cenário-base da Western Asset continua sendo o de manutenção de algum mecanismo crível de disciplina fiscal. Desde o Plano Real, quando conseguimos acabar com a inflação inercial, tem ficado claro para todos os governos e todos os agentes políticos que o controle da dívida é fundamental para a estabilidade da moeda. No início do Plano Real, tentamos por alguns poucos anos ancorar o Real ao Dólar, com o fracasso conhecido. A partir de 1999, começamos uma política de superávits primários, que permitiu ao país atingir o grau de investimento e perdurou com sucesso até 2015. A partir deste ano, a forte desaceleração da atividade econômica combinada com o aumento orgânico das despesas fez com que os superávits primários desaparecessem. Como já foi dito acima, o teto de gastos veio para ser a nova âncora de expectativas. Por isso, avaliamos que qualquer tentativa de flexibilização deverá ser acompanhada de alguma outra política crível. Qualquer outra alternativa será voltar mais de duas décadas no tempo, o que nos parece pouco provável.

Vale lembrar ainda que o teto de gastos foi implementado por uma Emenda Constitucional e, portanto, necessita de maioria de 2/3 do Congresso para ser modificada. Não se trata de tarefa simples, mesmo que signifique, no curto prazo, licença para gastar. A inércia, portanto, trabalha a favor da disciplina fiscal. Será preciso um esforço grande para abandoná-la. Ainda que nada seja tão difícil a ponto de ser impossível, ainda acreditamos que a disciplina, que permitiu que as taxas de juros chegassem aonde chegaram, será mantida.

Câmbio

Ao lado da Lira Turca, o Real foi a moeda que mais se desvalorizou em agosto dentre as principais moedas do mundo. Em relação ao Dólar, o Real se desvalorizou 4,9%, devolvendo os ganhos de julho.

O Real é, de longe, a moeda que mais se desvalorizou durante a crise da Covid-19. Mesmo moedas de outros países emergentes, em tese tão frágeis quanto o Brasil no enfrentamento da epidemia e de suas consequências econômicas, não se depreciaram na mesma magnitude. As que mais se aproximaram foram a Lira Turca e o Peso Argentino; mesmo assim, o Real se depreciou 9,0% em relação a essas duas moedas desde o início do ano. A tentativa de uma explicação para este comportamento combina desde taxas de juros reais muito baixas até a fragilidade da situação fiscal, pior que os pares emergentes.

O novo patamar em torno do qual o Real deverá se estabilizar dependerá de algumas variáveis: 1) o diferencial de taxas de juros entre Brasil e EUA, que está em seu patamar mais baixo da série histórica; 2) o déficit em conta-corrente, que deve diminuir com a forte desaceleração da economia global e local; e 3) o risco-país, que deve permanecer em patamar elevado, mas inferior aos atuais níveis, se a agenda fiscal caminhar na direção correta. Considerando estes três fatores, avaliamos que o Real pode se valorizar ainda este ano, com valorização adicional no ano que vem, na medida em que a atividade econômica mostre recuperação e a questão fiscal seja equacionada.

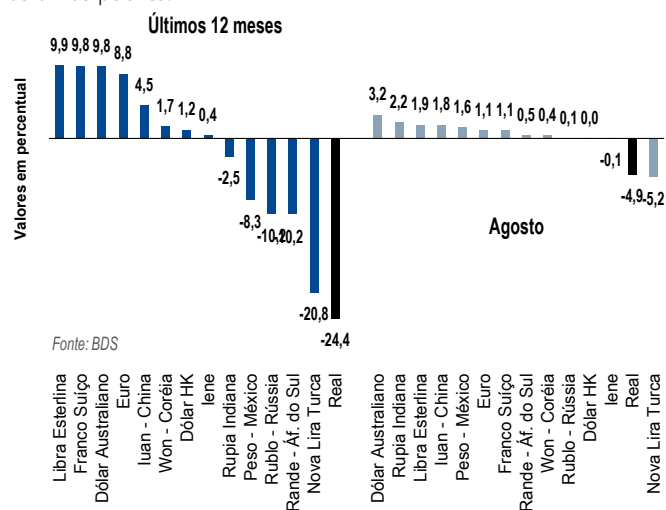
Bolsa

Em um mês histórico para as bolsas globais, refletindo a postura mais dovish do Fed, a bolsa brasileira ficou para trás em função do crescimento do risco fiscal, que afetou o risco-país. O IBrX caiu 3,4%, ficando a quase 20% da máxima do ano em termos nominais. Em dólares, o IBrX precisa subir 61% para atingir a máxima do ano, enquanto o S&P500 já ultrapassou a máxima anterior à crise em 3%.

