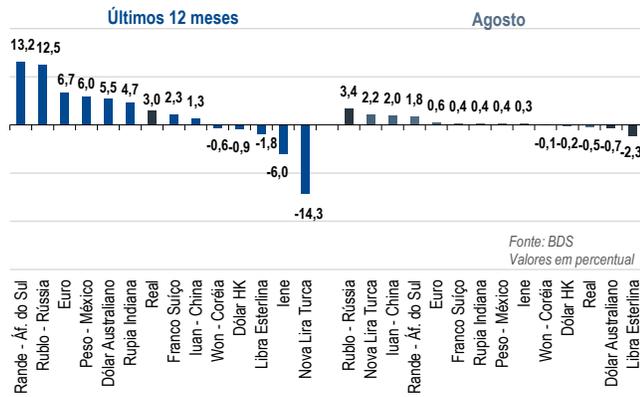


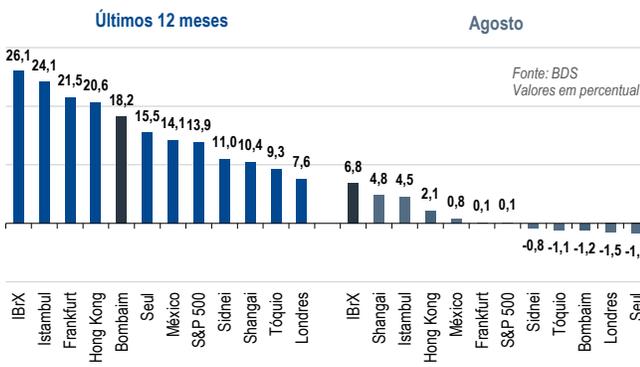
Moedas (contra o dólar)

O Real se desvalorizou no mês, na contramão das moedas das economias emergentes. Seria a questão fiscal cobrando seu preço?



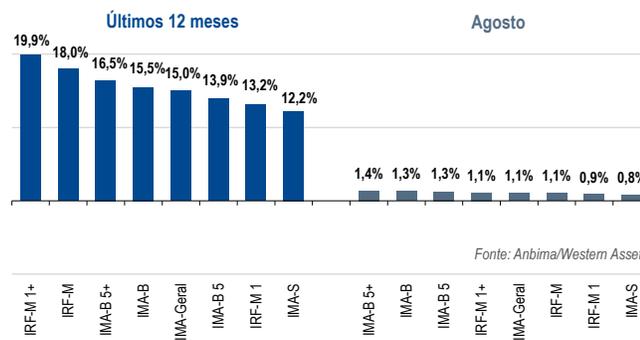
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira mais uma vez liderou a valorização global, talvez antecipando a retomada do crescimento econômico e dos lucros das empresas.



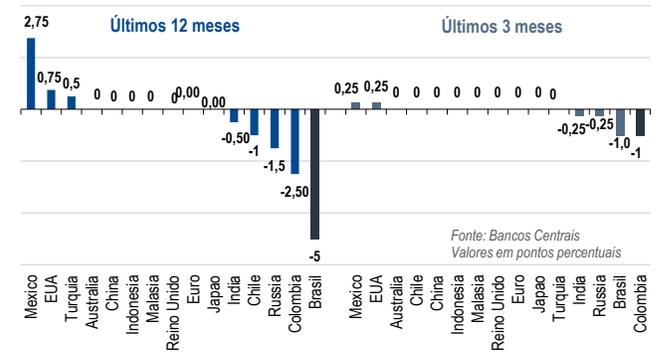
Renda fixa local

Na curva prefixada, somente as taxas dos vencimentos mais curtos recuaram de maneira relevante, em função das surpresas positivas com a inflação. Já na curva das NTN-B, os vencedores do mês foram os títulos com vencimentos intermediários (entre 2021 e 2024), indicando que a questão fiscal está contaminando as expectativas de inflação para este período.



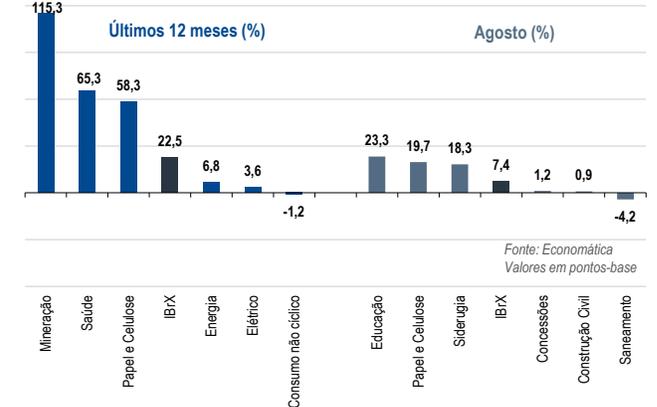
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil lidera, de longe, o corte de juros no mundo. Na outra ponta, o México corre atrás do Fed.



