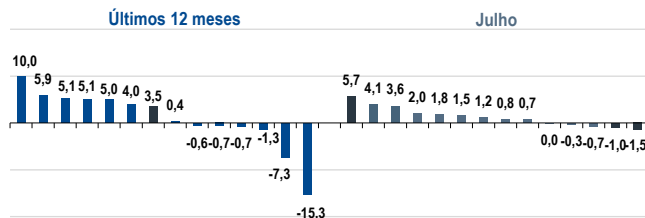


Moedas (contra o dólar)

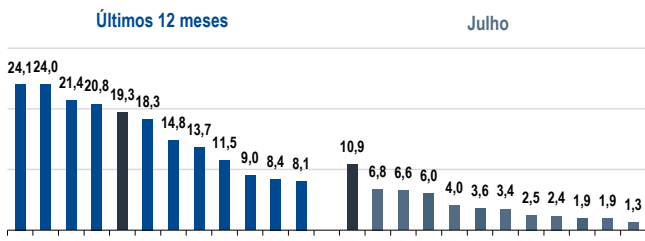
O aparente arrefecimento da crise política fez o real se destacar entre as moedas no mês de julho.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

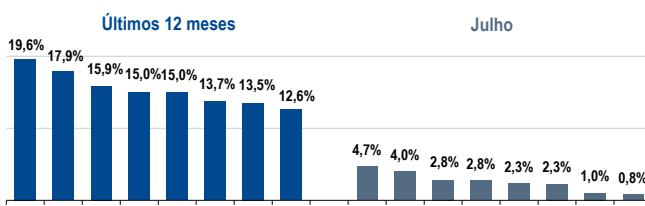
O aparente arrefecimento da crise política fez a bolsa brasileira se destacar entre as bolsas no mês de julho.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

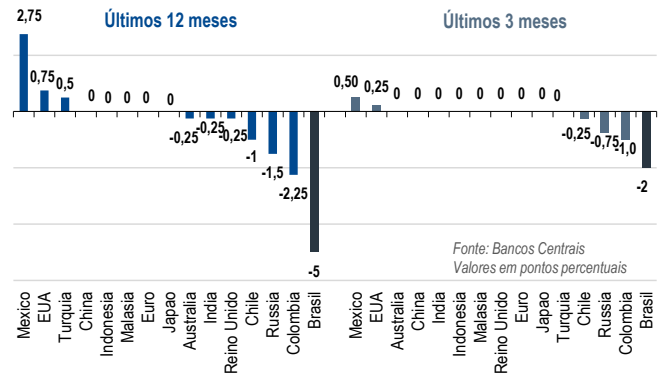
As taxas de juros já estão em patamares mais baixos do que estavam antes do início da crise política. Este movimento refletiu a continuidade das surpresas positivas da inflação, e a expectativa de continuidade do ciclo de corte de juros. Por isso, os maiores beneficiados têm sido os títulos prefixados, o que se reflete em uma melhor relação performance/risco dos IRF-Ms.



Fonte: Anbima/Western Asset

Taxas básicas de juros - variação

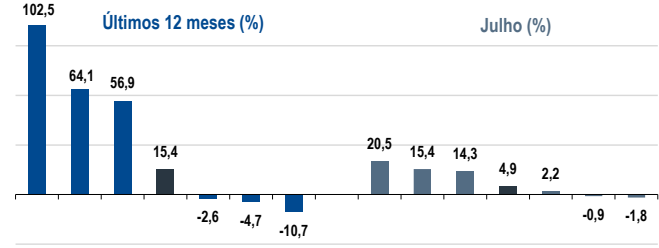
O Brasil lidera, de longe, o corte de juros no mundo. Na outra ponta, o México corre atrás do Fed.



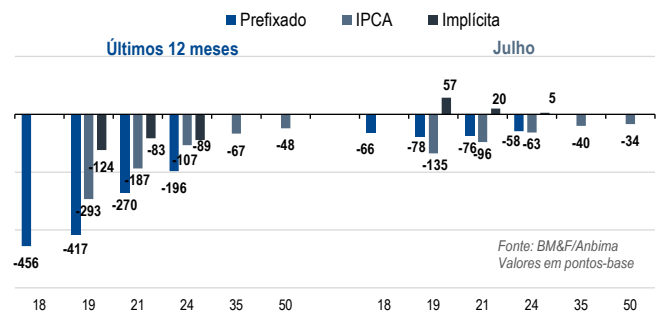
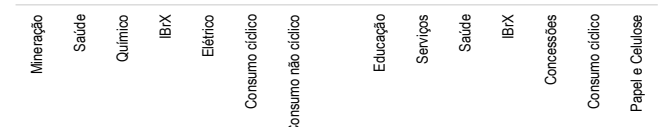
Fonte: Bancos Centrais
Valores em pontos percentuais

Principais contribuições para o IBRX

Setores como Educação, Serviços e Saúde se destacaram, principalmente por serem formadas preponderantemente por *small caps*, que têm sido o destaque da bolsa.



