


KEN LEECH

Western Asset's Global Chief Investment Officer

Comentário de Mercado

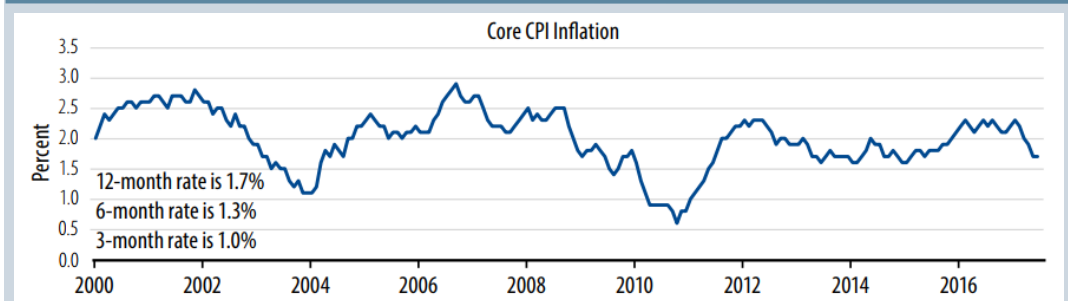
AGOSTO 2017

- A economia dos Estados Unidos e global estão se recuperando de uma retração da inflação que provavelmente não irá se reverter no futuro próximo.
- Apesar dos modelos do Fed preverem aumento da inflação, nós acreditamos que esta deve se recuperar de maneira lenta e gradual.
- Se as taxas de juros de curto prazo não precisam se situar muito acima da taxa de inflação, os receios de um *tapertantrum* ou um erro de política do Fed ficam bastante reduzidos.
- Valuations muito atrativos, melhores fundamentos de crescimento e forças desinflacionárias poderosas são argumentos fortes a favor do investimento em dívidas de países emergentes.
- Setores de crédito nos EUA apresentaram excelente desempenho no curso da recuperação, mas seus ganhos devem ser mais limitados daqui para frente.
- Nesse ambiente, produtos de crédito devem seguir apresentando resultados melhores que títulos do governo.

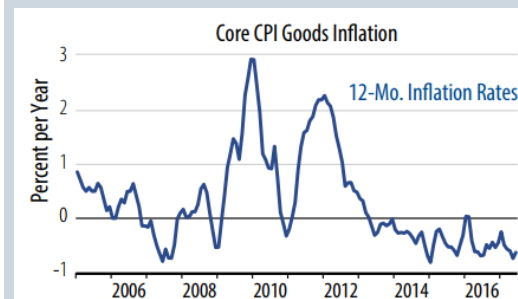
A recuperação econômica dos EUA continua. O desemprego dos EUA (em 4,3%) está de volta aos níveis anteriores à crise, a economia global está finalmente se animando, o Federal Reserve (Fed) mantém-se em seu caminho gradual para a normalização monetária, ainda que o núcleo da inflação nos EUA venha se recusando a reagir. Pode-se até pensar que a inflação ainda está em declínio (Quadro 1). O núcleo do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) está em 1,7% no último ano e 0,9% anualizado nos últimos seis meses. A presidente do Fed, Janet Yellen, declarou que grande parte desse declínio é "transitória", devido a fatores únicos, mas observando uma maior variedade de núcleos de índices de inflação, em particular o IPC de serviços, a mesma tendência de queda fica evidente.

