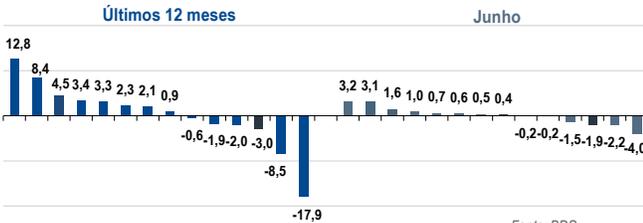


Moedas (contra o dólar)

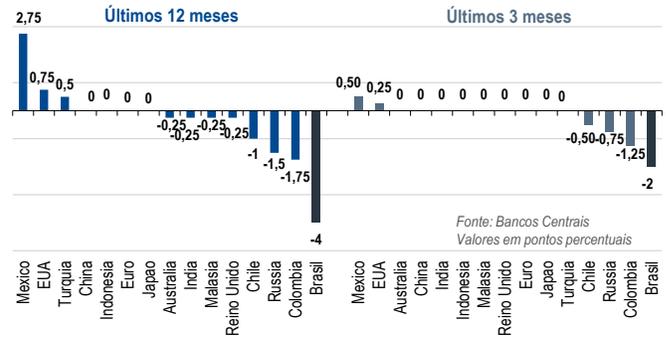
O real passou a acumular desvalorização nos últimos 12 meses, em função da crise política.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

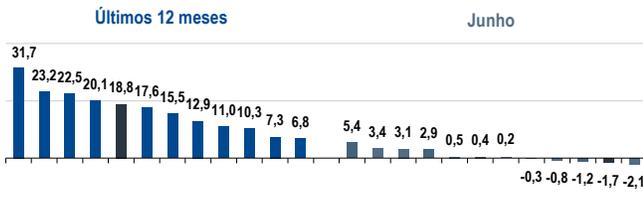
O Brasil lidera, de longe, o corte de juros no mundo. Na outra ponta, o México corre atrás do Fed.



Fonte: Bancos Centrais
Valores em pontos percentuais

Bolsas do mundo (em dólar)

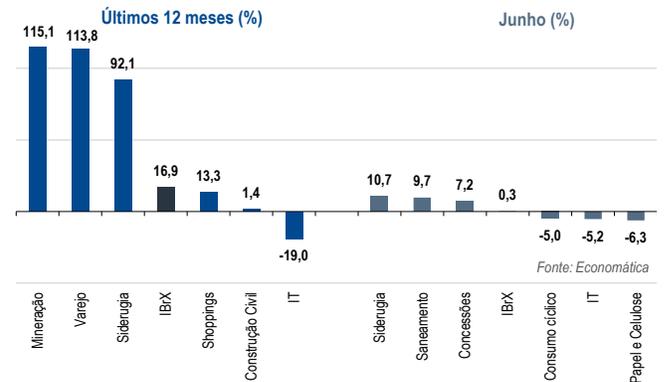
A bolsa brasileira perdeu a liderança em 12 meses, pois vai terminando a janela positiva da virada política do ano passado, e vai se observando o impacto da nova crise política.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Principais contribuições para o IBRX

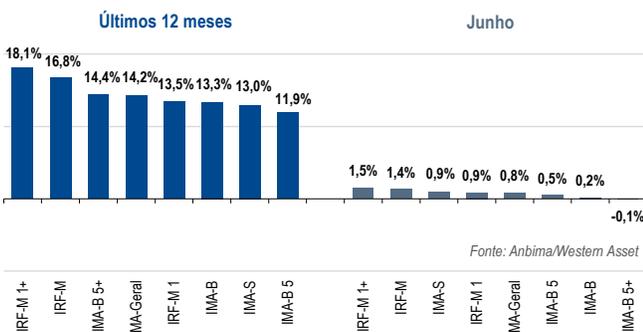
Mês sem grandes destaques. Mineração e Siderurgia continuam liderando os ganhos da bolsa em 12 meses, em função da elevação dos preços do minério.