Fonte: Economática
Valores em pontos-base



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

FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JULHO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A reforma trabalhista foi aprovada pelo Senado com quórum constitucional, mostrando força do governo para as reformas..			
O ex-presidente Lula foi condenado a 9,5 anos de prisão pelo juiz Sergio Moro, diminuindo suas chances de se candidatar em 2018.			
O IPCA continuou surpreendendo positivamente.			
Discurso de J. Yellen, presidente do Fed, indicou que a elevação dos juros pode ser mais suave do que o antecipado.			
Preços de commodities, como minério de ferro e soja, retomaram sua tendência de alta.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Global:

Mais um mês morno no cenário global. A impressão que temos é de estarmos assistindo aqueles filmes em câmera super-lenta, onde cada movimento, por menor que seja, assume proporções épicas. No entanto, a realidade é bem diferente: os movimentos são muito pequenos, são apenas nuances de um quadro muito estável. Por exemplo: o destaque deste mês foi o testemunho de Janet Yellen, chairwoman do Fed, no Congresso Americano. Yellen, um pouco diferente do que havia afirmado na conferência de imprensa após o FOMC de junho, parece ter dado mais importância ao fato do núcleo da inflação ter recuado de maneira relevante nos últimos três meses, admitindo alguma preocupação com o fato. Resultado? As treasuries de 10 anos recuaram de 2,37% para 2,24% em alguns dias, para voltar a subir em seguida. No final, as treasuries fecharam praticamente estáveis.

O resultado deste “filme em câmera super-lenta” é uma das menores volatilidades da história: a média do VIX em julho ficou em 10,3%, a menor leitura deste índice desde o início da série. Este céu azul sem nuvens tem sido a base para a valorização dos ativos de risco ao redor do mundo, desde bolsas até ativos de economias emergentes. Até quando? É o que todos vêm se perguntando.

No que depender do crescimento das economias desenvolvidas e do comportamento da inflação, parece provável que este quadro permaneça por algum tempo. A recuperação das economias está acontecendo, mas de maneira bastante lenta. E não vemos de onde poderia vir um estímulo inflacionário, ainda mais se considerarmos que o Fed está retirando estímulos monetários. Tendo dito isto, vejamos alguns fatores que poderiam pôr fim a este quadro tão benigno:

- Erros graves de política monetária, tanto por parte do Fed quanto do ECB. Este erro poderia ser tanto a retirada muito rápida dos estímulos monetários, jogando o mundo novamente em uma espiral deflacionária, como a retirada muito lenta, provocando inflação acima do antecipado pelos mercados. O primeiro risco está mais presente; por isso, o discurso de Janet Yellen, preocupada com a inflação baixa, foi bem recebida pelos mercados.
- Desaceleração inesperada da China. Em princípio, o gigante asiático vai muito bem, obrigado. No entanto, seus desequilíbrios macroeconômicos (excesso de poupança e investimentos de retorno duvidoso) podem cobrar o seu preço em algum momento. Os mercados não estão conferindo muito peso a este evento, por enquanto.
- Riscos geopolíticos: a Coreia do Norte vem lançando mais mísseis do que fogos em festa junina. Trata-se de um quadro complexo, sem perspectiva de solução definitiva a curto prazo. Não tem influenciado os mercados por ora.

Não sabemos de onde virá nem quando acontecerá a próxima crise. Até lá, os mercados vão surfando a onda da baixa volatilidade e da liquidez abundante.

Cenário Doméstico

Deslocamento: até quando?

A agenda econômica descolou da agenda política. A política monetária descolou da política fiscal. Os mais céticos dirão que os mercados descolaram da realidade. Vejamos.

Para compreender o que se passa, é fundamental entender, em primeiro lugar, a influência do cenário global no comportamento dos mercados emergentes. Como vimos acima, o Fed sinalizou sutilmente que pode rever o ritmo de elevação das taxas de juros, na medida em que a inflação vem dando sinais de que está se afastando da meta informal de 2%. Assim, temos um cenário de dólar mais fraco e perspectiva de taxas de juros mais baixas, o que favorece ativos de risco, incluindo títulos de países emergentes. Este é o principal fator que vem sustentando preços de ativos de risco globalmente.

Localmente, o Banco Central minimizou o impacto da crise política sobre a política monetária na última reunião do Copom. Podemos observar a mudança de tom em vários trechos do comunicado que acompanhou a última decisão do Copom, conforme podemos ver no quadro a seguir:

Quadro 1

Comparação Comunicados Comitê de Política Monetária (Copom) – Maio e Julho 2017 – Política Fiscal

Comunicado Copom Maio

“A manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica.”