Quadro 1

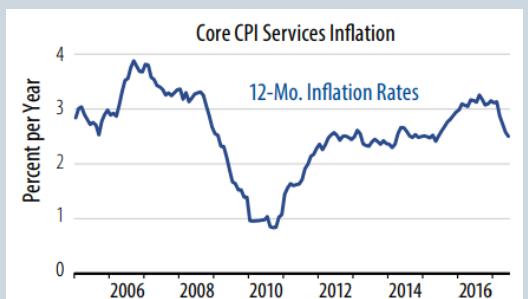
Núcleo da Inflação



Fonte: Factset. Até 30 jun 17



Fonte: Bureau of Labor Statistics. Até 30 jun 17



Fonte: Bureau of Labor Statistics. Até 30 jun 17

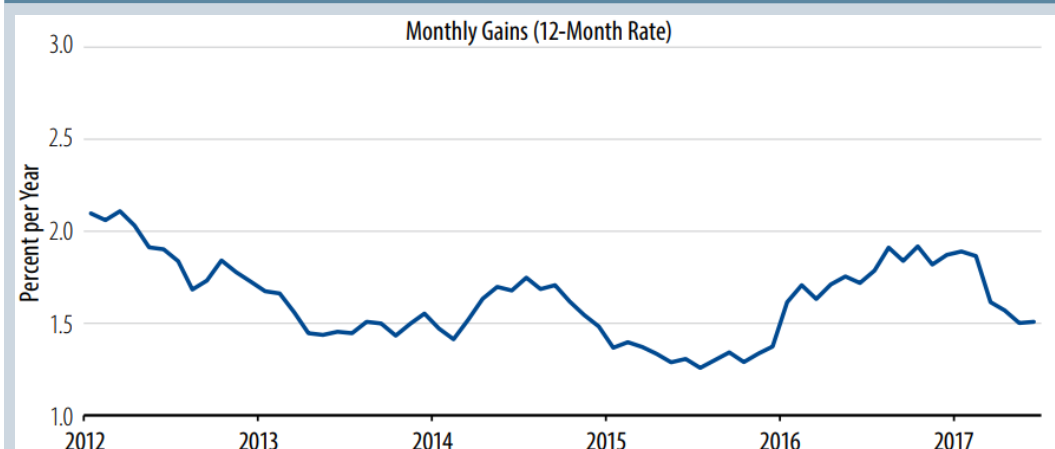
O presidente do Fed de Nova York, Bill Dudley, reafirmou sua confiança na previsão da inflação do Fed no último dia 14 de agosto. Os modelos do Fed preveem uma inflação crescente. (A medida preferida do Fed é o núcleo do PCE – o deflator do PIB). Isso sugere que o Fed precisará continuar aumentando gradualmente as taxas de juros para níveis mais "normais". O desafio aqui, porém, é que o Fed prevê uma inflação superior a 2% desde 2012. O núcleo do PCE ainda não chegou nem perto do objetivo do Fed de 2%, como mostrado no Quadro 2. De fato, o Fed errou sua previsão de inflação em cada ano dessa fase de expansão. E se a inflação de 2% é um alvo e não um teto, como o Fed geralmente menciona, então talvez a noção de aumentos nas taxas de juros – e não apenas o ritmo de aumento – precise ser questionada.



**MELHOR
GESTOR
RENDA FIXA
2016**

Como qualquer pessoa familiarizada com nossos comentários econômicos e de mercado nos últimos 25 anos, temos sido profundamente céticos em relação aos modelos da curva Phillips do Fed, sobre a utilidade da Regra de Taylor e a respeito da confiança do Fed em uma taxa real terminal de 2%. Nosso tema tem sido e continua sendo que o processo de recuperação da inflação, nos EUA e em todo o mundo, será longo e lento, mas até mesmo nós ficamos surpresos pela verdadeira derretimento do núcleo da inflação este ano.

Quadro 2 Núcleo PCE



Fonte: Bureau of Economic Analysis. Até 30 jun 17

Com a aceleração do crescimento global, os mercados emergentes (MEs) em particular se recuperando, e o otimismo europeu crescendo, deve haver poucos fatores negativos do exterior para impedir o crescimento dos EUA. Nosso cenário base pressupõe que o crescimento dos EUA continue a uma taxa pouco abaixo de 2%, como já vimos nos últimos anos.