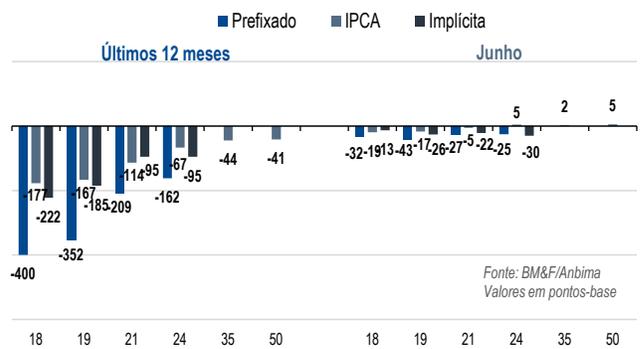
Fonte: Economática

Renda fixa local

As taxas de juros voltaram praticamente para o mesmo patamar onde estavam antes do início da crise política. Este movimento refletiu a continuidade das surpresas positivas da inflação, e expectativa de continuidade do ciclo de corte de juros. Por isso, os maiores beneficiados tem sido os títulos prefixados, o que se reflete em uma melhor relação performance/risco dos IRF-Ms.



Fonte: Anbima/Western Asset



Fonte: BM&F/Anbima
Valores em pontos-base

FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JUNHO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O IPCA de maio veio bem abaixo das expectativas, surpreendendo novamente o mercado, e colocando novamente na mesa a possibilidade de corte de 100 pontos-base na próxima reunião do Copom.			
A chapa Dilma-Temer foi absolvida no TSE, dando sobrevida ao governo Temer.			
Temer foi denunciado pela Procuradoria Geral por corrupção passiva. Os mercados já esperavam, e não reagiram.			
Thereza May não conseguiu a maioria do Parlamento nas eleições que ela própria convocou, com o objetivo de fortalecer sua posição nas negociações do Brexit.			
O partido de Emanuel Macron elegeu a maioria dos deputados nas eleições legislativas, formando maioria significativa no Parlamento francês.			
O CMN decidiu reduzir a meta de inflação de 2019 para 4,25% e de 2020 para 4,00%. Foi a primeira redução da meta desde 2004.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Global:

Macron venceu na França, May perdeu no Reino Unido. Dois movimentos que reforçam a posição da União Europeia e afastam, pelo menos por ora, a ameaça de movimentos populistas dos mais diversos matizes. Estes resultados contribuíram para o já bastante calmo cenário global. Como reflexo, o VIX¹ bateu mais um recorde de baixa: este índice de volatilidade do S&P500 atingiu 10,4% na média do mês de junho, o menor valor desde o início da série histórica, em 1990.

As *treasuries* de 10 anos também seguiram o padrão de baixa volatilidade: abriram o mês a 2,21%, atingiram a mínima de 2,15% e fecharam o mês a 2,31%, indicando que o mercado de juros continua apontando para uma recuperação da atividade econômica bastante lenta, o que justifica uma normalização monetária no mesmo ritmo. Além disso, a tese de que o governo Trump teria força para passar medidas de estímulo à economia vai perdendo força.

Cenário Doméstico: a agenda de reformas subiu no telhado?

No D+0 da nova crise da política brasileira (dia 17/05), parecia claro que as reformas trabalhista e, principalmente, previdenciária, estavam mortas. Não por outro motivo, os mercados surtaram: tanto a bolsa quanto os mercados futuros de renda fixa atingiram seguidos *circuit breakers*.

No entanto, nos dias e semanas seguintes, em meio à busca de algum nome que pudesse substituir o piloto com o avião em pleno voo, os meios político e econômico foram aos poucos concluindo que a continuidade de Michel Temer à frente do governo era a alternativa de menor custo. A sua substituição implicaria em um processo desgastante e conturbado, com resultado incerto, em meio à necessidade premente do avanço da agenda de reformas. Bem ou mal, Temer já está lá, e supostamente já tem o domínio do Congresso. Supostamente. E é esta a grande dúvida que paira sobre os mercados.

Michel Temer é um presidente acuado. A acusação formal por parte do Procurador Geral da República somente explicita uma situação que se iniciou no dia 17/05. Para os mercados, a questão que se coloca é: a energia gasta pelo presidente para se manter no cargo drenará todas as energias do governo, não restando nada para o avanço da agenda de reformas? A derrota governista na votação da reforma trabalhista na Comissão de Assuntos Sociais pode ter sido apenas um troço inofensivo. Ou não.

