

**Sumário**

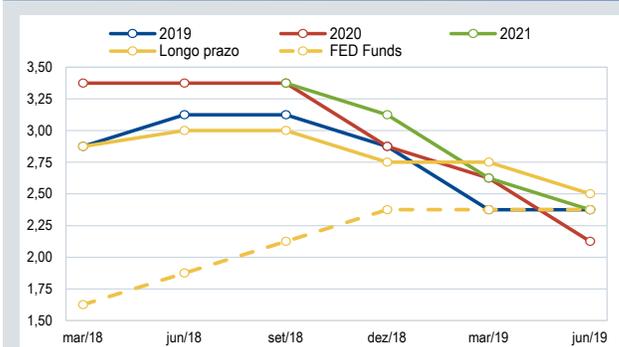
- O Fed admitiu que deve começar em breve (provavelmente em julho), um ciclo de cortes da taxa básica de juros.
- A sinalização do Fed provocou desvalorização do Dólar em nível global, além de rally nas bolsas de valores.
- O Banco Central Europeu também sinalizou afrouxamento da política monetária, em uma aparente ação coordenada entre os principais bancos centrais.
- Consideramos que há ainda prêmio a ser capturado na parte longa da curva de juros.
- Vemos potencial de alta de 27% para a bolsa brasileira nos próximos 12 meses.

**FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS**

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O Fed indicou que um corte de juros em 2019 está no radar.			
Mario Draghi, presidente do Banco Central Europeu, afirmou que está disposto a usar todos os instrumentos necessários para aliviar as condições monetárias na Zona do Euro.			
O avanço do projeto de reforma da Previdência na Comissão Especial fez aumentar as chances de votação no plenário da Câmara antes do recesso de julho.			

**CENÁRIO GLOBAL**

E o Fed jogou a toalha de vez. Após ter piscado no final do ano passado e de admitir, em março, que os juros não subiriam mais neste ano, na reunião do Comitê de Política Monetária neste mês, os diretores do Fed ajustaram fortemente as expectativas para os juros no médio e longo prazos, como podemos observar no Gráfico 1.

**Gráfico 1**  
**Previsões do Fed para taxa de juros**


Fonte: Federal Reserve

Apesar da mediana das projeções para os juros de 2019 terem ficado estáveis entre 2,25% e 2,50% (atual nível dos Fed Funds), metade dos diretores do Fed projetam ao menos um corte de juros este ano, e metade projeta manutenção. Então, passou a existir uma clara tendência de corte. Além disso, ou talvez principalmente, as projeções para prazos mais longos continuaram recuando: para 2020, a projeção agora é de juros entre 2,00% e 2,25% (uma queda de 1,25% em relação a 9 meses atrás), para 2021 a projeção é somente 0,25% mais alta e, o mais importante, a projeção para os juros de longo prazo voltaram a cair, e estão agora em 2,50%, contra 3,00% há 9 meses. Esta queda na projeção de juros estruturais indica uma visão bem mais conservadora sobre a trajetória futura da inflação nos EUA.

Na Europa, também o Banco Central Europeu (BCE) fez questão de mostrar comprometimento com expansão monetária para suportar crescimento econômico. Mario Draghi, presidente do BCE, sinalizou que irá usar todos os meios necessários para este fim, como a retomada do quantitative easing e, até, um eventual corte das taxas de juros. Vale lembrar que os juros na Zona do Euro já estão em terreno negativo.

Estes dois movimentos simultâneos sugerem uma coordenação dos principais bancos centrais do mundo com o objetivo de suportar o crescimento econômico global, ameaçado pela guerra comercial, e a manutenção da inflação em níveis positivos e mais próximos de 2% ao ano. A Western Asset continua com seu cenário de crescimento econômico global positivo, ainda que fraco, inflação baixa e bancos centrais praticando políticas monetárias expansionistas. Esta combinação é favorável para ativos de risco em geral e mercados emergentes em particular.

## CENÁRIO DOMÉSTICO

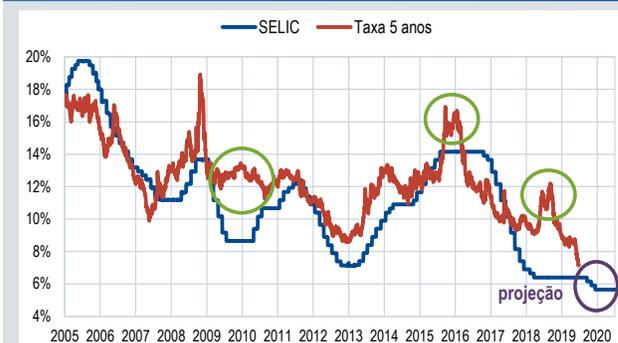
### Renda Fixa

Junho foi mais um mês de rally nas taxas de juros. O Jan21 recuou 61 pontos-base, enquanto o Jan25 recuou 98 pontos-base. Este nível de rally chama a atenção pelo atual nível das taxas de juros. Por exemplo, em maio, o Jan25 havia fechado em 8,13%, o nível mais baixo da história até então. A partir deste nível bastante baixo, a taxa do Jan25 fechou ainda outros incríveis 98 pontos-base, fechando o mês em mais um recorde histórico, de 7,15%. A pergunta que não quer calar é: as taxas de juros podem cair ainda mais?

