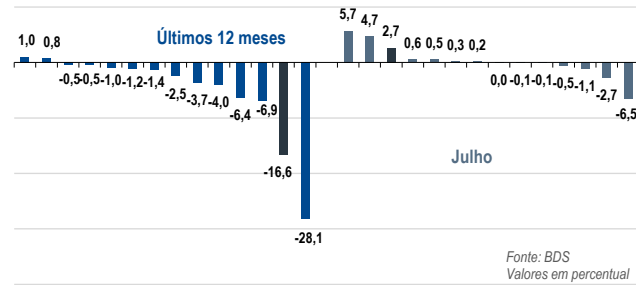


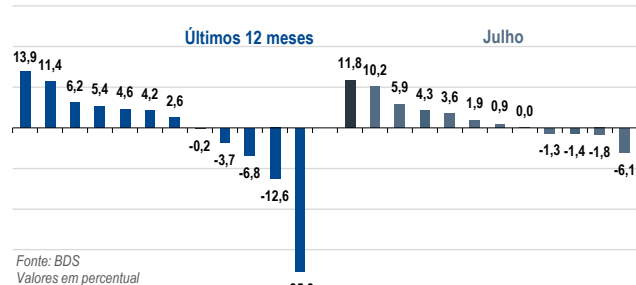
Moedas (contra o dólar)

As moedas emergentes respiraram em julho, com exceção da Nova Lira Turca. O Iuan chinês se desvalorizou quase 3%, o que pode levar ao reaquecimento do "trade war"...



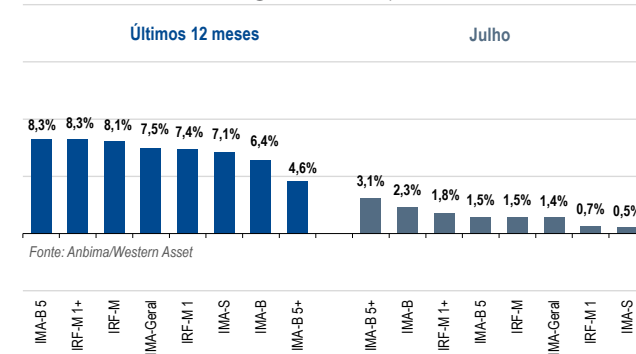
Bolsas do mundo (em dólar)

O "kit Brasil" se beneficiou do arrefecimento do "trade war" e da melhora do cenário político local. Com a bolsa não foi diferente.



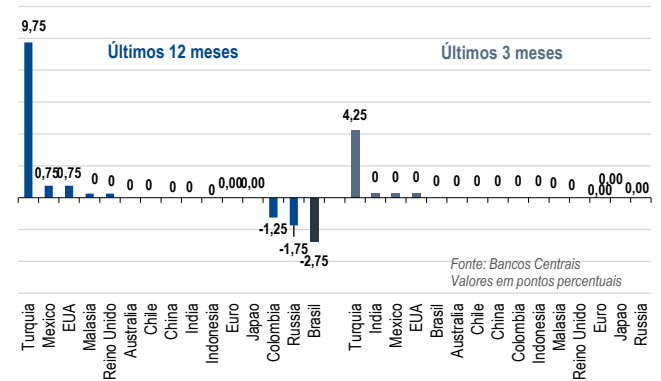
Renda fixa local

Em linha com a recuperação do "kit-Brasil" em julho, os juros mais longos foram o destaque do mês. No entanto, em 12 meses, a parte mais longa da curva de juros reais apresenta performance inferior ao CDI. Nota-se a queda da inflação implícita na parte mais curta da curva, devolvendo o exagero do mês passado.



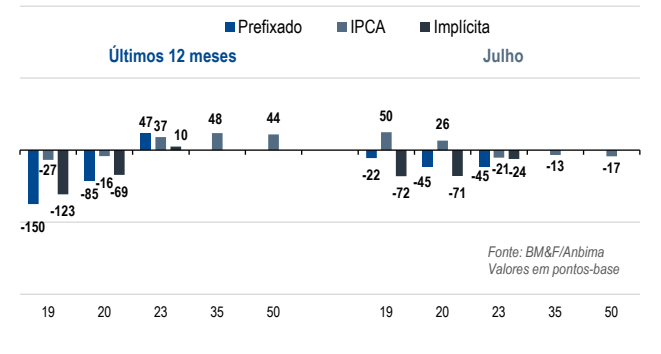
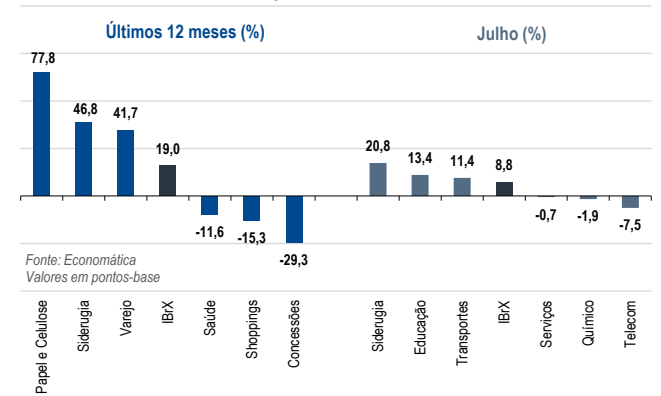
Taxas básicas de juros - variação