Pesquisadores do Fed publicaram a respeito da possibilidade de que o r^* (a taxa real de equilíbrio de curto prazo) tenha caído significativamente dos 2%. Este é um bom desenvolvimento. Se as taxas de juros de curto prazo não precisam se situar muito acima da taxa de inflação, os receios de um *taper tantrum*¹ ou um erro de política do Fed ficam bastante reduzidos. De uma perspectiva de investimento, isso sugere que os produtos de crédito se beneficiarão devido tanto a um maior carregamento quanto a uma redução do risco de aumento do spread.

Nesse ambiente, acreditamos que a rentabilidade dos produtos de crédito continuará superando a dos títulos do governo. Ainda que não obtenhamos o mesmo benefício significativo da compressão dos spreads que tivemos em 2016, esse ambiente continua a favorecer estes investimentos. Esse é o desafio de um ambiente de baixo crescimento e baixa inflação: os retornos em produtos de renda fixa de alta qualidade devem ser modestos. A demanda por renda periódica e taxas de juros – com perspectivas decrescentes para um aumento iminente e significativo nas taxas de juros do Fed – oferece a possibilidade dos spreads se reduzirem ainda mais. Ainda assim, reduzimos nossas posições nos setores de crédito dos EUA devido aos valuations menos convincentes atualmente disponíveis.

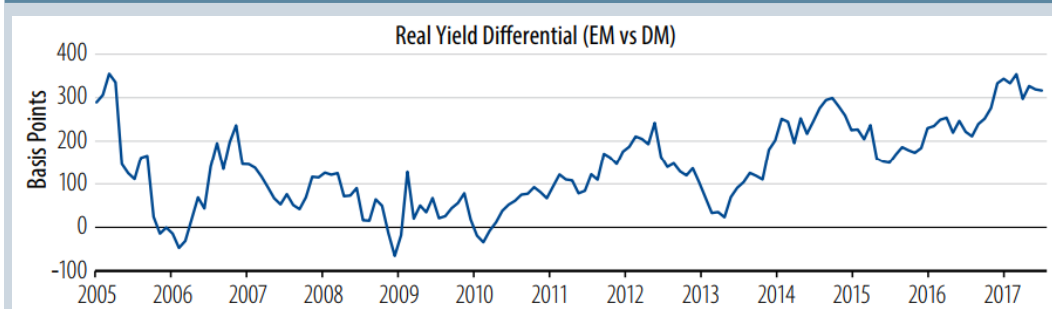
Taxas nos mercados emergentes - prontas para cair mais

¹ Taper tantrum: nome dado à reação negativa dos mercados em relação à intenção da autoridade monetária de reduzir o balanço do Banco Central. Ocorreu nos EUA no período de maio a novembro de 2013.

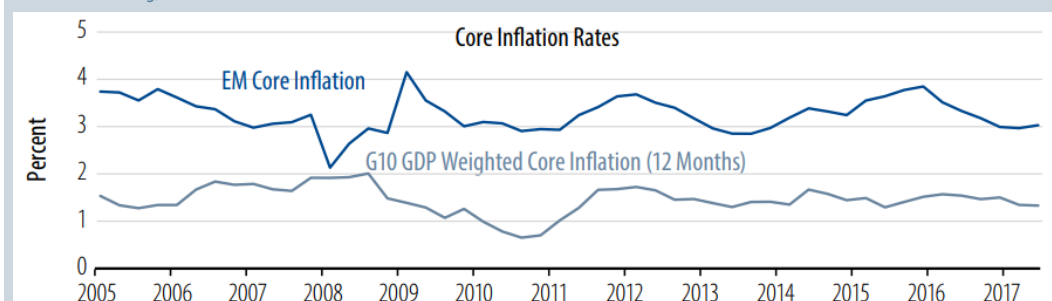
Colocando a coisa de maneira simples: em um mundo onde os investidores estão desesperados por rendimento, os MEs têm muito a oferecer. A Figura 3 mostra o spread entre as taxas dos mercados desenvolvidos e as das dívidas dos MEs. Esse spread está no maior nível em uma década. Podemos ver também o comportamento das principais taxas de inflação. A lentidão da inflação nas economias desenvolvidas em retomar uma tendência ascendente parece clara. Mais pronunciada é a queda acentuada do núcleo da inflação nos MEs. A queda da inflação nos MEs significa que, apesar dos declínios recentes nas taxas dos títulos nos MEs, o declínio nas taxas reais ainda ficou defasado. Valuations muito atraentes, melhora dos fundamentos em relação ao crescimento e poderosas forças desinflacionárias cíclicas e seculares são fortes argumentos para investir em dívidas de MEs. Os investidores não só ganham o carry maior, mas podem se beneficiar da perspectiva de contração significativa do spread versus as taxas dos mercados desenvolvidos.