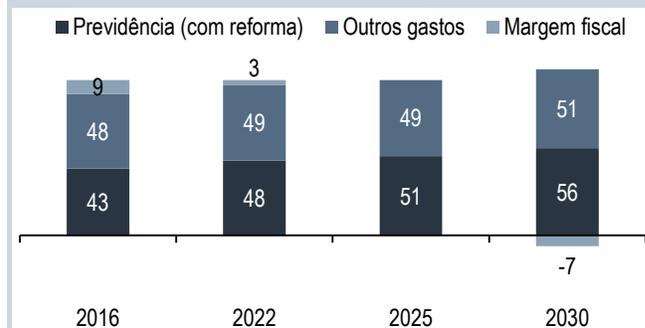
Em princípio, parece bastante improvável que a reforma da Previdência, a mais delicada, consiga ser aprovada com este clima.

¹ O VIX é uma indicação da volatilidade esperada do S&P500®, medida através da volatilidade implícita de suas opções negociadas em bolsa.

Será necessário que, no mínimo, não reste dúvida de que Michel Temer terminará o seu mandato. Não há como antecipar em quanto tempo chegaremos a este estágio, se é que um dia chegaremos. E, não custa lembrar: uma reforma deste porte tem probabilidade mínima de ser aprovada em ano eleitoral. Portanto, o governo corre contra o tempo para se viabilizar novamente e para conseguir avançar a reforma. Está longe de ser certo de que conseguirá.

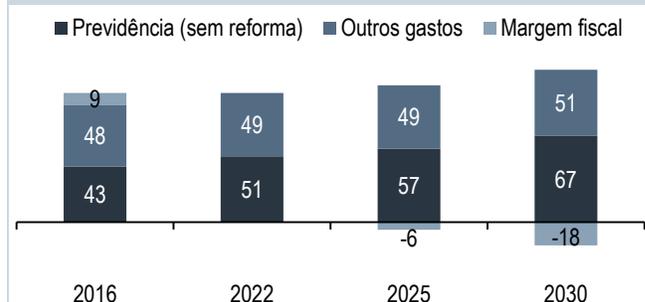
E, de que reforma estamos falando? Nos dois quadros a seguir, mostramos a relação entre a aprovação da reforma da Previdência e o teto de gastos, aprovado no ano passado.

Quadro 1
Percentual das Despesas Sujeitas ao Teto de Gastos com Reforma da Previdência



Fonte: Instituto Fiscal Independente (IFI)

Quadro 2
Percentual das Despesas Sujeitas ao Teto de Gastos sem Reforma da Previdência



Fonte: Instituto Fiscal Independente (IFI)

Na rubrica “outros gastos” temos os gastos constitucionalmente obrigatórios: educação, saúde e outros gastos sociais. A chamada “margem fiscal” é a sobra do orçamento, livre para ser alocada pelo

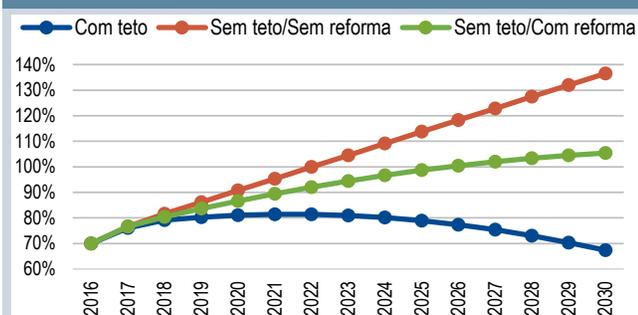
Congresso. Representa todos os gastos não constitucionalmente obrigatórios, o que inclui investimentos e os gastos de custeio da máquina. Podemos observar que esta margem acaba em 2022 sem a reforma da Previdência, e em 2025 com a reforma da Previdência da forma como inicialmente foi enviada ao Congresso. Qualquer reforma mais aguada fará com que a margem fiscal termine entre 2022 e 2025. Considerando que a revisão do teto de gastos somente se dará, conforme a lei aprovada, em 2026, é praticamente líquido e certo que outra lei deverá ser aprovada alterando ou mesmo eliminando o teto de gastos, ou que uma nova reforma da Previdência, ainda mais dura, seja votada e aprovada.