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

Em um mês de respiro para a bolsa, destaque para os setores que mais sofreram em junho. Em 12 meses, Papel e Celulose se beneficiou da desvalorização cambial.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O inesperado armistício entre os EUA e União Europeia na questão das tarifas de importação desanuviou parcialmente o ambiente do comércio internacional.			
Geraldo Alckmin venceu a queda de braço com Ciro Gomes e conseguiu o apoio oficial do chamado Centrão.			
A China anunciou estímulos fiscais para sustentar o consumo, com foco em cortes de impostos.			

CENÁRIO GLOBAL

Aqui e ali, começa a aparecer entre alguns analistas o receio de que os EUA estejam caminhando para uma nova recessão. Este receio tem como origem o fato de que o atual período de expansão já dura quase 10 anos (longo para os padrões americanos), e vem se acelerando, o que indicaria o fim do ciclo. Além disso, o comportamento da curva de juros seria um indicador antecedente de recessão: apesar das taxas de curto prazo estarem subindo por obra da atuação do Fed, a parte mais longa tem permanecido estável, levando o mercado a se perguntar se, em algum momento, a curva de juros pode ficar negativamente inclinada. Isto acontecerá se o Fed elevar a taxa básica de juros para cima de 3% e, ao mesmo tempo, a parte mais longa da curva continuar nos atuais 3%. Curvas de juros negativamente inclinadas são comumente associadas a recessões.

Uma recessão nos EUA não está no radar do mercado, e seria um cenário decididamente negativo para mercados emergentes. Qual a chance de um cenário deste tipo se concretizar?

Avaliamos que uma recessão nos EUA poderia ocorrer em duas hipóteses:

1. O Fed se tornar mais agressivo e ultrapassar a simples normalização das taxas de juros. Estimamos a taxa final para os Fed Funds em 3%. Embora não possamos descartar a possibilidade de o Fed se mover bem acima desse nível, atribuímos uma probabilidade baixa a tal movimento, dadas as informações que temos hoje disponíveis. O Fed decidiu começar a elevar as taxas de curto prazo como parte de seu esforço para compensar a saída do *Quantitative Easing*, não para necessariamente combater a inflação. Se os salários, os custos ou quaisquer outros fatores pressionarem significativamente a inflação, a missão do Fed poderia mudar. Avaliamos como baixa esta probabilidade: por uma série de motivos que ultrapassam o escopo desta newsletter, não vemos a inflação subindo de maneira permanente nos próximos trimestres.
2. A escalada das tensões comerciais (o chamado “*trade war*”) também representa um risco para o crescimento econômico. Tarifas sobre cerca de US\$ 100 bilhões em produtos chineses e sobre a importação de produtos siderúrgicos e de alumínio de vários países já foram implementadas e espera-se que tenham um impacto neutro para o crescimento neste momento. No entanto, se a proposta do presidente Trump de incluir mais US\$ 200 bilhões em mercadorias da China e US\$ 350 bilhões em automóveis e autopeças da Europa se concretizar, o impacto potencial começa a fazer diferença. Tarifas sobre mais de US\$ 600 bilhões importados dos parceiros do NAFTA provavelmente teriam um impacto significativo. O recente movimento de Trump e de Jean-Claude Juncker, presidente da Comissão Europeia, de aceitarem uma espécie de armistício enquanto se discutem medidas compensatórias é um sinal, sem dúvida, positivo. Avaliamos que, por não interessar a ninguém, uma guerra comercial em larga escala tem baixa probabilidade de

se concretizar. O último movimento de EUA e União Europeia mostra que este cenário (ainda) está distante.

Houve três ciclos recessivos nos últimos 30 anos, e cada um deles foi associado a um Fed que endureceu demais a política monetária, a uma bolha no mercado, ou a ambos. Em nossa opinião, subir os juros para normalizar a política monetária não é o mesmo que subir os juros para conter a inflação, como foi o caso no início das crises anteriores. Expectativas irracionais que resultaram no *crash* das pontocom em 2000 e no colapso imobiliário de 2007-2008 foram eventos que contribuíram para o início de recessões. Atualmente, não observamos comportamento do investidor que possa ser considerado “excessivo” ou criando uma “bolha”. Aparentemente, as condições que foram as catalisadoras de desacelerações anteriores não estão atualmente em evidência.