Principais contribuições para o IBRX

Apenas um setor da bolsa apresentou performance negativa em agosto, mostrando que a recuperação da classe de ativo está disseminada.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JULHO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Em um resultado amplamente esperado, a Câmara não concedeu autorização para que o STF investigasse o presidente Temer.			
Aumento das tensões entre EUA e Coreia do Norte levou nervosismo aos mercados durante alguns dias.			
O governo anunciou a intenção de privatizar a Eletrobrás.			
O encontro dos presidentes de Bancos Centrais em Jackson Hole, sempre aguardado com ansiedade pelos mercados, não trouxe nenhuma mensagem nova relevante.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Global:

Quando tudo parecia combinado para que a normalização monetária nos EUA seguisse o seu ritmo, eis que a inflação surpreende com leituras abaixo das expectativas, conforme podemos ver no gráfico a seguir:

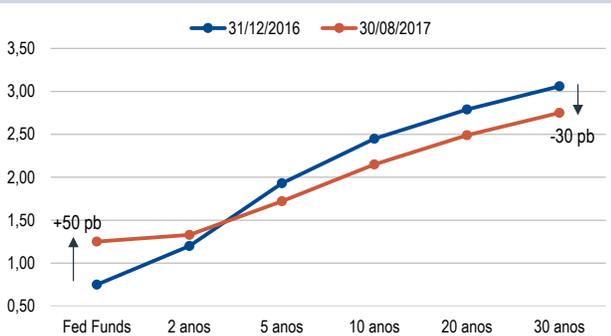
Quadro 1
Núcleo da Inflação ao Consumidor - EUA



Fonte: Bureau of Labor Statistics

Este recuo da inflação não nos surpreendeu. Sempre fomos da opinião de que a recuperação da economia americana seria lenta e gradual, sem pressionar a inflação. Por isso, em nossos portfólios globais, adotamos posicionamento que visava se beneficiar da queda das taxas de juros de prazos mais longos nos EUA. Foi exatamente o que aconteceu, como podemos observar no gráfico a seguir:

Quadro 2
Curva de Juros nos EUA



Fonte: BDS

Note que, apesar da taxa de juros de curto prazo (os Fed Funds) ter sido elevada em 50 pontos-base pelo Fed este ano, as taxas mais longas recuaram 30 pontos-base. Isto aconteceu porque o mercado foi precificando um crescimento econômico menos forte do que o esperado e, mais recentemente, as frustrações com a inflação.

Também o Fed foi se adaptando a essa nova realidade. Na reunião de março de 2017, os diretores do Fed previam que a inflação deste ano ficaria por volta de 2%. Na reunião de junho, depois de três surpresas seguidas com a inflação, os diretores do Fed revisaram esta previsão para 1,6%. Apesar dessa revisão, os diretores do Fed ainda consideram pelo menos mais um aumento dos Fed Funds até o final do ano. Acreditamos que, se o cenário permanecer como descrito acima, o Fed pode rever este posicionamento, atrasando ainda mais a normalização monetária. Cabe notar que a curva de juros futuros embute probabilidade de apenas 33% de mais um aumento de juros neste ano.

Este cenário, se confirmado, continuará suportando os preços dos ativos de risco, e beneficiando as economias emergentes.

Cenário Doméstico

Tudo bem no curto prazo, nem tanto no longo prazo

No mês passado, nesta mesma newsletter, discutimos o descolamento entre a política monetária e a política fiscal. Ou, de como o Banco Central está se rendendo às evidências de que a inflação está morta, e sinaliza que vai continuar cortando a taxa Selic até onde a vista alcança, independentemente do avanço da reforma da Previdência no Congresso.

Neste mês, vamos analisar não as taxas de curto prazo, mas as taxas mais longas. Observe o gráfico a seguir:

Quadro 3
Inclinação da curva de juros



Fonte: BDS; cálculos: Western Asset

Neste gráfico, mostramos a taxa Selic prevista na curva de juros para os anos de 2018 e 2020. Por exemplo, no final do mês de agosto, o mercado previa que a taxa Selic acumulada em 2018 seria de 7,72%, enquanto em 2020 seria de 10,84%. A diferença entre essas duas

taxas está representada pela barra verde.

Observe como a barra verde vinha crescendo de forma consistente desde março, mas acelerou este movimento a partir de maio, quando se iniciou a mais nova crise política do país. Não é coincidência: o que observamos é que, apesar das taxas de curto prazo terem cedido de maneira relevante nos últimos meses (em função das seguidas surpresas positivas com a inflação), as taxas mais longas não seguiram este movimento. Isto significa que o mercado tem dificuldade em comprar a valor de face o cenário de que essas taxas mais baixas tenham vindo para ficar. Com a crescente dificuldade de equacionar o problema fiscal, o mercado prevê que, em algum momento no futuro, a taxa Selic deverá ser elevada novamente de maneira relevante. No caso, em 2020, para 10,84% (ou até mais, pois esta é a taxa média durante o ano).

