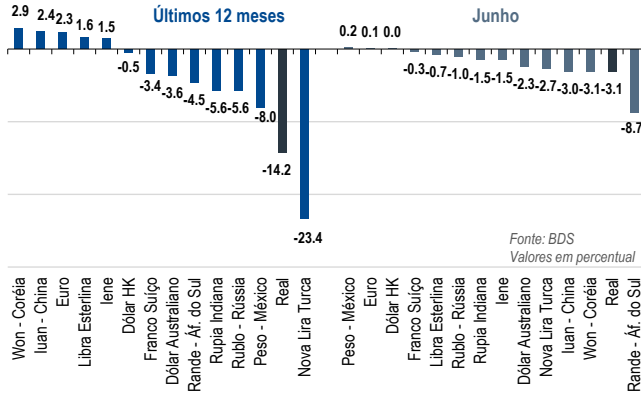


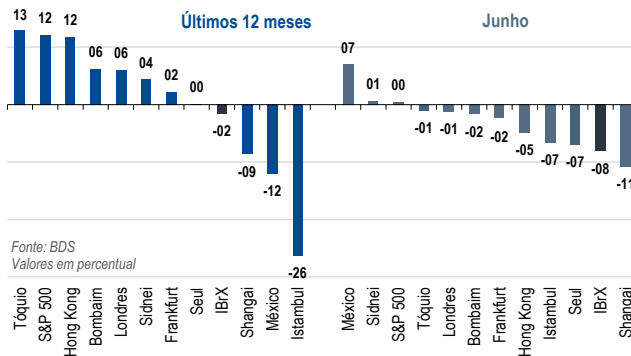
Moedas (contra o dólar)

Em mais um mês de Dólar forte, o Real se desvalorizou em linha com outras moedas emergentes com exceção do Rande Sul Africano.



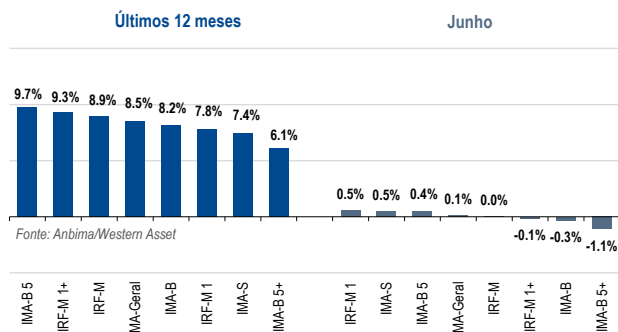
Bolsas do mundo (em dólar)

O IBRX seguiu a onda de desvalorização das bolsas globais, em função da "guerra comercial".



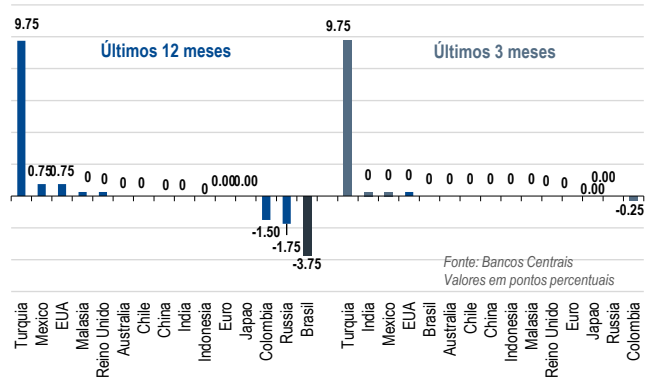
Renda fixa local

Depois de um início de pânico, a curva de juros voltou a normalizar-se, ainda que em patamares mais altos do que o fechamento de maio. A parte mais curta deixou de precificar um choque de juros, mas ainda contém muita incerteza com relação à política monetária em 2019.