Quais os possíveis efeitos dessas medidas sobre a dívida pública? Para responder a esta questão, simulamos três cenários:

- **Cenário 1:** o teto de gastos é mantido, o que significa que as despesas públicas (não somente as previdenciárias) são controladas rigidamente. Neste cenário, a taxa de juros real cai para 3% ao ano.
- **Cenário 2:** o teto de gastos não é mantido, de forma que a margem fiscal de 2016, vista acima, é mantida constante ao longo do tempo. Além disso, a reforma da Previdência é aprovada, mas nenhuma outra reforma é apresentada. Neste cenário, a taxa de juros real vai a 4,5% ao ano.
- **Cenário 3:** o teto de gastos não é mantido, de forma que a margem fiscal de 2016 é mantida constante ao longo do tempo. Além disso, a reforma da Previdência não é aprovada. Neste caso, a taxa de juros real vai a 6% ao ano.

Para estes três cenários, consideramos uma inflação declinante em 0,25% ao ano até atingir 3% em 2024, um crescimento do PIB constante em 2,5% ao ano, e uma carga tributária igual à de 2016 ao longo do tempo. Obviamente, estes números são inconsistentes com alguns dos cenários acima, mas preferimos manter estas variáveis iguais nos três cenários, com o objetivo de entender a dinâmica da dívida somente com a variação da taxa de juros e do déficit primário. O resultado dessa simulação encontra-se no quadro a seguir.

Quadro 3
Dívida Bruta (% do PIB)



Fonte: Western Asset

Observe que, mesmo a aprovação da reforma da Previdência, da forma como foi enviada para o Congresso, não garante a estabilização da dívida, se o teto de gastos não for respeitado. E o teto de gastos somente será respeitado se outra reforma da Previdência for enviada, e/ou se outras despesas forem controladas. Caso o teto de gastos não seja respeitado, a única saída será um aumento bastante expressivo da carga tributária. O cenário mais provável deve combinar alguma flexibilização do teto de gastos com um mix de medidas de contenção de despesas e aumento da carga tributária. Se nada disso for feito, a única forma de estabilizar a dívida será através de surpresas inflacionárias crescentes, diminuindo, assim, a taxa de juros real ex-post da economia. Não é, definitivamente, uma forma bonita de se lidar com o problema, como já tivemos a oportunidade de experimentar no passado. De qualquer forma, o CMN dobrou a aposta em uma saída ordenada do problema, ao diminuir a meta de inflação para 2019 e 2020.

Renda Fixa

Nada resiste a uma inflação mais baixa. Nem mesmo a continuidade da última grave crise política, que colocou a reforma da Previdência sobre o telhado. A Western Asset acredita que o comportamento da taxa de juros é ditada, em última instância e no longo prazo, pelo comportamento da inflação. E isto nunca foi tão verdade como em junho. O IPCA, que veio bem abaixo das expectativas, fez com que o mercado de juros colocasse de volta na mesa a possibilidade de corte da 100 pontos-base na Selic na próxima reunião do Copom, no final de julho. Esta possibilidade havia sido praticamente eliminada pelo próprio BC, que colocou a frase “redução moderada do ritmo de flexibilização monetária em relação ao ritmo adotado hoje deve se mostrar adequada em sua próxima reunião” no comunicado da última reunião. A ata, publicada posteriormente, e a surpresa do IPCA, relativizaram esta colocação.

Assim, tivemos quedas generalizadas das taxas prefixadas, que recuaram entre 25 e 40 pontos-base, principalmente nos vencimentos mais curtos. O setor mais curto da curva de NTN-B também recuou, aproximadamente 20 pontos-base. No caso dos vencimentos mais curtos prefixados, as taxas voltaram para os mesmos níveis pré-crise política, mostrando que, para este setor da curva, o que conta é a política monetária.

Câmbio

Junho foi um mês de leve desvalorização do real, cerca de 2% contra o dólar. Os efeitos da crise política sobre o calendário das reformas (vide análise acima) foi compensado por um cenário global bastante tranquilo.

Como já vínhamos dizendo, 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, avaliamos 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, em algum momento, influenciar negativamente o risco-país e, por consequência, o câmbio.

Bolsa

Em nosso cenário corrente, esperamos crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX de 24% em 2017, 28% em 2018 e 19% em 2019. Se este cenário se confirmar, o P/L do IBrX no final de junho, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estava em 12,6. Para manter este mesmo P/L daqui a um ano (em junho/18), considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até junho/19), o IBrX deveria subir 26% nos próximos 12 meses.

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.

