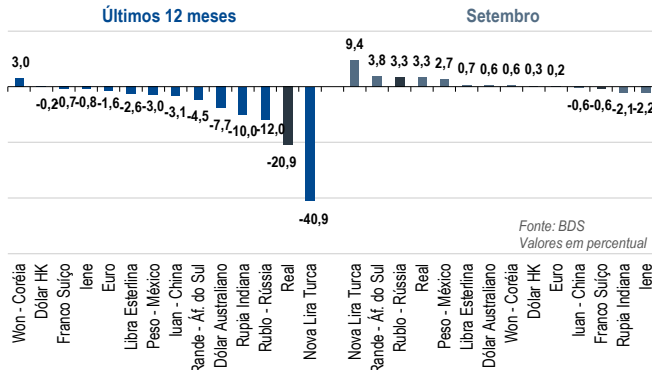


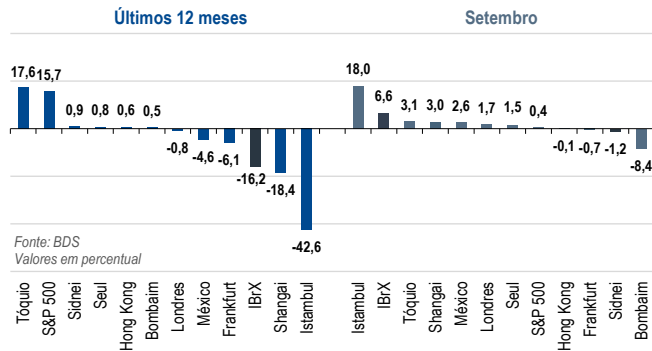
Moedas (contra o dólar)

Setembro foi um mês de recuperação técnica para os ativos de mercados emergentes, o que acabou se refletindo no mercado cambial.



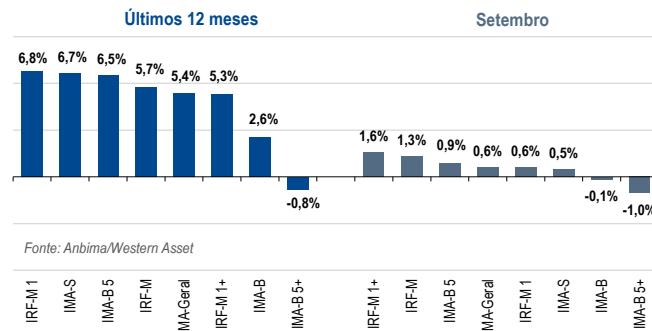
Bolsas do mundo (em dólar)

Também as bolsas refletiram o bom humor geral com os mercados emergentes, que foram os destaques do mês, com exceção da Índia.



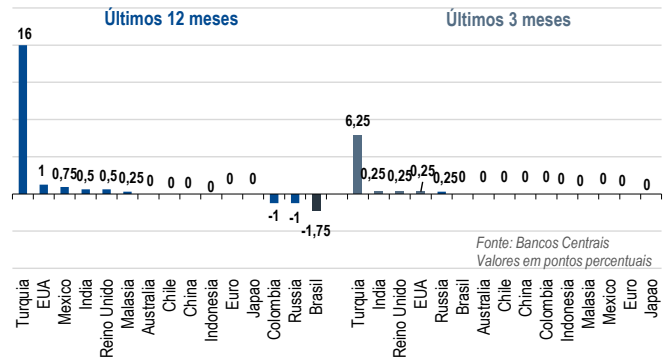
Renda fixa local

Mês bom para as taxas de juros prefixadas e atreladas à inflação, principalmente nas partes curta e intermediária das curvas. Na parte mais longa da curva de NTN-B, no entanto, o cupom subiu, apesar da melhora da percepção de risco.



