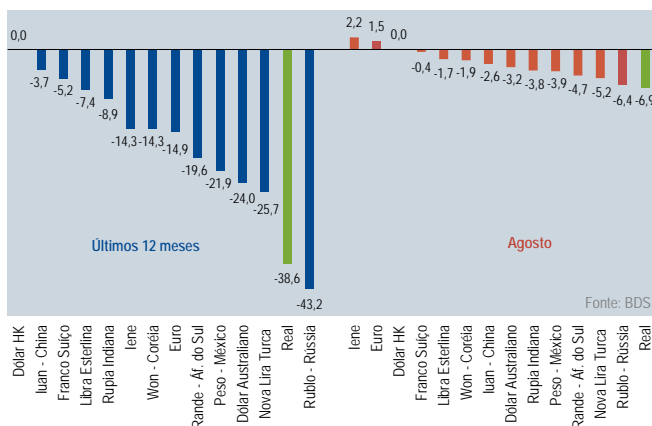




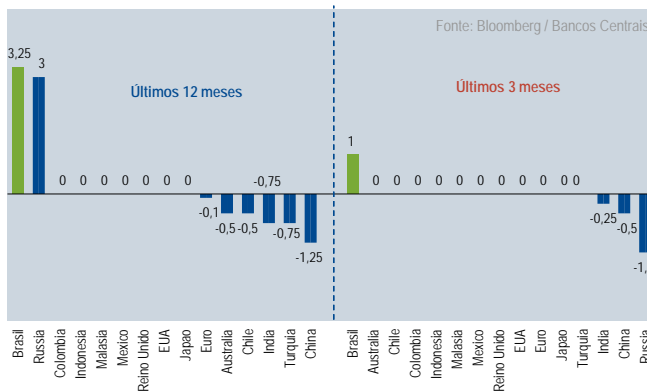
Moedas (contra o dólar)

Com a constatação da piora da situação fiscal, o real novamente desvalorizou-se acima da média global.



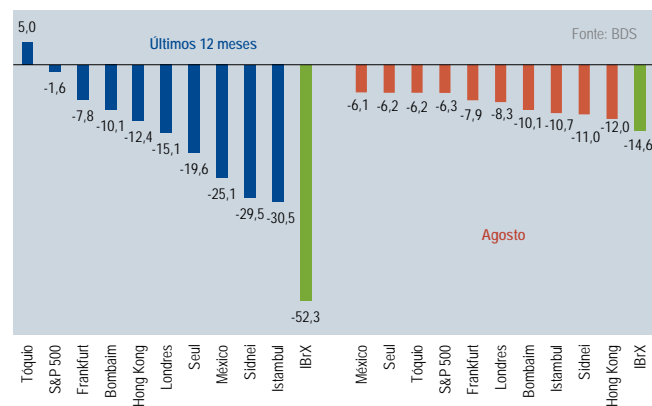
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua sendo a única grande economia que está apertando a política monetária neste ano.



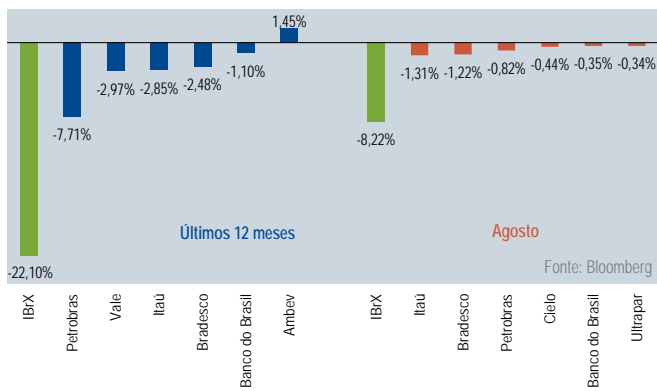
Bolsas do mundo (em dólar)

A desvalorização do real fez com que a bolsa brasileira continuasse liderando as perdas em agosto e nos últimos 12 meses.



