



O mês de Outubro em Perspectiva

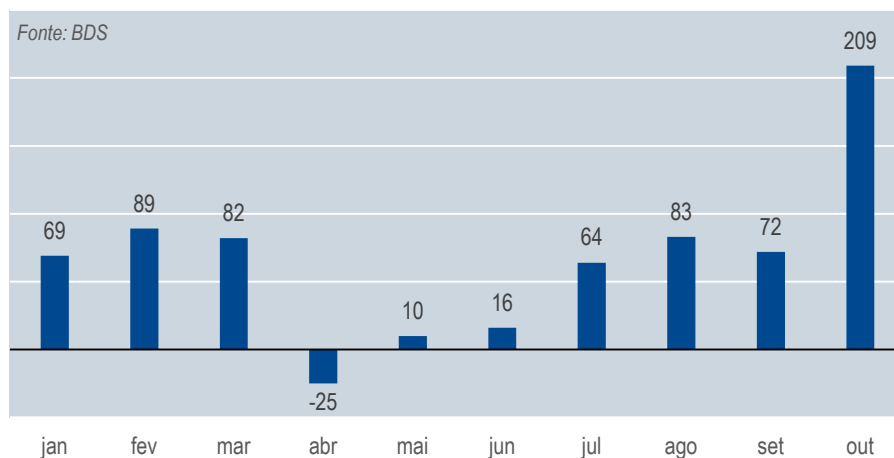
Por Marcelo Guterman, CFA - Product Specialist
Mês de Referência: Outubro 2021

Todos acompanhamos o estresse dos mercados em outubro em função do mais violento ataque à regra do teto de gastos desde o seu estabelecimento, no final de 2016. Para uma parte relevante do mercado, a regra deixou de existir, e não se sabe o que será posto em seu lugar para ancorar as expectativas dos agentes econômicos em relação à trajetória futura da dívida pública.

Este movimento teve efeitos deletérios em todos os mercados, mas o que mais sofreu, sem dúvida alguma, foi o de renda fixa. Não somente o BC foi obrigado a acelerar o passo do ajuste da Selic (o que, implicitamente, significa que o ajuste total da taxa Selic será maior do que se imaginava antes desse evento), como a curva de juros subiu de maneira relevante, como há muitos anos não se via.

Para ilustrar a intensidade do movimento na curva de juros, vamos tomar como exemplo o contrato futuro DI Jan25, que precifica a taxa prefixada com vencimento em 02/01/2025. No gráfico 1, podemos observar a variação da taxa do DI Jan25 em 2021.

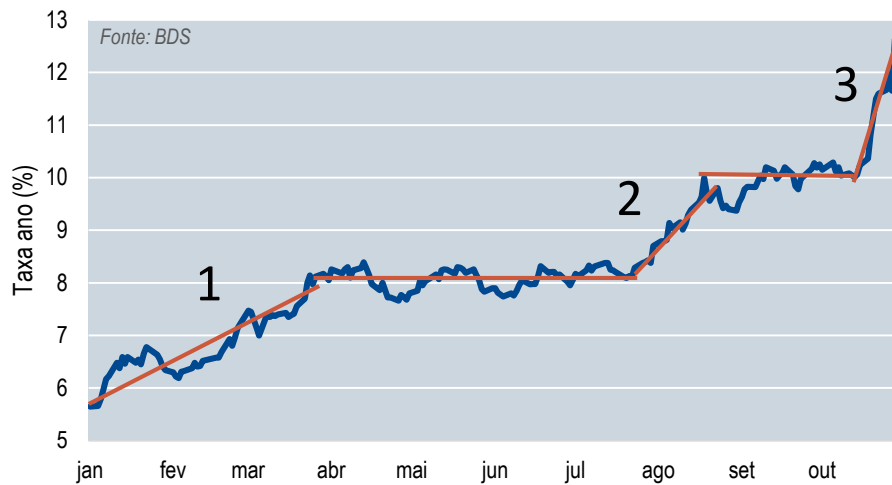
Gráfico 1: Variação do DI Jan 25 em 2021 (em pontos-base)



Note como a taxa subiu em todos os meses do ano, com exceção de abril. Mas, além disso, observe como o movimento de outubro foi muito mais violento do que nos outros meses, com o DI Jan25 subindo 209 pontos-base (2,09 pontos percentuais), praticamente o triplo do que havia subido nos meses de janeiro a março e de julho a setembro.