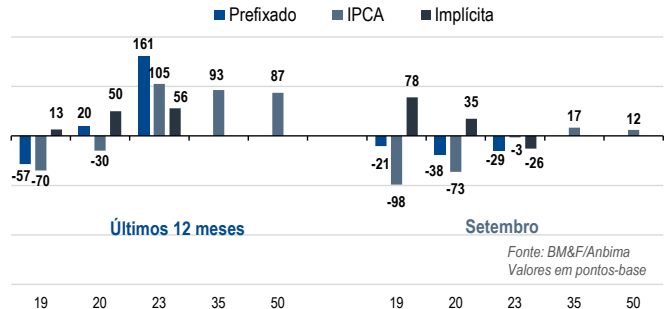
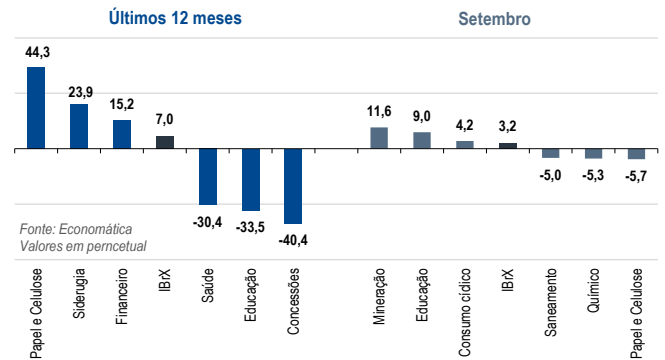
Taxas básicas de juros - variação

A Turquia praticou mais um choque de juros, o que ajudou a melhorar o humor com os mercados emergentes. No momento, não há nenhum BC diminuindo juros.












Principais destaques do IBrX

Mineração foi o destaque do mês, com os bons resultados de Vale. O Setor de Papel e Celulose sofreu por conta da valorização do Real.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O Comitê de Política Monetária dos EUA decidiu, como esperado, aumentar em mais 0,25% as taxas básicas de juros. No entanto, foi retirada a expressão "postura acomodatória", indicando que o Fed já vê o atual patamar de juros como neutro, o que foi visto como uma postura <i>dovish</i> do Banco Central norte-americano.			
Os ativos de mercados emergentes apresentaram recuperação técnica de preços.			
Aumento das incertezas eleitorais, com o candidato do PT crescendo nas pesquisas.			

CENÁRIO GLOBAL

Os mercados emergentes foram o destaque positivo no mês de setembro. As taxas de juros de longo prazo, de maneira geral, recuaram nesses países, enquanto as moedas se valorizaram. Destaque para a Lira Turca, que se valorizou quase 10% depois do BC turco aumentar novamente a taxa básica de juros, de 17,5% para 24%. Exceção foi a Argentina, que viu o Peso se desvalorizar mais 8% no mês após ser obrigada a acessar novamente o FMI. Nosso vizinho abandonou o sistema de metas de inflação e voltou a adotar “bandas cambiais” para controlar a inflação. Fica a dúvida de como conseguirão manter esse novo sistema com reservas em níveis muito baixos.

De qualquer modo, foi interessante observar como o contágio que atingiu os mercados emergentes em agosto, a partir de problemas na mesma Argentina, não foi suficiente para derrubar os mercados em setembro. O que vimos foi a confirmação da visão do *Chief Investment Officer* da Western Asset, Ken Leech, em seu último artigo, de que o *valuation* dos ativos de mercados emergentes estaria em níveis muito atrativos. Em setembro, este *valuation* acabou atuando como um fator importante para o fluxo de compra desses ativos.

O Fed também ajudou neste movimento, ao retirar do comunicado que se seguiu à esperada decisão de aumentar a taxa básica de juros, a expressão “postura acomodatória”, que vinha acompanhando as decisões anteriores. Esta expressão indicava que o Comitê de Política Monetária via o nível de taxas de juros como expansionista, ou seja, abaixo do nível neutro. Agora, com os Fed Funds na faixa de 2 - 2,25%, o Fed considera este nível como não expansionista. Isto é importante porque pode indicar que aumentos adicionais de taxas de juros poderão ser considerados contracionistas.

Jerome Powell, na entrevista coletiva pós-reunião, minimizou a importância da retirada da expressão, afirmando que o plano de voo continua o mesmo. Nessa linha, os chamados “dots” (previsões dos diretores do Fed para as principais variáveis macroeconômicas e para as taxas de juros) indicam mais uma alta este ano, mais três altas em 2019 e mais uma alta em 2020, o que levaria os Fed Funds para a faixa de 3,25% - 3,50%, que é menos do que já está embutido na curva de juros. Continuamos avaliando que, o mais provável, é que o Fed não veja necessidade de elevar os juros acima de 3%.

CENÁRIO DOMÉSTICO

Só as eleições importam

No front doméstico, esta é a percepção que o mercado tem hoje sobre o comportamento dos preços dos ativos. Obviamente, é muito mais do que isso. O cenário externo tem se mostrado tão ou mais importante. Mas, sem dúvida, as eleições têm dominado, como se delas dependesse tudo o mais. Isto é verdade, mas só até certo ponto.