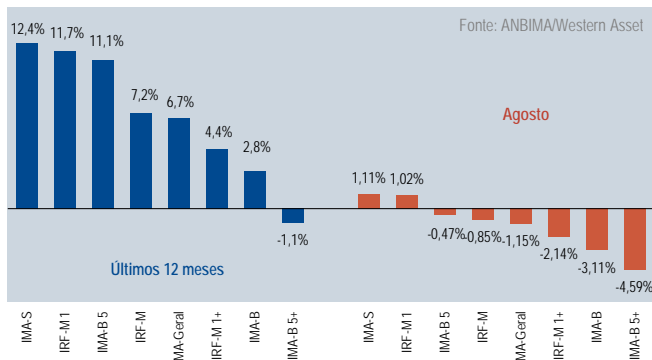
Principais contribuições para o IBrX

O aumento do risco Brasil pegou em cheio a bolsa local. Os bancos foram os mais prejudicados, com a ameaça de mais aumentos de impostos sobre o setor.



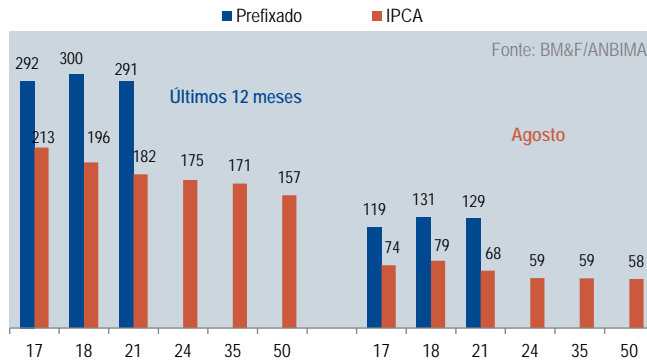
Renda fixa local - I

O aumento do risco fiscal prejudicou principalmente os IMAs mais longos.






Renda fixa local - II

Tanto os prefixados quanto as NTN-B tiveram a maior elevação desde setembro do ano passado, devido ao aumento do risco fiscal.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM AGOSTO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O governo perdeu por mais de 400 votos na Câmara uma votação sobre uma PEC que aumenta de maneira substancial o salário de algumas categorias do judiciário, mostrando total descontrole da base aliada no Congresso.			
A Moody's revisou a nota da dívida brasileira para Baa3, o último grau do que se considera Investment Grade. No entanto, ao contrário da S&P, manteve o outlook estável.			
A China deixou a sua moeda flutuar, através de um sistema que estabelece o preço do dia com base no fechamento do dia anterior. Incertezas com relação ao tamanho da desvalorização eventualmente desejada pelo governo deixaram os mercados voláteis.			
O presidente do Senado, Renan Calheiros, apresentou um conjunto de medidas de cunho liberal, acenando com a sustentação do governo, e acalmando o clima político.			
As bolsas da China continuaram desmoronando, piorando a percepção global sobre o real estado da economia daquele país.			
O executivo encaminhou uma proposta de orçamento para o Congresso com previsão de déficit para 2016.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional

Nesta newsletter, vamos compartilhar a visão de Ken Leech, Chief Investment Officer Global da Western Asset.

Se e quando o Fed aumentará a taxa básica de juros é uma grande questão para os mercados, mas não é a principal. A maior questão é a divergência entre o crescimento dos EUA e a do resto do mundo e, ainda mais importante, a trajetória da inflação. As condições para um aumento dos juros que a chairwoman do Fed, Janet Yellen, estabeleceu (estabilização da taxa de inflação e melhora contínua do mercado de trabalho), já foram suficientemente alcançadas para justificar este aumento. Nós avaliamos que o Fed começará o processo de aumento das taxas de juros no final deste ano. Mas se as taxas de juros são zero ou um pouco acima de zero é uma questão menos importante do que o ritmo do crescimento e da inflação daqui para frente. O ambiente externo sugere que os riscos de uma desaceleração aumentaram.