“É necessário acompanhar possíveis impactos do aumento de incerteza sobre a trajetória prospectiva da inflação.”

“Ressalta-se que, neste momento, as projeções condicionais do Copom envolvem maior grau de incerteza. O Comitê entende como fator de risco principal o aumento de incerteza sobre a velocidade do processo de reformas e ajustes na economia. Isso se dá tanto pela maior probabilidade de cenários que dificultem esse processo, quanto pela dificuldade de avaliação dos efeitos desses cenários sobre os determinantes da inflação.”

“O Comitê entende que o aumento recente da incerteza associado à evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira dificulta a queda mais célere das estimativas da taxa de juros estrutural e as torna mais incertas.”

Comunicado Copom Julho

“[...] a informação disponível sugere que o impacto dessa queda de confiança na atividade tem sido, até o momento, limitado.”

“Até o momento, os efeitos de curto prazo do aumento de incerteza quanto ao ritmo de implementação de reformas e ajustes na economia não se mostram inflacionários nem desinflacionários.”

Este parágrafo foi retirado.

“O Comitê entende que a evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia [...] é importante para a queda das estimativas da taxa de juros estrutural.”

Fonte: Banco Central do Brasil

Não que tenham aumentado as chances de aprovação das reformas, mas o BC rendeu-se às recorrentes surpresas para baixo da inflação. Nesse sentido, é notável as diferenças das projeções do Copom entre maio e julho, conforme podemos ver a seguir:

Quadro 2

Comparação Comunicados Comitê de Política Monetária (Copom) – Maio e Julho 2017 – Projeções de Inflação

Comunicado Copom Maio

“[...] as projeções do Copom encontram-se em torno de 4,0% para 2017 e 4,6% para 2018. Esse cenário supõe trajetória de juros que alcança 8,5% ao final de 2017 e 2018.”

Comunicado Copom Julho

“[...] as projeções do Copom recuaram para em torno de 3,6% para 2017 e 4,3% para 2018. Esse cenário supõe trajetória de juros que alcança 8,0% ao final de 2017 e mantém-se nesse patamar até o final de 2018.”

Fonte: Banco Central do Brasil

Note que as projeções para a inflação não só caíram, como caíram com o pressuposto de uma taxa Selic menor. Este ponto, aliado à recuperação ainda muito lenta da atividade econômica, ao cenário externo benigno e, porque não, à aparente indiferença do mercado com relação à crise política, fez com que o BC decidisse esquecer o que escreveu no Copom passado (redução do passo de queda da Selic), como deixou em aberto os próximos movimentos. É o que podemos observar no quadro a seguir:

Quadro 3

Comparação Comunicados Comitê de Política Monetária (Copom) – Maio e Julho 2017 – Ciclo Monetário

Comunicado Copom Maio

“[...] o Copom entende que uma redução moderada do ritmo de flexibilização monetária em relação ao ritmo adotado hoje deve se mostrar adequada em sua próxima reunião”

Comunicado Copom Julho

“O Copom ressalta que a manutenção das condições econômicas, até este momento, a despeito do aumento de incerteza quanto ao ritmo de implementação de reformas e ajustes na economia, permitiu a manutenção do ritmo de flexibilização nesta reunião. Para a próxima reunião, a manutenção deste ritmo dependerá da permanência das condições descritas no cenário básico do Copom e de estimativas da extensão do ciclo.”

Fonte: Banco Central do Brasil

Em resumo, o BC rendeu-se ao descolamento da inflação em relação às crises política e fiscal. Vamos ver até quando.

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 continuou a ser verdade em julho.

Assim, tivemos quedas generalizadas das taxas prefixadas, que recuaram entre 60 e 80 pontos-base, principalmente nos vencimentos mais curtos. A curva de NTN-Bs também recuou de maneira significativa: mais de 100 pontos-base na parte mais curta, cerca de 60 pontos-base na seção intermediária, e cerca de 40 pontos-base nos vencimentos mais longos.

Câmbio

Julho foi um mês de desvalorização do dólar, o que acabou beneficiando o real (valorização de 5,7% contra o dólar e 2,0% contra o euro), também ajudado pela diminuição da tensão em torno da crise política. Os efeitos da crise política sobre o calendário das reformas (vide análise acima) foi compensado por um cenário global bastante tranquilo.

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 julho, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estava em 13,0. Para manter este mesmo P/L daqui a um ano (em julho/18), considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até julho/19), o IBrX deveria subir 29% nos próximos 12 meses. Este é o potencial de alta que vemos para a bolsa neste momento.

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.