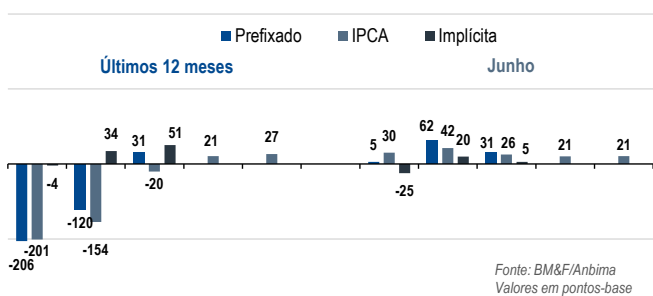
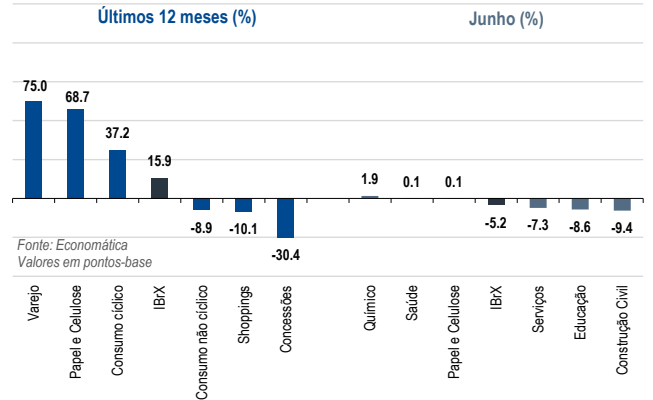
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua liderando o corte de juros no mundo nos últimos 12 meses, mas o ciclo terminou. Turquia deu um choque de juros e México continua perseguindo o Fed.












Principais destaques do IBRX

O único setor com performance positiva foi o Químico, com destaque para Braskem, em função do anúncio da venda da empresa para um grupo holandês.

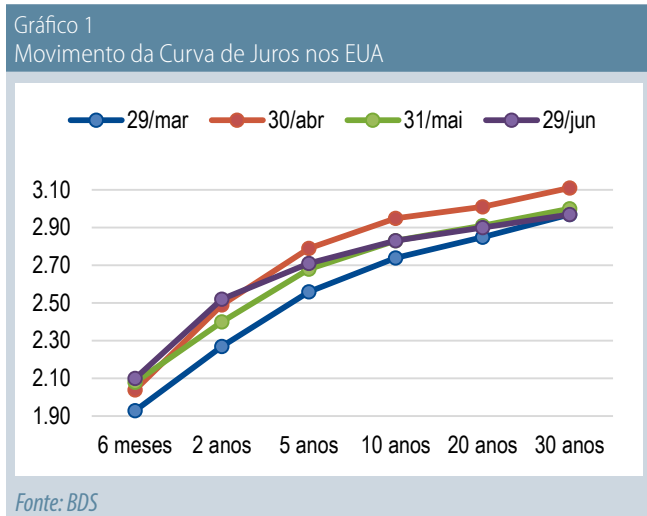


FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
As barreiras comerciais do governo Trump colocaram em cheque o crescimento econômico global, afetando principalmente a percepção de risco dos mercados emergentes.			
O BC e o Tesouro intervieram pesadamente nos mercados de câmbio e títulos públicos ao longo do mês, procurando minimizar o <i>overshooting</i> nesses mercados.			
O fraco posicionamento de candidatos considerados reformistas nas pesquisas continuou em junho.			

CENÁRIO GLOBAL

Observe o gráfico a seguir:



Neste gráfico podemos observar o movimento da curva de juros nos EUA ao longo do 2º trimestre. O grande movimento no mês de abril (entre 29/03 e 30/04) foi o responsável pela onda de enfraquecimento das moedas dos mercados emergentes, quando se temeu por um endurecimento da política monetária por parte do Fed. Em maio, observamos um refluxo deste movimento, mas foi em junho que a curva apresentou o movimento mais curioso: enquanto as taxas de curto prazo (até 2 anos) voltaram a subir, as taxas mais longas (20 e 30 anos) voltaram praticamente ao mesmo nível do início do trimestre.