Do ponto de vista de valuation, a bolsa tem um potencial de alta razoável, mesmo adotando premissas pessimistas para os lucros das empresas. Para avaliar o potencial de valorização da bolsa a partir do final de julho, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 13,0x (no final de agosto, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 15,2x). Revisamos o crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX, de forma a incorporar a recessão provocada pelas medidas de contenção do Covid-19. Desta forma, estimamos crescimento dos lucros em -45% em 2020 (revisado de +16%), +111% em 2021 (revisado de +10%) e +10% em 2022 (revisado de +5%). Considerando, portanto, um P/L de 13,0x daqui a um ano (em ago/21), e um crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até ago/22), o IBrX deveria subir cerca de 15% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em ago/20.

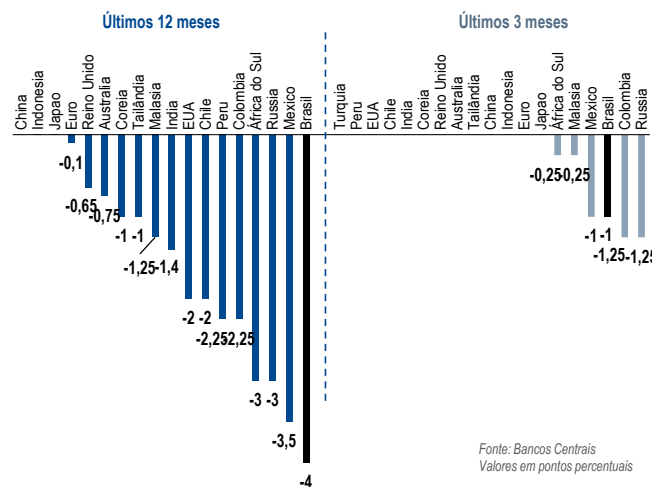
Moedas (contra o dólar)

Em um mês de dólar fraco, o Real e a Lira Turca foram as únicas moedas que se desvalorizaram. O motivo é um só: incertezas sobre a trajetória da dívida pública.



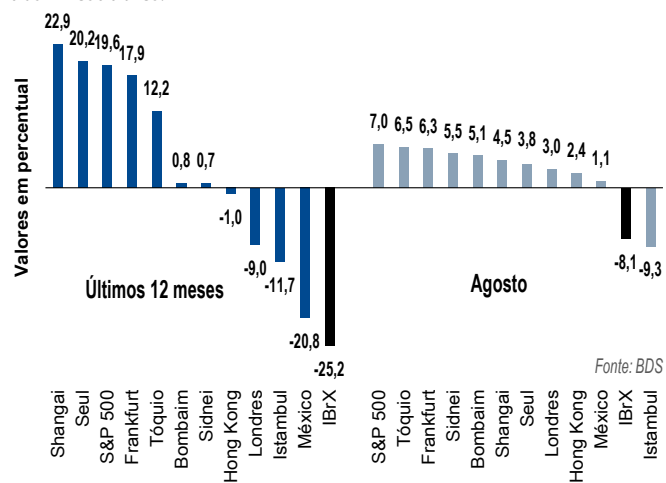
Taxas básicas de juros - variação

O movimento global de corte de juros parece estar chegando ao fim. Poucos BCs ainda continuaram a diminuir os juros básicos nos últimos 3 meses, incluindo o BC brasileiro.



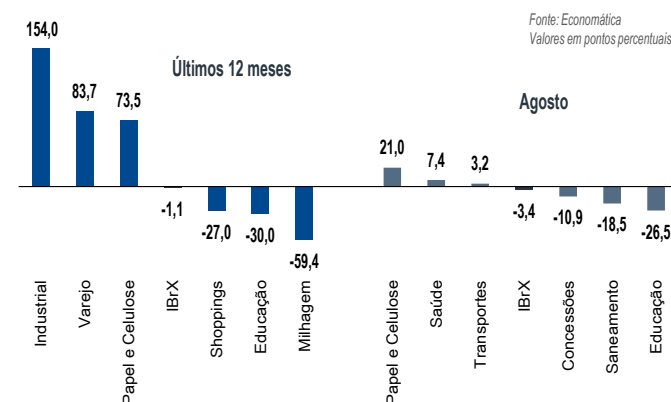
Bolsas do mundo (em dólar)

Em um mês de euforia nas bolsas globais, as bolsas no Brasil e na Turquia ficaram na contramão do mundo. Os riscos fiscais pesaram no humor dos investidores.



Principais destaques da bolsa

O setor de Educação continua sendo o de pior performance da bolsa, em meio às incertezas sobre a retomada das aulas.



Renda fixa local

O rally das taxas de juros que vinha ocorrendo desde o mês de abril foi interrompido no mês de agosto, em função das incertezas sobre a trajetória da dívida pública. Este movimento de alta dos juros foi mais concentrado na curva prefixada, fazendo com que as inflações implícitas também se elevassem.