A resposta curta é sim, desde que o cenário externo continue benigno e, no front doméstico, a reforma da previdência seja aprovada. Para uma resposta mais elaborada, no entanto, precisamos analisar dois aspectos que influenciam as taxas de juros de longo prazo: o nível e a inclinação da curva de juros.

Em primeiro lugar, analisemos o nível da curva. Para tanto, vamos observar o comportamento da taxa Selic e da taxa de um título com vencimento em 5 anos, ambas ao longo dos últimos 15 anos, no Gráfico 2.

Gráfico 2  
Taxas SELIC e de 5 anos



Fonte: Bloomberg/ Western Asset

Podemos observar que, de maneira geral, as taxas de juros de 5 anos acompanham os movimentos da taxa Selic. As exceções estão marcadas nos círculos verdes: em 2009, quando a queda da Selic teve que ser logo revertida, pois a economia recuperou-se rapidamente; em 2015, na crise do impeachment, e em 2018, na greve dos caminhoneiros, quando as taxas de longo prazo precificaram um aumento agudo do risco. Estas exceções nos dão uma pista do que poderia levar as taxas de longo prazo voltarem a subir, mesmo com a projeção de continuidade da queda da Selic, como prevê o nosso cenário. A primeira hipótese refere-se à antecipação de uma recuperação rápida e forte da atividade econômica, enquanto a segunda refere-se ao aumento abrupto da aversão ao risco. Enquanto a primeira hipótese parece definitivamente afastada neste momento, a segunda pode ocorrer em dois cenários: i) a não aprovação da reforma da Previdência, ou a aprovação de uma reforma muito fraca, e ii) uma deterioração das condições globais, incluindo o agravamento da guerra comercial ou uma recessão. Nosso cenário-base não prevê nenhum desses dois eventos no cenário global.

Por outro lado, as taxas mais longas costumam acompanhar as quedas da taxa Selic, que é o que estamos observando no momento. Como deverá haver continuidade desta queda, as taxas longas devem continuar acompanhando. Mas, até que ponto? É neste ponto que entra o segundo aspecto de nossa análise: a inclinação da curva de juros.

Vejamos a evolução da inclinação da curva de juros (diferença entre as taxas de juros dos vencimentos de 5 e 1 anos) nos últimos anos, no Gráfico 3. Usamos o prazo de 1 ano ao invés da taxa Selic para captar as projeções do mercado para a evolução da taxa Selic no curto prazo. É verdade que a inclinação atual, de aproximadamente 1,3% é muito menor do que o pico de setembro de 2018, de 4%. Mas são raros os períodos em que essa inclinação esteve em níveis maiores do que o atual: entre o final de 2008 e o início de 2010, quando uma mistura de aversão a risco com retomada rápida da atividade econômica fez com que a inclinação ficasse muito positiva; entre o início de 2012 e

o início de 2014, em que o Banco Central sofreu com uma severa falta de credibilidade (lembre-se da “meta informal de inflação” em 5,5%); e entre meados de 2017 e meados de 2019, com o adiamento da reforma da Previdência e as eleições pressionando os prêmios de risco.

Hoje, não temos nada parecido com nenhum desses três eventos: a retomada da atividade econômica vem sendo extremamente lenta, a credibilidade do Banco Central raras vezes esteve tão alta e a reforma da Previdência está bem encaminhada. Dessa forma, é razoável esperar prêmios de risco e, portanto, a inclinação da curva, mais baixos. Poderíamos caminhar para um prêmio de 0,5% ao ano, o que nos daria um ganho adicional de 0,8% para os títulos com vencimento em 5 anos. Este cenário pode ser ainda melhor se a queda da Selic for maior do que está precificado no mercado futuro de taxas de juros, ou seja, 75 pontos-base.

Desta forma, consideramos que há ainda prêmio a ser capturado na parte mais longa da curva de juros, apesar do recente rally. Obviamente, o prêmio é bem menor do que já foi, o que recomenda alguma cautela na tomada de posições mais longas.

**Gráfico 3**  
**Inclinação 1 - 5 anos**



Fonte: Western Asser

## Câmbio

Junho foi um mês relativamente tranquilo para o mercado cambial global, com a sinalização de corte de juros por parte do Fed provocando a desvalorização do Dólar. Com o Real não foi diferente, com a moeda brasileira fechando com valorização de 2,8%, não tendo sido destaque entre as moedas de emergentes.

Em nossa avaliação, justamente este provável início de um ciclo de corte de juros nos EUA deve continuar beneficiando as moedas das economias emergentes. Por outro lado, se o cenário de recessão global começar a ganhar corpo de maneira consistente, o Real poderá sofrer juntamente com outras moedas emergentes, em função da deterioração geral da percepção de risco.