Três meses atrás, os mercados financeiros só falavam do tema “reflação”. Os mercados acionários estavam vibrantes – particularmente o mercado chinês, que parecia em tendência perpétua de alta. Os preços do petróleo pareciam estar estabilizados em US\$60/barril. As taxas das treasuries estavam subindo, e os mercados globais estavam particularmente focados no colapso dos títulos do governo da Alemanha. Otimismo dos mercados parecia focado nos benefícios esperados da política de acomodação monetária. Apesar dos dados apontarem para uma atividade medíocre, os mercados pareciam esperar uma recuperação da atividade econômica mais à frente.

Nossa tese à época era de que, apesar de continuarmos a acreditar na tese de “recuperação”, algum cuidado deveria ser tomado. A boa notícia é que estávamos certos em sermos cuidadosos. A má notícia é que foi necessário ser cuidadoso. Ao mesmo tempo em que o crescimento dos EUA está melhorando, o cenário global deteriorou-se. A inflação norte-americana estabilizou-se, mas o colapso dos preços das commodities exacerbou a tendência deflacionária global.

A China chocou os mercados globais com a abrupta mudança de sua política cambial, deixando de ser ancorada no dólar e permitindo a flutuação do yuan. A brusca desvalorização de 4%, ainda que surpreendente, não é em si uma ameaça ao cenário global. O desejo da China de adicionar flexibilidade cambial a uma política monetária acomodatória, e vindo após uma forte queda dos preços das ações, isso sim claramente piora a ansiedade dos mercados quanto ao verdadeiro nível atual do crescimento chinês.

O foco dos mercados mudou da reflation para a deflation. Mercados emergentes e de high-yield bonds (títulos de renda fixa com alto prêmio de risco), particularmente aqueles mais expostos a commodities, perderam valor de maneira relevante. Até recentemente, os mercados acionários haviam permanecido próximos de seus picos. Subitamente, os temores globais forçaram uma violenta reprecificação desses mercados também.

Assim como nós pensávamos que o otimismo dos mercados estava acima do devido três meses atrás, agora achamos que o pessimismo pode estar sendo exagerado. Nós temos forte convicção de que esta desaceleração do crescimento global não terminará em um recessão. O tema da recuperação global permanece intacto, mesmo com a desaceleração da atividade econômica e das expectativas de inflação. A tendência de crescimento moderado nos EUA e de melhora do cenário na Europa devem continuar. A política monetária permanece extraordinariamente acomodatória. O crescimento chinês é administrável, e tanto os estímulos monetários quanto os fiscais devem aumentar. Por fim, inflação baixa por mais tempo significa taxas de juros baixas também por mais tempo, o que atua a favor da recuperação da atividade econômica.

Mercados Locais

O tema dominante em agosto, e que perpassa todos os mercados locais, é o crescente risco fiscal percebido pelos agentes econômicos. A deterioração iniciou-se após a revisão, em julho, das metas de superávit primário de 2015 a 2018, deixando claras as dificuldades para o cumprimento das metas estabelecidas no final do ano passado. Em agosto, a percepção deteriorou-se ainda mais, tendo como ápice a apresentação de um orçamento para 2016 com previsão de déficit primário, feito inédito na história da República (lembrando que a revisão de julho previa superávit de 0,6% do PIB).

O Congresso, a despeito de todas as críticas, fez a sua parte: aprovou, ainda que com algumas ressalvas, o pacote fiscal apresentado pelo Ministro da Fazenda no início do ano: reoneração da folha de pagamentos e mudanças no seguro-desemprego. E, apesar disso, o governo já reviu a meta do superávit primário duas vezes.

