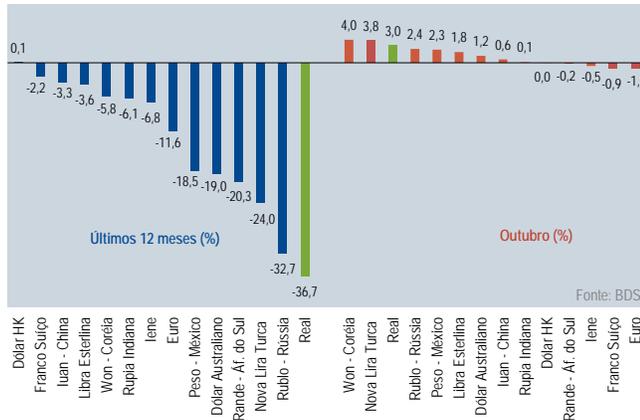


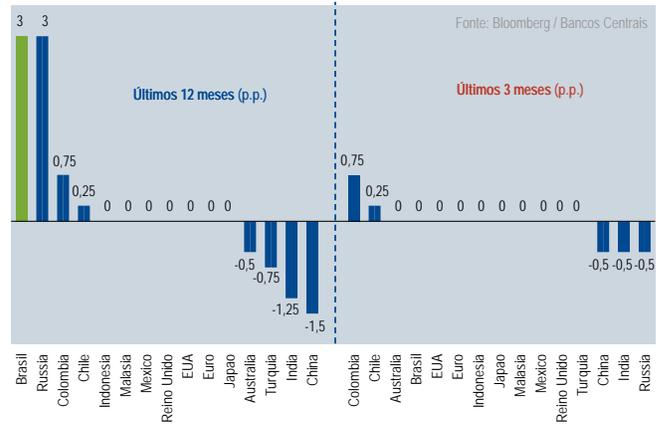
Moedas (contra o dólar)

Outubro foi um mês de armistício para as moedas de emergentes, mas o real assumiu a ponta do campeonato da desvalorização nos últimos 12 meses.



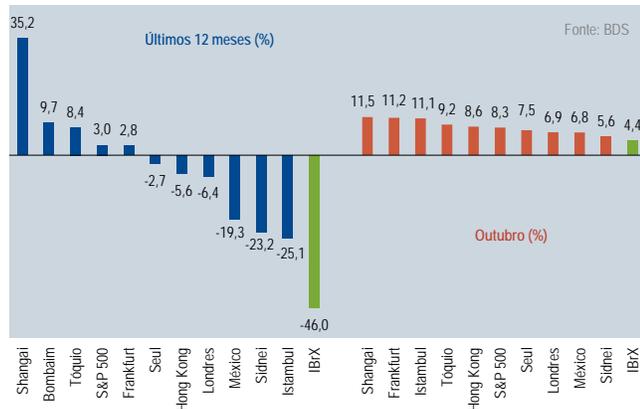
Taxas básicas de juros - variação

A China vem liderando o processo de afrouxamento monetário, para tentar amortecer o ritmo de desaceleração da economia.



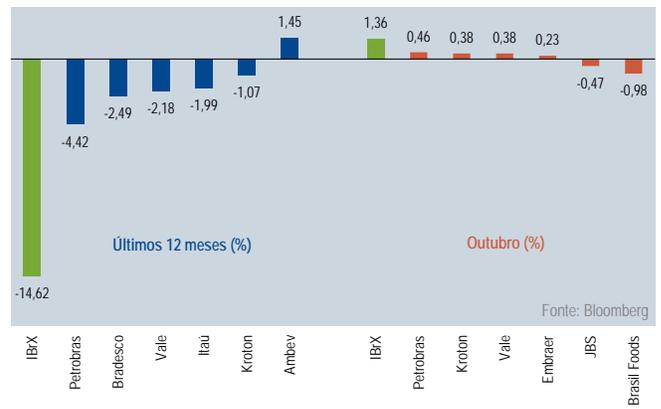
Bolsas do mundo (em dólar)

Embora as bolsas tenham se recuperado em outubro, a brasileira continuou performando pior que seus pares internacionais.