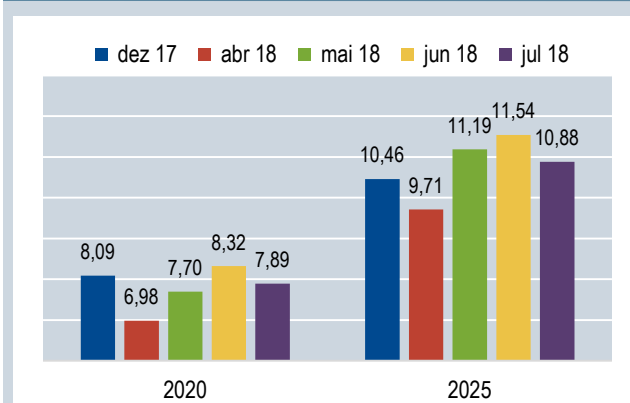
O atual ciclo de expansão terminará um dia, mas não terminará por velhice; é preciso haver catalisadores e, atualmente, não observamos nenhum gatilho no horizonte. Dessa forma, avaliamos que a probabilidade de que os EUA escorreguem para uma recessão em, digamos, dois anos, parece ser baixa. Esta é uma premissa importante para a performance dos ativos de mercados emergentes.

CENÁRIO DOMÉSTICO

Renda Fixa

Em julho, a curva de juros voltou aproximadamente ao mesmo patamar em que estava no final de maio. Que, por sinal, é aproximadamente o mesmo patamar do início do ano, dependendo do vencimento (veja o gráfico).

Gráfico 1
Comportamento da Curva de Juros



Fonte: BDS

Apesar do mercado ter devolvido as perdas ocorridas em junho e ter voltado para o nível do início do ano, ainda está distante do melhor momento de 2018, ocorrido na segunda quinzena de abril. Portanto,

Agosto 2018
(referente a Julho)

se os juros continuarem a recuar em direção ao nível do final de abril, isto significaria ganhos adicionais, a partir do patamar corrente, de aproximadamente 100 pontos-base.

Então, a questão se resume a entender se o cenário atual é o mesmo que levou ao *rally* das taxas de juros nos primeiros quatro meses do ano. Para responder a esta questão, é preciso distinguir a parte curta da parte longa da curva de juros.

Para a parte mais longa da curva, a resposta parece ser não. O cenário de aversão a risco mudou, tanto no cenário global quanto no local. No cenário global, o *“trade war”* provoca incertezas sobre o crescimento global, o que não é benéfico para os mercados emergentes. Localmente, as eleições começam a pesar sobre o risco-país. Como a parte longa da curva depende basicamente da aversão ao risco, a continuidade do rally torna-se mais incerta.

Para a parte mais curta da curva, no entanto, o cenário parece ser mais benigno. Informações na margem indicam que a inflação já começa a ceder, até mais fortemente do que o antecipado, o que demonstra que os efeitos disruptivos da greve dos caminhoneiros na inflação foram, de fato, passageiros. O *pass-through* do câmbio ainda deve acumular os seus efeitos ao longo dos próximos meses, mas o Real tem se valorizado na margem, o que também ajuda a conter o efeito da desvalorização cambial. Por fim, o efeito da greve dos caminhoneiros sobre o crescimento econômico parece ter um efeito mais permanente, principalmente pelo canal da confiança dos agentes. O cenário eleitoral indefinido não ajuda também, o que deve manter a retomada da atividade em banho-maria.

Estes dois fatores (inflação voltando à sua tendência anterior e crescimento mais lento) devem dar espaço para o BC continuar em seu plano de voo, que é manter a Selic no atual patamar por um tempo ainda razoavelmente longo. Se isto for verdade e, por exemplo, a Selic for elevada apenas no 2º semestre do ano que vem, estimamos uma gordura de até 200 pontos-base na parte curta da curva de juros. Para que posições no Jan20 percam do CDI, seria necessário que a Selic começasse a ser elevada já no Copom de setembro, até o patamar de 9,50% no final de 2019, o que parece ser um exagero. Este cenário somente se materializaria se o Real sofresse desvalorizações adicionais, a ponto de pressionar a inflação para perto do teto da meta. Com o cenário externo mais calmo e o aumento das chances de vitória de um candidato reformista nas próximas eleições, esta hipótese parece mais distante.

Câmbio

Assim como no mercado de juros, o câmbio também refletiu a melhora do cenário externo e a mudança, na margem para melhor, do cenário para as eleições. O Real se valorizou 2,7% contra o Dólar, perdendo apenas para o Peso Mexicano (que se recuperou fortemente após as eleições), o Peso Argentino e o Rande Sul-Africano.

O nosso cenário continua sendo o de uma normalização lenta dos juros nos EUA, 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 afetado 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

Seguindo o comportamento do chamado *“kit Brasil”*, o IBrX recuperou-se fortemente em julho, subindo 8,8% e voltando a acumular ganhos no ano (3,1%)

Para avaliar o potencial de alta da bolsa brasileira, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos que o P/L da bolsa permaneça nos atuais patamares. Assim, 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 julho, considerando os lucros projetados pela Western Asset para os próximos 12 meses, estaria em 13,3 (considerando o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 11,0, 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 jul/19), considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jul/20), o IBrX deveria subir cerca de 27% nos próximos 12 meses. Em um cenário mais pessimista, se considerarmos um *re-rating* da bolsa com o P/L indo para 12,0, o potencial de alta seria de 16%, 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.