Este movimento reflete, em nossa avaliação, exatamente o cenário previsto por nós: enquanto o Fed normaliza a política monetária de maneira um pouco mais agressiva do que o previsto no início do ano (aparentemente serão quatro altas de juros neste ano), a parte longa da curva precifica um ambiente econômico estrutural de baixas taxas de juros. Segundo a última pesquisa trimestral entre os diretores do Fed, publicada na data da reunião de junho, a taxa de juros neutra de longo prazo seria de 3%.

A questão que se coloca no médio prazo (próximos dois anos) é se o Fed será obrigado a elevar a taxa básica de juros para além desses 3%. Em nossa opinião, isto não é certo, apesar dos diretores do Fed, na mesma pesquisa, indicarem uma taxa de 3,5% em um horizonte de dois anos. Na coletiva de imprensa após a reunião de junho, o chairman do Fed, Jerome Powell, deu algumas pistas interessantes.

Em primeiro lugar, Powell recusou-se a endossar uma elevação dos juros além da taxa neutra. Múltiplos jornalistas deram a Powell a chance de dizer que o Fed pretendia subir os juros além do ponto neutro, mas ele hesitou em todas as ocasiões. Pelo contrário, ele descreveu uma abordagem muito prática, onde a condução da política monetária seria feita em resposta aos dados econômicos. No presente ambiente, é difícil enxergar como os dados poderiam ser interpretados de modo

a construir o caso de subir os juros além do ponto neutro, razão pela qual provavelmente Powell tenha hesitado. A conclusão é de que taxas de juros acima do ponto neutro estão longe de ser uma certeza, e nós permanecemos céticos a respeito desse ponto.

Depois, Powell afirmou que “um baixo desemprego é bastante desejável”, e continuou falando sobre trazer trabalhadores de volta ao mercado de trabalho e desejando salários mais altos. Além disso, Powell disse um par de vezes que a taxa de desemprego neutra poderia ser de 2,5% e que o Fed não está de maneira alguma comprometido com a ideia de que a taxa de desemprego esteja muito baixa.

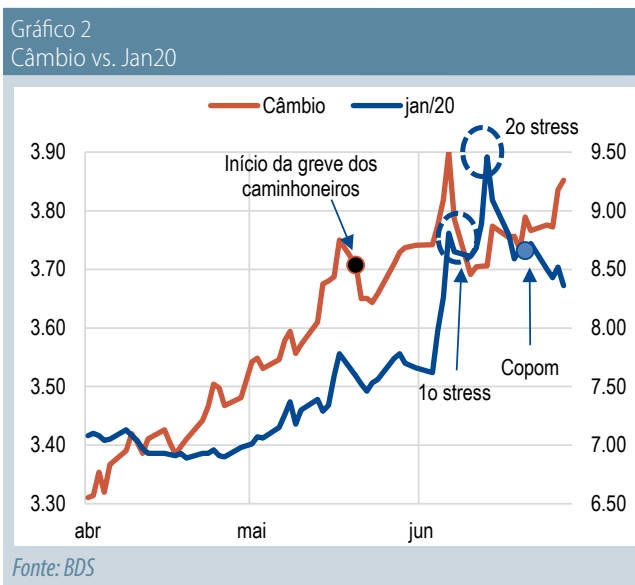
Finalmente, quando perguntado sobre o cenário para a inflação, Powell afirmou que “nada realmente mudou desde março”. O que é notável sobre isso é que a taxa de desemprego está 0,3% menor do que em março, mas Powell aparentemente não pensa que isso importa de alguma maneira para a inflação. Ou seja, tanto do ponto de vista do desemprego quanto da inflação, Powell não foi assertivo em relação a uma política monetária mais apertada.

Em resumo, apesar do FOMC ter sinalizado que vê um crescimento maior nos EUA, não nos parece que o Fed esteja embarcando em um aperto monetário maior do que aquele já precificado na curva de juros.