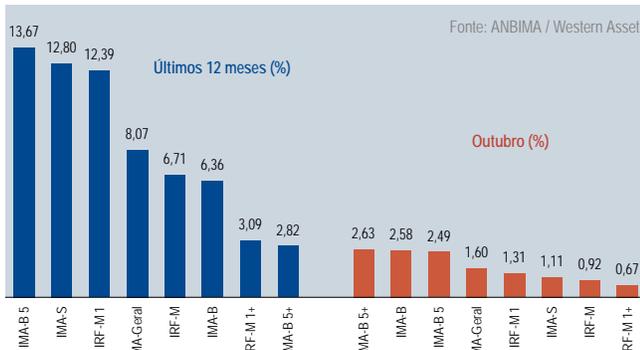
Principais contribuições para o IBrX

Petrobras e Vale recuperaram parcialmente as perdas dos últimos 12 meses, mas, assim como o IBrX, estão longe de zerá-las.



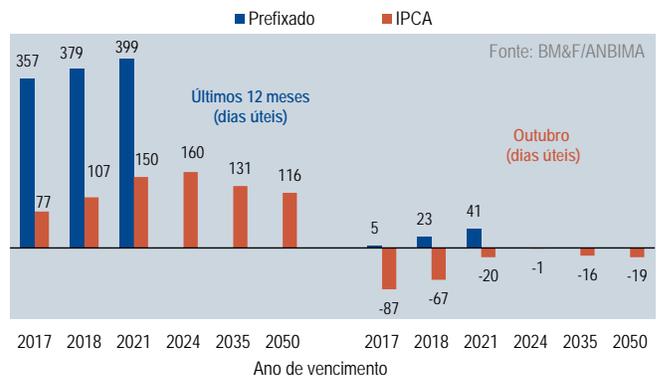
Renda fixa local - I

O IMA-B foi o destaque positivo do mês, principalmente porque a inflação continua sendo vista como a válvula de escape para a questão fiscal.



Renda fixa local - II

A inclinação das curvas de juros nominais e reais subiu, em função das incertezas sobre a questão fiscal.



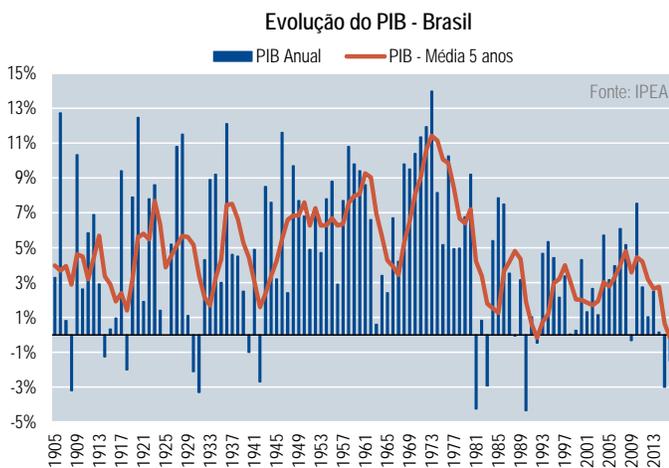
FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM OUTUBRO

| | Renda Fixa | Câmbio | Bolsa |
|--|--|--|--|
| O número de empregos criados nos EUA em setembro veio bem abaixo das expectativas, diminuindo, na visão do mercado, a probabilidade de aumento da taxa básica de juros na reunião de dezembro. |  |  |  |
| A presidente Dilma Rousseff promoveu uma ampla reforma ministerial, abrigoando parte significativa do PMDB e de prepostos de Lula, e distendendo o ambiente político. |  |  |  |
| Na reunião de outubro, o FOMC sinalizou que o aumento da taxa básica em dezembro continua no cardápio de possibilidades, além de retirar menção à crise internacional. |  |  |  |

O QUE ESPERAMOS

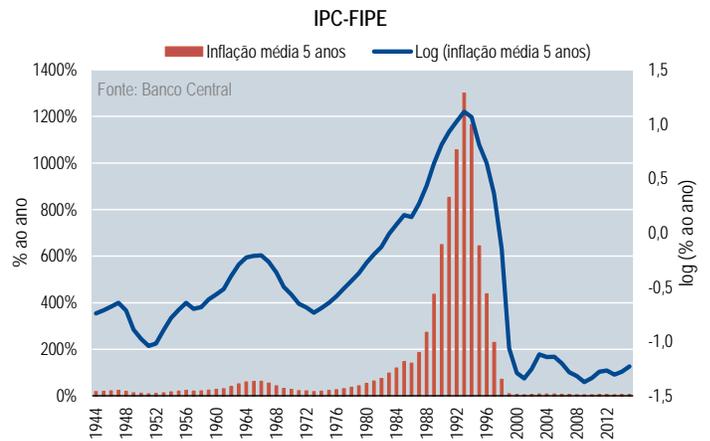
O Nó Górdio da Economia Brasileira

Em um país sem muitas estatísticas de longo prazo, fica difícil fazer comparações intertemporais. Ainda mais quando a volatilidade deste país é extremamente alta, com demasiados altos e baixos. Desse modo, é preciso cautela ao se comparar a crise atual com outras que a antecederam. Cada crise tem suas peculiaridades, e as soluções têm necessariamente naturezas diferentes. Ao se falar da atual crise, o mais comum é referir-se ao (de) crescimento do PIB. De fato, se olharmos a evolução do PIB de longo prazo, constataremos que raramente atingimos os atuais níveis, como podemos observar no gráfico seguinte:



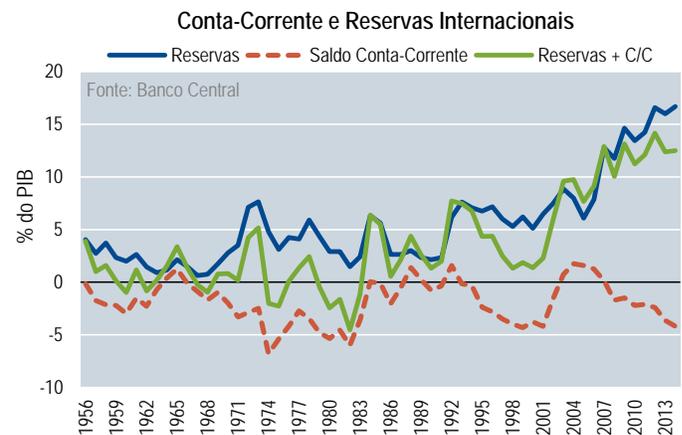
Muito se tem falado que a única vez em que o PIB caiu no Brasil em dois anos seguidos foi no biênio 1930-31, o que é verdade. Mas se analisarmos a média de crescimento de 5 anos, o que suaviza os ciclos econômicos, a atual crise somente pode ser comparada ao que vivemos no quinquênio 1988-1992. E pode ser ainda pior, pois estamos considerando recuo do PIB em 2016 de 1,5%, mas o consenso está caminhando rapidamente para uma queda acima de 2%. Ou seja, é provável que estejamos passando pelo pior ciclo recessivo da história do Brasil.

No entanto, se considerarmos a inflação, o quadro muda de figura. Observe o gráfico a seguir:



Note como a inflação atingiu patamares estratosféricos no quinquênio 1989-1993 (barras vermelhas). Para podermos fazer uma comparação melhor, eliminando a distorção exponencial da hiperinflação deste quinquênio, calculamos os logaritmos da inflação (linha azul). Assim, podemos observar que os níveis atuais da inflação são os mais baixos dos últimos 70 anos, ainda que muito altos se comparados com os países mais desenvolvidos e mesmo os emergentes mais organizados. De qualquer forma, os níveis atuais da inflação estão longe de outras crises, mesmo da normalidade pré-hiperinflação.

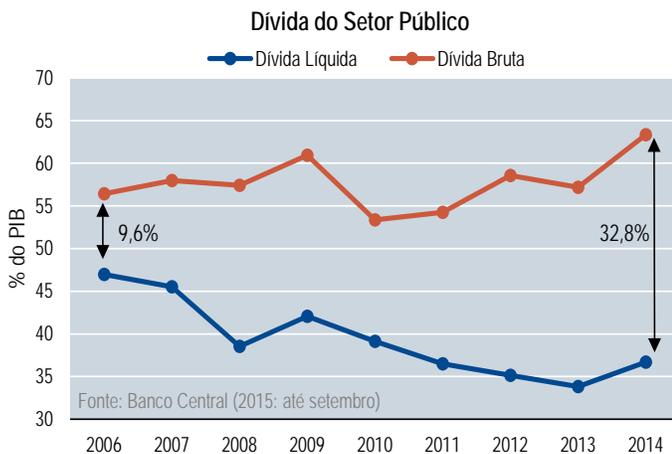
Outra medida da crise é o déficit em conta corrente, que costuma dar origem a crises no balanço de pagamentos. Podemos ver no gráfico seguinte que, apesar de o déficit em conta corrente ter atingido níveis próximos das ocasiões em que houve fuga de capitais (início da década de 80 e final da década de 90), o nível



de reservas internacionais hoje é muito maior, fazendo com que o “saldo” entre reservas e déficit em conta corrente seja hoje o maior da série. Além disso, o câmbio realmente flutuante é uma novidade na história econômica brasileira, o que também ajuda a prevenir crises de balanço de pagamentos.