Quadro 3

Queda das taxas de crescimento do M2 e do Financiamento Social Total (TSF)



Fonte: Bloomberg, HSBC. Até 30 Jun 17



Fonte: J.P. Morgan. Até 30 Jun 17

Uma das nossas maiores convicções deste ano tem sido a crença de que a dívida de MEs, em particular a dívida em moeda local, teria um excelente desempenho. O mercado pessimista dos últimos cinco anos deixou os spreads dos MEs perto de suas máximas de 2008. Mais importante ainda, uma vez que é necessário investir em moedas locais para tirar o máximo proveito de dívida de MEs, os níveis de valuation ficaram muito atraentes.

Os riscos que levaram à desvalorização das moedas de MEs em 2012-2016 foram os receios de recessão global, da fraqueza dos preços das commodities, do crescimento/recessão chineses e dos grandes riscos globais de deflação. Este ano, temores de um aperto monetário iminente por parte do Fed (e talvez por parte do BCE) e o protecionismo da Administração Trump dominaram a narrativa de pular fora dos MEs. Mas se o crescimento global for suficientemente robusto para induzir a remoção da ampla acomodação monetária patrocinada pelo bancos centrais, então os fundamentos de crescimento dos MEs se tornariam bastante positivos. Com os preços das commodities no mínimo estabilizados e, em nossa visão, em uma tendência ascendente, combinados com a melhoria do crescimento chinês, o caso de um mercado otimista para MEs continua a ser convincente.

Excelentes valuations combinados com a melhoria dos fundamentos significam que o eventual aumento das taxas de juros e o protecionismo são meramente riscos ao invés de fatores determinantes. Felizmente, nossas opiniões sobre o aumento das taxas básicas de juros por parte do Fed e um crescente grau de dificuldade da Administração Trump de implementar medidas protecionistas desestabilizadoras também vem se concretizando.

Claro, essa oportunidade vem com riscos. A lista de preocupações anteriormente enumerada, que levou ao pessimismo nos últimos cinco anos com a dívida de MEs pode ressurgir. Talvez o aperto monetário dos bancos centrais possa se acelerar se a inflação global ressurgir. Ou os riscos geopolíticos, como evidenciado pelas tensões norte-coreanas, podem levar a períodos de risco desafiadores. Mas a oportunidade aqui não é apenas ganhar o cupom mais alto. Trata-se também da possibilidade de obter um maior fechamento dos spreads entre o mercado desenvolvido e os rendimentos dos MEs e/ou beneficiar-se da apreciação das moedas desses mercados.

Resumindo

A economia global está ainda se recuperando de um cenário de inflação baixa que é pouco provável que mude no curto prazo. A política monetária dos bancos centrais deve continuar benigna. Os setores de crédito nos Estados Unidos performaram excepcionalmente durante a recuperação, mas seus ganhos devem ser mais limitados no futuro. A oportunidade mais substancial reside na dívida de MEs, onde os fundamentos de crescimento e inflação são favoráveis.

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.

Prêmio Troféu Benchmark – Melhor Gestor de Renda Fixa 2016 - Revista Investidor Institucional, edição de Fevereiro 2017 – maiores informações sobre a apuração da premiação podem ser obtidas na própria revista. A premiação não se refere a nenhum fundo em específico.

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.

© 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.