CENÁRIO DOMÉSTICO

Renda Fixa

Em junho, a curva de juros atingiu níveis de estresse raras vezes vistos. Em certo momento, parecia incontornável a necessidade de o BC proceder a um “choque de juros” para dar resposta a uma desvalorização cambial que parecia não ter teto. Podemos observar isto no gráfico a seguir, em que mostramos o comportamento do câmbio e dos contratos de DI futuro com vencimento em Jan/2020:



Neste gráfico, podemos observar que o câmbio já havia iniciado um movimento de desvalorização durante abril, refletindo a piora das condições de liquidez internacional. Entretanto, esta piora não se refletiu nas taxas de juros com vencimento Jan/20, pois este vencimento sempre esteve relacionado a uma política monetária mais expansionista, em função dos índices de inflação muito baixos e da grande ociosidade ainda presente na economia.

A partir de maio, com o câmbio atingindo R\$/US\$ 3,75, as taxas mais curtas começaram a reagir, mas ainda dentro da normalidade. O estresse no mercado de juros começou realmente no início de junho, reagindo ao mercado de câmbio, que chegou a alcançar R\$/US\$ 3,95. A greve dos caminhoneiros deixara um rastro de destruição institucional, com o governo emparedado por um movimento que conseguiu derrubar o presidente da Petrobrás e impor tabelamento de preços, coisa não vista desde os malfadados planos de estabilização dos anos 80. De repente, o mercado descobriu que o governo havia acabado, e antecipou o debate eleitoral em um momento em que as candidaturas ainda não estão maduras e a campanha de verdade ainda está a dois meses de distância. O resultado foi um mal-estar generalizado sobre as perspectivas para o próximo governo, do ponto de vista da busca do equilíbrio fiscal e das reformas para aumentar a produtividade da economia.

Para piorar a situação, o mercado de juros se mostrou estreito para o volume de operações de “*stop-loss*” que tiveram origem em fundos multimercados que estavam posicionados na continuidade da queda das taxas de juros. Este movimento criou um 2º estresse, apontado no gráfico acima.

Para contrapor este movimento, o BC e o Tesouro Nacional atuaram, respectivamente, nos mercados de câmbio e de títulos públicos. O BC colocou US\$ 34 bilhões de swaps, praticamente dobrando o estoque dessas operações em relação a maio, para US\$ 67 bilhões. Já o Tesouro Nacional recomprou títulos de longo prazo de vários prazos, procurando reduzir as taxas de juros nesses vencimentos. Estas atuações procuraram normalizar estes mercados que, em determinados momentos, ficaram disfuncionais. Mas, principalmente, tiveram o efeito de mostrar que a política monetária continuaria com sua função primordial de manter a inflação na meta. Para tanto, o máximo que poderia ser feito seria um aumento da taxa básica de juros para combater os efeitos secundários da desvalorização cambial, se e quando estes efeitos se fizessem sentir nos preços livres.

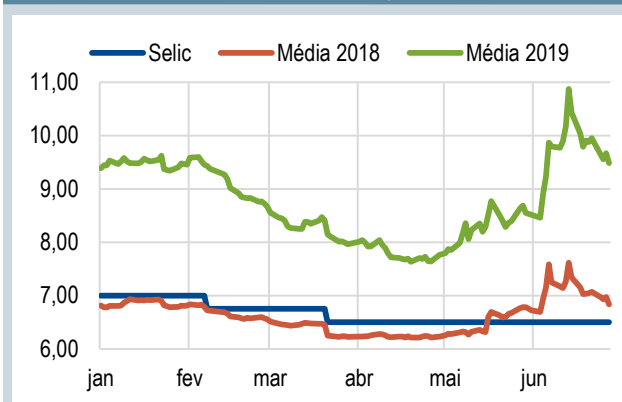
O Copom de junho confirmou este entendimento e o mercado começou, lentamente, a tirar do horizonte tanto uma elevação dos juros neste ano quanto, principalmente, um “choque de juros” completamente sem propósito em um regime de câmbio fluante.