No gráfico 2, temos a evolução do DI Jan25 ao longo de 2021, em que podemos identificar três momentos, numerados no gráfico, em que a taxa deste contrato sobe.

Gráfico 2: Evolução do DI Jan 25 em 2021



O primeiro movimento ocorreu no primeiro trimestre do ano, em que a taxa subiu cerca de 200 pontos-base, de 6% para 8%. Naquele momento, dois fatores levaram ao aumento da taxa de juros: o primeiro foi o receio do chamado “reflation”, o aumento da inflação global, levado pela retomada da atividade econômica pós-pandemia, enquanto o segundo foram as discussões em torno do orçamento de 2021 e a extensão do auxílio emergencial. Já na época, começava a ficar clara a dificuldade dos agentes políticos de viver dentro do teto de gastos.

O segundo movimento, que elevou a taxa de juros em mais 200 pontos-base, de 8% para 10%, teve lugar a partir do final de julho, quando o “meteoro dos precatórios”, no dizer do ministro da Economia, atingiu Brasília. Todas as alternativas para solucionar o problema envolviam, de alguma forma, algum tipo de concessão por parte dos agentes políticos, e parecia que a regra do teto de gastos restaria, de alguma forma, respeitada. Com isso, a partir de meados de agosto a taxa de juros estabilizou-se, com o mercado aparentemente já tendo se conformado com as alternativas na mesa.

No entanto, no dia 19/10, a bomba caiu sobre o mercado: o próprio ministro da Economia proclamou o seu “gasto é vida”, anunciando que o teto de gastos seria ultrapassado em R\$ 30 bilhões para ajudar os mais necessitados. Este anúncio deu início ao terceiro movimento, com a taxa subindo mais 250 pontos-base em duas semanas, de 10% para 12,50%. É onde nos encontramos no momento.

O que esperar?

A curva de juros já está bastante estressada, precipitando a perda de credibilidade do teto de gastos, que vinha servindo de âncora fiscal desde 2017. A questão, no momento, é se os gastos terão algum limite, mesmo acima do teto, ou será um “liberou geral”. Para a curva de juros faz diferença, pois, no final do dia, o que importa é conseguir ter um mínimo de previsibilidade para a trajetória da dívida pública. A própria dificuldade encontrada pelo governo para passar a PEC dos precatórios no Congresso indica que há uma resistência da sociedade em relação ao “liberou geral”. Portanto, não se trata de 8 ou 80: há muitas gradações na percepção do problema fiscal, e a curva de juros responde diferentemente a cada uma delas.

Por exemplo, um conjunto de medidas que incorporassem algum aumento de receitas (via impostos), a manutenção do teto de gastos, ainda que de modo precário, e a adoção de medidas que estimulassem o crescimento potencial poderiam mitigar a percepção do problema no curto prazo. Algum encaminhamento nesta direção poderia surpreender o mercado de maneira positiva ou, ao menos, colocar um certo limite para a deterioração das expectativas.

Além disso, se o BC conseguir, via política monetária, ancorar as expectativas de inflação de curto prazo, isso poderia também aliviar um pouco a percepção de risco do mercado, influenciando positivamente a curva de juros.

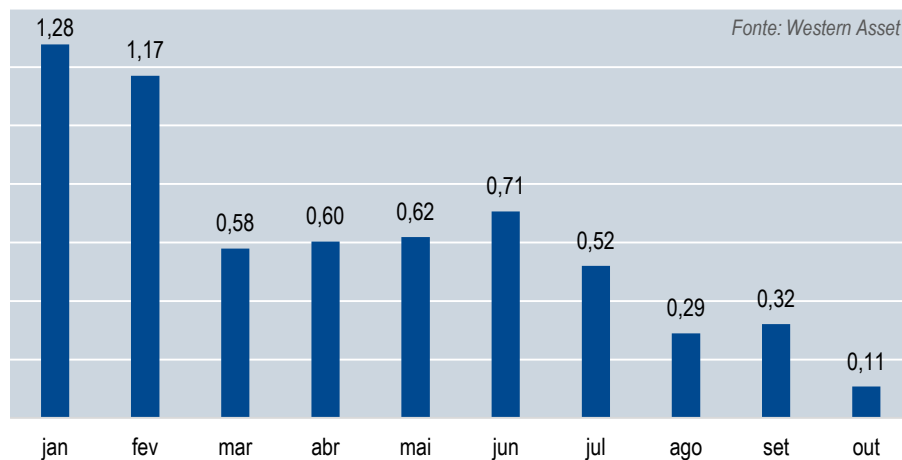
Reconhecemos que se trata de possibilidades a serem provadas e, importante, é preciso que o governo sinalize na direção correta, o que não fez até o momento. No entanto, os preços do mercado já indicam uma deterioração forte das expectativas. Com a curva de prefixados pagando mais de 12%