O erro do Executivo talvez tenha sido o de apresentar (ou ter deixado a impressão de apresentar) o chamado “pacote fiscal” como sendo um arranjo definitivo, que, uma vez aprovado, abriria as portas para a volta do crescimento, impulsionado pelos investimentos de agentes econômicos mais confiantes nos rumos da economia. Deu tudo errado. E deu errado porque o governo calculou mal o efeito da desaceleração da economia e da herança das “pedaladas” fiscais do governo anterior, que estão sendo pagas neste ano, em um esforço de transparência deste novo governo.

A desaceleração da economia trouxe dois efeitos perversos: o primeiro, óbvio, foi a queda da arrecadação. O segundo, indireto, foi o adiamento do pagamento de impostos por parte das empresas, que estão utilizando o caixa do governo como capital de giro, à espera de um novo REFIS – este, aliás, é o efeito perverso desses programas de anistia de impostos.

O que temos, então, é um governo que não tem real interesse em fazer cortes de gastos e não tem espaço político para propor aumento de impostos. Resta, então, confiar na recuperação do crescimento econômico, que está longe, muito longe, do horizonte. Com isso, o risco de estarmos entrando em um quadro de dominância fiscal vem aumentando de maneira relevante. E os nossos posicionamentos ao longo do mês de agosto refletem este risco, como poderemos ver a seguir.

Renda Fixa

No início do mês, estávamos posicionados na NTN-B 2050 e nos prefixados com vencimentos em jan/2018 e jan/2021. As posições na NTN-B e no pré 2021 eram mais estruturais, na medida em que avaliávamos que uma taxa de juros real acima de 6% ao ano no longo prazo era acima da taxa de juros neutra estrutural para o Brasil, ainda mais em uma economia sem crescimento. Já a posição no pré 2018 estava alinhada com a nossa leitura de que o BC teria espaço para cortes de juros, de maneira crível, ao longo de 2016, na medida em que fosse ficando clara a trajetória de convergência da inflação.

Com a mudança de cenário descrita acima, decidimos proteger nossas posições. Para tanto, abrimos uma posição “short” (vendida) no pré 2021, equivalendo a toda a nossa posição em risco na NTN-B 2050 e metade da posição no pré 2018. Assim, ficamos basicamente com três posições:

- Inflação implícita comprada na parte longa da curva de juros. Esta posição é ganhadora se a inflação implícita nas NTN-Bs mais longas subir. Trata-se de um seguro, caso a situação fiscal se deteriore ainda mais;
- Posição comprada em inclinação na curva prefixada, entre os vencimentos 2018 e 2021. Essa posição é ganhadora se a diferença de taxas entre estes dois vencimentos (2021 menos 2018) se elevar. Isso acontecerá se a situação fiscal se deteriorar, e é por isso que esta posição foi montada;
- Posição no pré jan/2018. Esta posição já existia antes e foi mantida com metade da exposição anterior, e se beneficiará se o BC tiver espaço para cortar, de maneira crível, a taxa SELIC ao longo de 2016.

Estas movimentações, apesar de não evitarem perdas no mês de agosto, serviram para minimizá-las. Em nossas estimativas, “economizamos” cerca de 30% das perdas que teriam ocorrido se nada tivesse sido feito. Desde o início do ano, estamos ligeiramente abaixo dos benchmarks de renda fixa, apesar da alta de quase 100 pontos-base nas NTN-B e de quase 200 pontos-base no pré jan/2021, o que mostra a eficácia de nossas estratégias de proteção.

Câmbio

O real desvalorizou-se em mais de 6,9% em agosto contra o dólar, sendo a moeda que mais se depreciou no mundo. Em 12 meses, o real, com desvalorização de 38,6% só perde para o rublo e empata com o peso colombiano. Em relação a outros emergentes, o real desvalorizou-se 21,4% contra o peso mexicano, 28,1% contra o peso chileno, 23,6% contra o rande sul-africano, 32,6% contra a rúpia indiana, e 17,3% contra a lira turca. Portanto, fatores idiossincráticos foram tão importantes quanto fatores sistêmicos para a desvalorização do real nos últimos 12 meses. A questão que se coloca neste momento é: será que estes fatores idiossincráticos e sistêmicos continuarão a pressionar a moeda? A resposta é: provavelmente sim.