Quando se confrontam a letra das propostas dos dois candidatos que, aparentemente, se enfrentarão no 2º turno das eleições, temos claramente um programa amigável ao mercado e um outro hostil ao mercado. Por amigável ao mercado, entendemos um governo que vai procurar simplificar o sistema tributário, realizar as reformas com o objetivo de equilibrar as contas públicas, privatizar empresas estatais. Por outro lado, um governo hostil ao mercado tem políticas de intervenção no domínio econômico, desorganizando o sistema de preços e criando “vencedores” e “perdedores” no processo. Além disso, tem pouco apreço pelas bases da estabilidade econômica, como inflação sob controle e equilíbrio das contas públicas. Não que ataque diretamente essas bases, mas as sacrifica em busca de um crescimento econômico de curto prazo.

Como dizíamos, há dois programas aparentemente opostos. Mas o mundo real nunca é preto ou branco. Uma coisa é o que está escrito, outra coisa é a prática. E a prática é, muitas vezes, limitada pelas circunstâncias.

As circunstâncias brasileiras são dadas pela delicada situação das contas públicas e pela futura composição do Congresso. Se houve uma lição que o impeachment da ex-presidenta Dilma Rousseff trouxe, é que não há como negar as circunstâncias. Qualquer que seja o presidente, precisará dar uma rápida resposta ao déficit fiscal. E, para isso, deverá lidar com o Congresso. São circunstâncias duras, principalmente porque, em ambos os casos, o presidente eleito deverá ter uma base parlamentar minoritária.

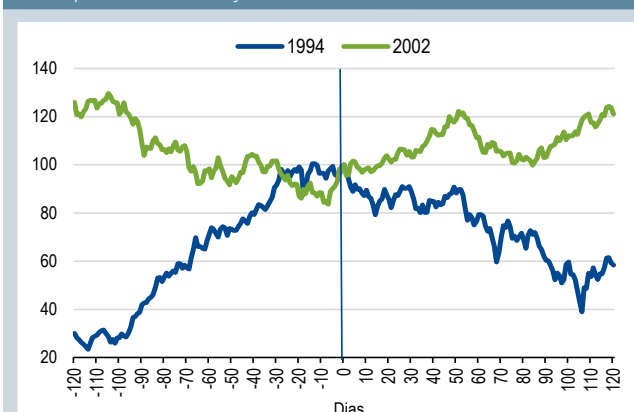
Se um candidato com um programa hostil ao mercado ganhar as eleições, não terá espaço para não endereçar o problema do déficit público, sob o risco de tornar a rolagem da dívida muito difícil. Um governo desse tipo seria obrigado a encurtar a duração da dívida, tornando mais limitado o efeito da política monetária. Além disso, poderia enfrentar uma forte desvalorização adicional da moeda, o que complicaria ainda mais a retomada do crescimento econômico, já difícil com a esperada queda na confiança dos agentes. Portanto, as circunstâncias (sempre elas!) levariam esse governo em princípio hostil ao mercado a reagir na direção correta, mitigando parcialmente esses efeitos.

Obviamente, esta leitura tem duas limitações claras: a primeira é a premissa de que uma coisa ruim não irá acontecer pelo simples fato

de ser ruim, e ninguém gosta de coisas ruins. Isso é verdade, mas só até certo ponto. Os exemplos de Venezuela e Argentina mostram que essa convergência pode demorar muito tempo a acontecer, ou simplesmente pode não acontecer. A segunda limitação é que, até que uma eventual reversão de políticas ruins seja adotada, os preços dos ativos podem piorar de maneira relevante. Portanto, este raciocínio pode valer para prazos mais longos, mas pode ser inócuo no curto prazo.

Além disso, a leitura do que irá acontecer nos mercados após um determinado resultado eleitoral é um exercício arriscado, para dizer o mínimo. Vejamos, por exemplo, o que aconteceu com a bolsa em dois períodos pré e pós-eleitorais, no Gráfico 1, onde podemos observar o comportamento do Ibovespa nos 6 meses anteriores e nos 6 meses posteriores às eleições de 1994 e 2002.

Gráfico 1
Ibovespa Pré e Pós-Eleições



Fonte: BDS, Western Asset.
Índice base 100 na data da eleição

Na eleição de 1994, a bolsa subiu 132% nos 6 meses antes da eleição de FHC. Eram os primeiros meses do Plano Real, e a expectativa com o novo governo era das mais positivas. No entanto, nos 6 meses após a eleição, confirmado o prognóstico positivo, a bolsa recuou nada menos que 42%!