ao ano, temos juros reais ex-ante já muito elevados, o que, por si só, inibe deteriorações adicionais. Não que não possam ocorrer, mas as apostas contra ficam cada vez mais caras.

O que fizemos?

Ao longo do ano, na medida em que o risco fiscal foi se elevando, a Western Asset veio diminuindo a duration (exposição à variação das taxas de juros) em todos os seus produtos. Tomemos como exemplo a exposição do WA RF Ativo, fundo que representa nossas principais estratégias de renda fixa, que pode ser vista no gráfico 3.

Gráfico 3: Duration WA RF Ativo em 2021 (anos)



Observe que, hoje, temos uma exposição que é mais de 10 vezes menor do que a que tínhamos no início do ano. Isso significa que aumentos das taxas de juros têm efeito no fundo 10 vezes menor hoje do que no início do ano.

Mesmo assim, os portfólios de renda fixa sofreram em outubro, tendo performance abaixo do CDI. Isso aconteceu porque, como vimos acima no gráfico 1, o movimento de outubro foi muito mais forte do que ocorreu nos outros meses do ano, e viemos reduzindo a exposição ao longo do mês. Mesmo com uma exposição bem menor, o portfólio, ainda assim, é afetado negativamente. Mas suas perdas são bem menores do que as que ocorreram no início do ano. Como exemplo, a rentabilidade do WA RF Ativo em janeiro foi negativa, de -0,34%, ao passo que, agora em outubro, foi positiva, de +0,22%, mesmo com uma deterioração muito mais intensa do mercado, como vimos no gráfico 1.

O nosso objetivo, neste momento, é evitar maiores perdas, e apenas voltar a aumentar o risco do fundo quando o cenário se mostrar mais definido, quando quer que isso ocorra. Para compensar esta diminuição de risco de mercado, estamos reforçando a parcela dedicada a crédito, que deve fazer, por enquanto, o papel de gerar retornos nos portfólios de renda fixa, além de procurar fazer operações táticas não direcionais com derivativos.

Este material de divulgação possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material de divulgação 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 Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada ("Western Asset"). 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.

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material de divulgação, constituem julgamento dos gestores da Western Asset baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio.

A Western Asset acredita que as informações apresentadas neste material de divulgação são confiáveis, mas não garante sua exatidão.

A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS.

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.

AS ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO DO FUNDO PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PARA OS COTISTAS.

LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, SE HOUVER, E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR, OS QUAIS ENCONTRAM-SE DISPONÍVEIS EM [HTTP://WWW.WESTERNASSET.COM.BR/PT/PRODUCTS/](http://www.westernasset.com.br/pt/products/)

DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES;

Classificação de Risco do Fundo encontra-se disponível na lâmina de informações essenciais";

A descrição resumida dos principais fatores de risco aplicáveis aos Fundos estão no Regulamento

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários CVM – Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br;

Ouvidoria Western Asset: 1) telefone (11) 3478-5088, de segunda a sexta, 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, nº 1.455, 15º andar, conj. 152, São Paulo – SP, CEP 04543-011.

© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2021. Esta publicação é de propriedade da Western Assete não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material de divulgação deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a expressa autorização da Western Asset.

Os indicadores acima tratam-se de mera referência econômica, não se tratando de meta ou parâmetro de performance.

Este material possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. 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.

As informações sobre os fundos locais mencionados neste material podem ser encontradas [WA RF Ativo](#)