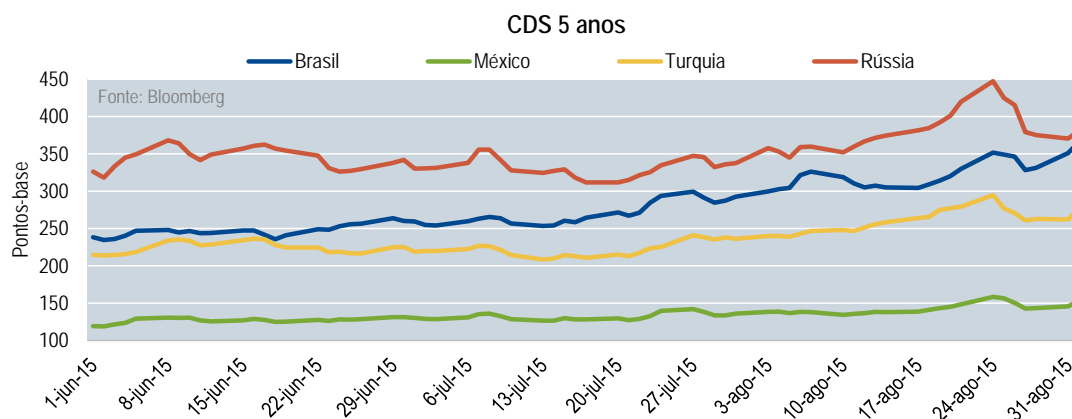
Com relação aos fatores sistêmicos, o enfraquecimento dos mercados emergentes exportadores de commodities na esteira das dúvidas com relação à real situação da economia chinesa deve continuar, no mínimo, a gerar volatilidade. Não acreditamos que a China entrará em um processo de hard landing, mas a dúvida com relação a este processo já é o suficiente para manter as incertezas ao longo dos próximos meses. Os fatores idiossincráticos (risco fiscal e incertezas políticas), por sua vez, devem demorar a desaparecer do horizonte, também pressionando a moeda.

Por outro lado, ao contrário de outras crises, o foco desta não está nas contas externas, apesar do déficit recorde em conta corrente. Além da desvalorização do real já estar atuando para a diminuição deste déficit, o montante de reservas, além do estupidamente alto nível das taxas de juros, inibem ataques especulativos a lá década de 90. De qualquer forma, o câmbio deve seguir o passo do risco Brasil, que vem subindo ao ritmo dos nossos próprios problemas domésticos.

Bolsa

Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros neste ano e no próximo deve ser bastante fraco. Em nosso cenário, os lucros devem crescer apenas 5% ao ano entre 2014 e 2016. Considerando este crescimento e um P/L de 13 (que é o nível atual, já acima da média histórica) no final deste ano (calculado com base na projeção de lucros para 2016), o potencial de alta da bolsa seria de aproximadamente 15%. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma grande volatilidade, dado o nível do câmbio, que afeta de maneira relevante parte significativa dos lucros. Assim, com um valor esperado relativamente baixo ajustado pelo risco e uma variância alta, não nos parece ser um bom momento para o posicionamento em bolsa.

GRÁFICO DO MÊS



- O CDS (Credit Default Swap) de um título soberano indica o risco de crédito do país de referência.
- No período de 45 dias encerrado em 31 de agosto último, o CDS brasileiro descolou-se do da Turquia e encostou no da Rússia.
- Detalhe: tanto Turquia quanto Rússia não possuem grau de investimento.

NOTA DO GESTOR:


Em 9 de setembro de 2015, a Standard & Poor's rebaixou a nota de risco do Brasil para brBB+ (escala global), deixando assim de classificá-lo como grau de investimento. Este evento e sua repercussão nos mercados serão abordados na próxima edição de Seu Investimento em Foco.

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.

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.

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O PROSPECTO, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

 A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.