Recentemente, publicamos um artigo intitulado “[A desvalorização cambial e o BC: o que esperar da política monetária](#)”, que analisa os riscos que hoje se colocam para a curva de juros. As conclusões do artigo podem ser resumidas nos seguintes pontos:

- Considerando que a função do Banco Central é buscar a estabilidade de preços no horizonte relevante da política monetária, acreditamos que a ideia de dar um choque nos juros para evitar novas depreciações do Real erra ao considerar a estabilidade da taxa de câmbio como primordial na função de reação do BC.
- Muito mais que somente uma questão de desequilíbrio do Balanço de Pagamentos, ou uma readequação dos portfólios globais, a depreciação mais recente do Real reflete também a crescente insegurança dos investidores com o problema fiscal brasileiro.
- Apesar do período recessivo da economia brasileira ter ficado para trás, a ociosidade da economia continua muito grande. A recuperação deste hiato do produto deve demorar muito tempo, o que, em nossa avaliação, deve limitar o *pass-through*.
- Não esperamos que o BC volte a subir a taxa de juros nas próximas reuniões do COPOM, e se e quando o fizer, não o fará de forma abrupta, mas através de um processo gradualista.
- O maior fator de risco para o nosso cenário reside em uma desancoragem das expectativas e da taxa de câmbio em função do quadro eleitoral e a perspectiva de que a adequação fiscal de médio/longo prazos esteja ameaçada.

Assim, apesar do estresse observado no mercado de taxas de juros em junho, continuamos com nosso cenário-base de uma política monetária acomodatória. Ainda existe um grande espaço para a volta da taxa de juros, como podemos observar no gráfico a seguir:

Gráfico 3
Taxa Selic média embutida na curva de juros



Fonte: BDS

Este gráfico mostra a taxa Selic média embutida na curva de juros, tanto em 2018 quanto em 2019. Podemos observar que o mercado chegou a precificar, no pico do stress, uma taxa Selic média de quase 11% durante o ano de 2019. Mesmo no final de junho esta taxa Selic média estava em 9,50%. Se assumirmos como hipótese que o BC mantenha a Selic em 6,50% até o final do ano, isto significa que a taxa

básica de juros deveria ser elevada linearmente até 12,5% até o final de 2019, uma elevação de 6 pontos percentuais em relação à taxa atual. A não ser que tenhamos uma deterioração bastante significativa das expectativas causando uma desvalorização adicional aguda da taxa de câmbio, não vemos motivos para que o BC eleve a taxa Selic nessa magnitude. Portanto, avaliamos que o mercado de juros tem espaço para retornar aos níveis vigentes pelo menos no final de maio.

Câmbio

Depois de vários momentos de estresse, o Real terminou o mês de junho com desvalorização de apenas 3% em relação ao dólar, menor que a desvalorização de maio, que havia sido de 6,8%. No ano, a desvalorização já acumula 14,1%.

O movimento do câmbio, que começou como uma reação dos mercados emergentes à perspectiva de aperto monetário nos EUA, tomou feições mais locais no início do mês. Até a primeira semana de junho, o Real era, de longe, a moeda que mais havia se desvalorizado no mercado global, seguida pelo Peso Mexicano e pelo Rande Sul-Africano. Depois das intervenções do BC, o Real acomodou-se e terminou o mês com desvalorização em linha, por exemplo, com o Dólar Canadense e o Peso Chileno.

O nosso cenário continua sendo o de uma normalização lenta dos juros nos EUA (vide a seção Cenário Global), 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 pressionado 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

O IBrX fechou junho com novo recuo significativo, -5,2%. No ano, acumula queda também de -5,2%. É verdade que o risco aumentou de maneira significativa, mas os preços, em nossa opinião, já refletem esta deterioração.

Esperamos crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX de 28% em 2018, 14% em 2019 e 13% em 2020. 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, estaria em 12,4 (considerando o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 10,0, 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 jun/19), considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jun/20), o IBrX deveria subir cerca de 31% nos próximos 12 meses. Em um cenário um pouco mais pessimista, se considerarmos um P/L de 11,5, o potencial de alta seria de 20%, 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.