Na eleição de 2002, observamos o contrário: a bolsa caiu 21% nos 6 meses anteriores à data do pleito, com a perspectiva da chegada do PT ao poder. A partir da eleição, no entanto, a bolsa subiu 21% nos 6 meses seguintes. Esse movimento foi apenas o início de um grande ciclo de alta que duraria ainda 5 anos.

Estes dois exemplos mostram que resultados de eleições podem não ser definidores de movimentos de curto prazo dos mercados, e às vezes nem mesmo de longo prazo. Assim, o melhor a se fazer neste momento é não tomar decisões precipitadas e no calor do momento.

Renda Fixa

“O Copom ressalta que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação”. Com essa frase, o Copom deixou a porta entreaberta para o início de um ciclo de alta da taxa básica de juros. Este início pode se dar a qualquer momento, inclusive na próxima reunião do Copom, a depender, principalmente, do “balanço de riscos”. Leia-se, o nível do câmbio.

A próxima reunião do Copom terá lugar na semana seguinte ao 2º turno das eleições. Portanto, após sabermos quem será o próximo presidente. A depender do resultado, o câmbio poderá ter atingido patamares mais altos, o que, em tese, levaria o BC a agir. Apesar de ter deixado esta porta aberta, consideramos que o mais provável é a manutenção da Selic na próxima reunião, pois o BC provavelmente aguardaria para observar o eventual novo patamar permanente do câmbio.

Nosso cenário continua sendo de que o Banco Central não será forçado a subir a Selic tanto quanto está embutido na curva de juros prefixados. O raciocínio é simples: uma ociosidade ainda significativa na economia, em conjunto com uma recuperação muito moderada da recente recessão, ajuda a conter o repasse de uma moeda muito mais fraca para os preços domésticos. Isso, por sua vez, ajuda a manter as expectativas de inflação de médio e longo prazo bem ancoradas e as projeções de inflação ainda abaixo da meta.

Portanto, na ausência de outro choque negativo significativo, não há razão para iniciar um ciclo de aperto imediatamente, conforme implícito na curva de juros. Vale ressaltar que a curva de juros embutia, no final de setembro, aumentos da taxa Selic de 350 pontos-base até o final de 2019. Em nossa opinião, o *valuation* atual fornece uma proteção razoável contra más notícias e cria uma distribuição assimétrica dos retornos esperados (retorno esperado ponderado claramente positivo), além de favorecer investimentos na parte curta da curva de juros em detrimento da parte longa.

Câmbio

O mercado de câmbio refletiu a melhora do humor com os mercados emergentes. A Lira Turca foi o grande destaque, com valorização de 9,4% em relação ao dólar, mas também o Real se beneficiou do movimento, valorizando-se 3,3% contra a moeda norte-americana. A continuidade da desvalorização do Peso Argentino (-7,7%) não foi suficiente para contaminar a classe de ativo, isolando-se com seus problemas específicos.

O nosso cenário continua sendo o de uma normalização lenta dos juros nos EUA, o que deve, ao longo do tempo, retirar a pressão existente sobre as moedas das economias emergentes. Além disso, o equilíbrio da Conta Corrente doméstica deve continuar a ser um fator

de estabilização do Real. Por outro lado, o risco-país continuará sendo afetado pela questão fiscal e pelas eleições. O balanço de riscos está, portanto, mais instável no curto prazo, e qualquer previsão para o comportamento do câmbio está sujeito a grande erro, dada a própria natureza das forças que ora influenciam a moeda.

Bolsa

Acompanhando a recuperação dos preços dos ativos nos mercados emergentes, a bolsa brasileira subiu 3,2%, medido pelo IBrX.

Continuamos vendo valor na classe de ativo. Para avaliar o potencial de alta da bolsa brasileira, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos que o P/L da bolsa permaneça nos atuais patamares. Assim, esperamos crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX de 28% em 2018, 21% em 2019 e 18% em 2020. Se este cenário se confirmar, o P/L do IBrX no final de setembro, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estaria em 13,0 (considerando o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 10,4, o que mostra que a Western Asset está bem mais conservadora do que o consenso no que se refere aos lucros das empresas). Para manter este mesmo P/L daqui a um ano (em set/19), considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até set/20), o IBrX deveria subir cerca de 26% nos próximos 12 meses. Em um cenário mais pessimista, se considerarmos um re-rating da bolsa com o P/L indo para 12,0, o potencial de alta seria de 16%, considerando as mesmas premissas.

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 2018. 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.