Mas esta análise não estaria completa se não tocássemos no ponto nevrálgico da atual crise: a questão fiscal. Neste ponto, a crise parece realmente grande, mas é preciso ter em conta de que, agora pelo menos, temos um número. Passamos décadas sem saber exatamente o tamanho do rombo fiscal do país. Havia “pedaladas” oficiais, com a conta-movimento no Banco do Brasil e os bancos estaduais financiando diretamente os governos, conforme amplamente divulgado pela mídia à época. A conturbada situação fiscal somente começou a ser colocada em ordem a partir do Plano Real, quando os bancos estaduais foram privatizados e a conta-movimento, extinta.

Hoje, temos números mais precisos e podemos ao menos analisar as tendências da dívida pública. No gráfico a seguir, mostramos a evolução das dívidas bruta e líquida do governo consolidado:

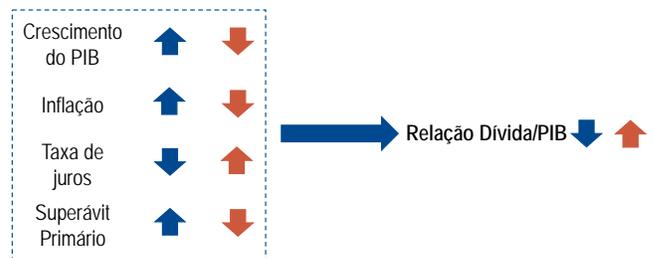


Observe como a diferença entre estas duas medidas aumentou de maneira significativa nos últimos 10 anos. Isto aconteceu basicamente por conta do aumento dos aportes para o BNDES (de praticamente zero até os atuais 10% do PIB) e do financiamento das reservas internacionais. Enquanto a dívida bruta é o total de títulos do governo no mercado (e também no BACEN, mas não vamos entrar neste detalhe agora), a dívida líquida é a dívida bruta menos os créditos do governo, basicamente as dotações ao BNDES e as reservas internacionais. Até 2011, a dívida líquida vinha caindo, principalmente por conta dos superávits primários produzidos pelo governo. A partir de então, a desvalorização do

real vem sendo o principal motivo do recuo da dívida líquida, uma vez que um real mais desvalorizado faz aumentar o valor das reservas internacionais em reais.

Há fortes críticas ao uso da dívida líquida como medida do risco fiscal de um país, pois depende basicamente da qualidade dos ativos do governo. No caso do Brasil, esta crítica é mais do que justificada: os ativos do BNDES têm liquidez muito baixa e recuperação de crédito complicada, e as reservas internacionais são um seguro de difícil realização (basta ver o programa de swaps cambiais, utilizado em no lugar da venda de reservas). Assim, o foco tem sido cada vez mais na dívida bruta. E esta vem subindo de maneira preocupante, como podemos ver no gráfico acima.

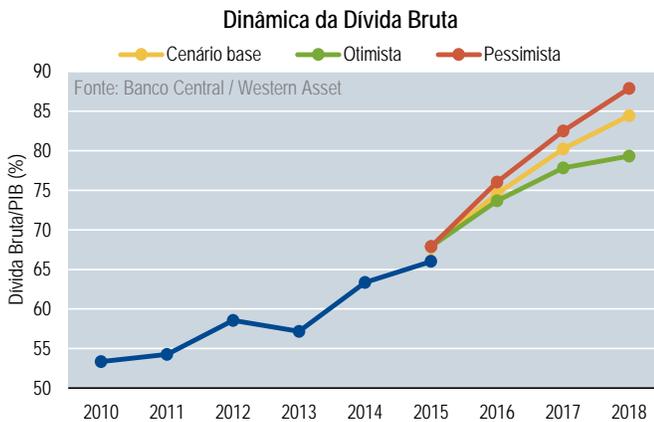
Para entender a tendência da dívida no futuro próximo, precisamos assumir algumas premissas. As duas primeiras são de que o câmbio permaneça no mesmo patamar do final de setembro (R\$ 3,97) e os aportes ao BNDES permaneçam constantes em relação ao PIB. Além dessas premissas iniciais, devemos considerar as trajetórias do crescimento do PIB, da inflação, do custo da dívida e do superávit primário produzido. A relação da razão dívida/PIB com essas variáveis pode ser vista na figura a seguir:



Vamos trabalhar com 3 cenários: um otimista (verde), um cenário base (amarelo), e um pessimista (vermelho):

| Cenário | Fator | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------|---------------|--------|--------|--------|
| CENÁRIO OTIMISTA | taxa de juros | 13,50% | 12,50% | 11,00% |
| | inflação | 5,50% | 4,50% | 4,50% |
| | crescimento | -0,50% | 1,00% | 2,00% |
| | primário | 0,00% | 1,00% | 2,00% |
| CENÁRIO BASE | taxa de juros | 14,25% | 13,00% | 12,00% |
| | inflação | 6,50% | 4,50% | 4,50% |
| | crescimento | -1,50% | 0,00% | 1,00% |
| | primário | -0,40% | 0,70% | 1,00% |
| CENÁRIO PESSIMISTA | taxa de juros | 15,00% | 14,00% | 13,00% |
| | inflação | 7,50% | 6,50% | 6,50% |
| | crescimento | -3,00% | -1,00% | 0,00% |
| | primário | -1,00% | 0,00% | 0,00% |

O resultado destas hipóteses sobre a trajetória da relação dívida bruta/PIB está no gráfico a seguir:



Podemos observar que, mesmo no cenário otimista, a relação dívida/PIB chega a 80% no final de 2018, ainda que com tendência de estabilização naquele nível. Isso acontece por uma conjunção de fatores adversos: baixo crescimento do PIB, baixo superávit primário, alta taxa de juros e nível inicial alto da dívida.

A forma virtuosa de sair dessa trajetória explosiva da dívida é fazer um ajuste fiscal que aumente o nível do superávit primário, permitindo a redução da taxa de juros e reconquistando a confiança dos agentes econômicos na capacidade do governo de controlar a sua própria dívida. Ajuda se o governo vender ativos, diminuindo o nível da dívida. Fórmulas mágicas que preconizam o aumento da dívida para fomentar o aumento do crescimento econômico só farão os agentes econômicos temerem cada vez mais a trajetória exponencial da dívida. Neste caso, a história econômica brasileira nos permite antecipar a saída não-virtuosa: mais inflação.

Mercados Locais

Renda Fixa

O mercado de renda fixa viveu uma trégua em outubro, mas o movimento da curva de juros mostrou a continuidade da deterioração das expectativas. Se em agosto e, principalmente, em setembro, esta deterioração se traduziu em aumento paralelo de toda a curva de juros, em outubro tivemos um aumento da inclinação da curva que não foi vista nos meses anteriores. Traduzindo em números: a taxa do vencimento jan/17 subiu apenas 5 pontos-base, enquanto o jan/21 subiu 41 pontos-base. O mesmo aconteceu na curva de juros reais: o vencimento mai/17 caiu quase 100 pontos-base, enquanto o vencimento ago/24 ficou estável.

Este comportamento pode ser explicado por uma convicção e um temor do mercado. A convicção é de que é baixa a probabilidade de que o Banco Central dê um choque de juros no curto prazo (a curva de juros já embute um aumento de pelo menos 150 pontos-base na SELIC), dada a prostração da atividade econômica e, principalmente, a deterioração da política fiscal, que tira potência da política monetária. O temor relaciona-se justamente com este último ponto: sem um ajuste fiscal crível, a solução de equilíbrio para a dívida pública é inflação crescente no futuro.

Nosso cenário-base vai em linha com essa percepção do mercado. Consideramos, inclusive, que existe um excesso de prêmio na parte curta da curva de juros, uma vez que vemos muito baixa a probabilidade de que o Banco Central retome o ciclo de aperto monetário em algum momento de 2016. Também consideramos a parte mais longa da curva a mais exposta às incertezas políticas e a consequente fragilidade fiscal, razão pela qual evitaríamos exposição neste setor da curva.

Câmbio

O real valorizou-se 3% em relação ao dólar em outubro, interrompendo uma longa sequência de desvalorizações. A questão que se coloca é se o real encontrou um novo patamar, ou se podemos esperar novas desvalorizações significativas num futuro próximo. Para responder a esta questão, precisamos revisitar os fatores que levaram à desvalorização da moeda nos últimos meses, que definimos em fatores sistêmicos e idiossincráticos.

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. Além disso, um eventual início de ciclo de aperto monetário nos EUA pode gerar uma nova rodada de valorização do dólar.

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. Além da desvalorização do real já estar atuando para a diminuição significativa do déficit em conta corrente, o montante de reservas, além do estupidamente alto nível das taxas de juros, inibem ataques especulativos a la 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 1% ao ano entre 2014 e 2016. Considerando este crescimento e um P/L de 12,5 (que é o nível atual) no final deste ano (calculado com base na projeção de lucros para 2016), o potencial de alta da bolsa seria de aproximadamente 4%. 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 potencial de retorno esperado baixo ajustado pelo risco e uma variância alta, não nos parece ser um bom momento para o posicionamento em bolsa.

Este material de divulgação 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.

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 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.