O outro lado da moeda, e é o que interessa para quem se posiciona em renda fixa, é que existe um prêmio bastante interessante para aqueles que acreditam em um cenário virtuoso para os próximos três anos: a eleição de um candidato reformista politicamente forte, e a convergência da inflação para níveis mais próximos de 4% (lembrando que o CMN estabeleceu em 4,00% a meta de inflação para 2019 e, se tudo der certo, é provável que reduza esta meta para 3,75% em 2020). Neste caso, seria possível manter a Selic em um dígito em 2020, mesmo em um ciclo de expansão da economia, o que significaria um prêmio de, pelo menos, 150 pontos-base em relação aos preços de hoje. De qualquer forma, este prêmio pode demorar a se materializar, dadas as incertezas relevantes no cenário político.

Renda Fixa

Em linha com o discutido acima, o rally das taxas de curto prazo continuou no mês de agosto, com os contratos DI com vencimento em Jan/19 recuando 37 pontos-base. Por outro lado, o setor mais longo da curva de juros recuou, na média, apenas 10 pontos-base.

A curva de NTN-B apresentou um comportamento mais interessante. As partes curta (até 2020) e longa (a partir de 2030) ficaram estáveis ou recuaram, no máximo, 5 pontos-base. Já a parte intermediária (entre 2020 e 2024) recuou entre 15 e 20 pontos-base. Considerando que a parte mais curta da curva prefixada recuou cerca de 35 pontos-base, mas a parte mais longa (a partir de 2021) caiu apenas 10 pontos-base, temos que a inflação implícita mais curta (até 2020) recuou cerca de 25 pontos-base para 2018, enquanto que a inflação entre 2020 e 2024 aumentou entre 5 e 10 pontos-base. Ou seja, o mercado precifica a continuidade da tendência benigna da inflação no curto prazo, mas não mantém este otimismo para além de 2020. A inflação implícita neste setor da curva está entre 4,8% e 5,0%. Considerando que é de se esperar que o CMN continue cortando a meta de inflação para 2020 em diante (para níveis abaixo de 4%), temos um prêmio relevante na inflação de break-even na curva das NTN-B. Mais um sinal de desconfiança do mercado em relação à questão fiscal.

Western Asset

Câmbio

O Real se desvalorizou quase contra todas as moedas do mundo em agosto. Contra o Dólar, a desvalorização do Real foi de 0,5%, e de 1,1% contra o Euro. Este movimento chama a atenção, principalmente porque foi um mês positivo para as moedas das economias emergentes: Peso Chileno (+3,9%), Peso Colombiano (+1,6%), Rand Sul Africano (+1,8%), Rublo Russo (+3,4%), Lira Turca (+2,2%) são exemplos de moedas de emergentes que se valorizaram em relação ao Dólar. Uma possível explicação está ligada ao tema de nossa análise no início: a precificação da questão fiscal no médio prazo. Nada radical no momento, mas um movimento na direção de uma moeda mais desvalorizada.

O comportamento do Real continuará dependendo basicamente da interação entre os seguintes fatores: 1) a política monetária nos EUA, que a esta altura parece previsível e benigna; 2) o andamento do ajuste fiscal no Brasil, com a aprovação da reforma da Previdência sem muitas alterações em relação ao projeto original do governo – este fator está, por assim dizer, sub judice. Precisa avançar para sustentar os mercados locais e 3) a manutenção dos atuais patamares dos preços das commodities.

Analisando em conjunto estes fatores, e a atuação do BC até o momento, continuamos a avaliar que o Real tende a oscilar em torno dos atuais patamares por algum tempo, ainda que a percepção de deterioração adicional do quadro fiscal pode, a exemplo do que provavelmente ocorreu neste mês, influenciar negativamente o câmbio.

Bolsa

O IBrX valorizou-se 7,35% em agosto, seguindo um mês de julho também positivo. Apesar das incertezas no front fiscal, o que deveria influenciar negativamente uma classe de ativo com horizonte de longo prazo como a bolsa, o anúncio da privatização da Eletrobrás mais do que compensou as incertezas da questão fiscal. Este anúncio é positivo por dois motivos: além de sinalizar a disposição do governo em disponibilizar seu patrimônio para mitigar o déficit fiscal no curto prazo, privatização significa o aumento da produtividade da economia e, em consequência, a elevação do PIB potencial, o que acaba beneficiando a bolsa como um todo no longo prazo. Com a dificuldade de avançar na agenda de reformas macroeconômicas (leia-se reforma da Previdência), o governo sinaliza que vai investir tudo em uma agenda de reformas microeconômicas, dentre as quais se destaca as privatizações/concessões, o que pode sustentar a tendência de alta da bolsa por algum tempo.

Em nosso cenário corrente, esperamos crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX de 21% em 2017, 20% em 2018 e 19% em 2019. Se este cenário se confirmar, o P/L do IBrX no final de agosto, considerando os lucros projetados pela Western Asset para

os próximos 12 meses, estava em 14,8. Para manter este mesmo P/L daqui a um ano (em agosto/18), considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até agosto/19), o IBrX deveria subir 23% nos próximos 12 meses. Este é o potencial de alta que vemos para a bolsa neste momento, considerando que o risco-país permaneça nos atuais patamares.

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 2017. 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.