No front doméstico, o risco-país continuará sendo afetado pela

questão fiscal, que precisará ser endereçada pelo governo de maneira profunda, sob pena de deterioração significativa da percepção de risco e consequente desvalorização do real. A reforma da Previdência é, assim como nos outros mercados, a bola da vez.

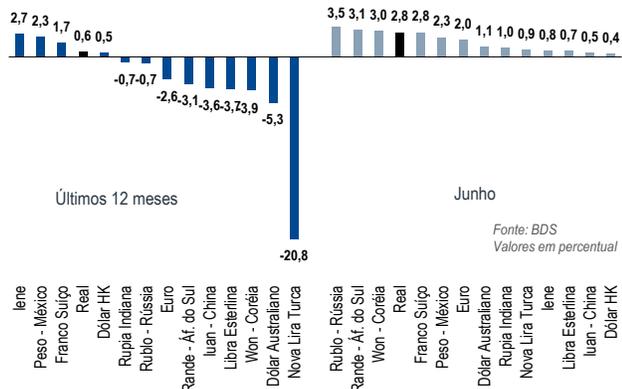
## Bolsa

O IBrX fechou com alta de 4,1% no mês, refletindo um sentimento global mais positivo com a atuação coordenada dos bancos centrais, no sentido de executar políticas monetárias mais frouxas para sustentar o crescimento econômico, ou evitar uma nova recessão. No front doméstico, também ajudou o avanço da reforma da Previdência no Congresso.

Continuamos vendo valor na bolsa brasileira. Para avaliar o potencial de valorização da classe de ativo, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos que o P/L da bolsa pode subir para 14,5x dos atuais 13,2x com a aprovação da reforma da Previdência. Esperamos crescimento dos lucros das empresas componentes do IBrX de 25% em 2019, 11% em 2020 e 9% em 2021. 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 13,2x (considerando o consenso da Bloomberg para os lucros, este mesmo P/L estava em 12,1x, o que mostra que a Western Asset está mais conservadora do que o consenso no que se refere aos lucros das empresas). Considerando um P/L de 14,5x daqui a um ano (em jun/20), e considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jun/21), o IBrX deveria subir cerca de 27% nos próximos 12 meses.

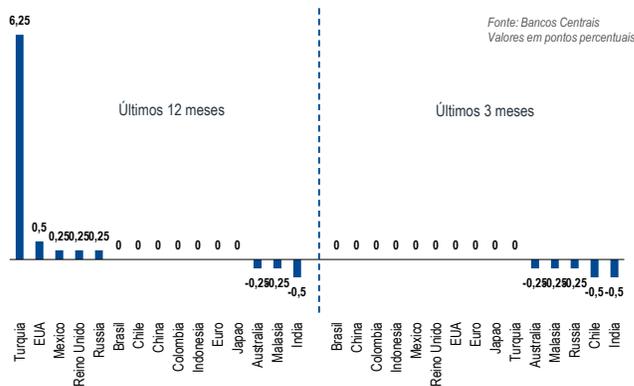
### Moedas (contra o dólar)

Abril foi um mês sem tendência definida para moedas emergentes, prevalecendo as características específicas de cada mercado.



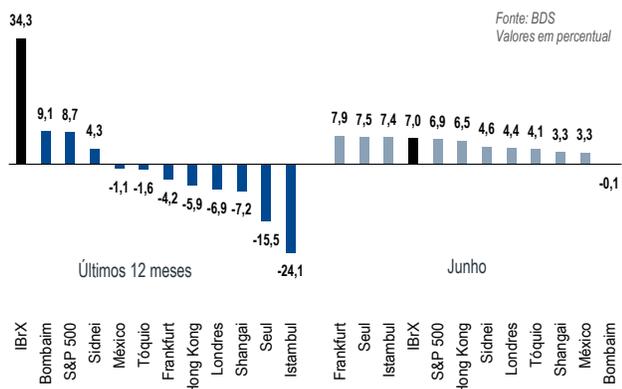
### Taxas básicas de juros - variação

Poucos Bancos Centrais estão se movendo. O último a anunciar pausa no ciclo de alta foi o Fed..



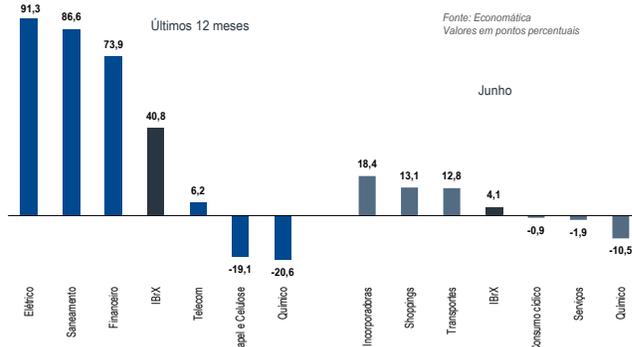
### Bolsas do mundo (em dólar)

As bolsas dos mercados desenvolvidos foram o destaque do mês. O S&P500 continua desafiando a lei da gravidade.



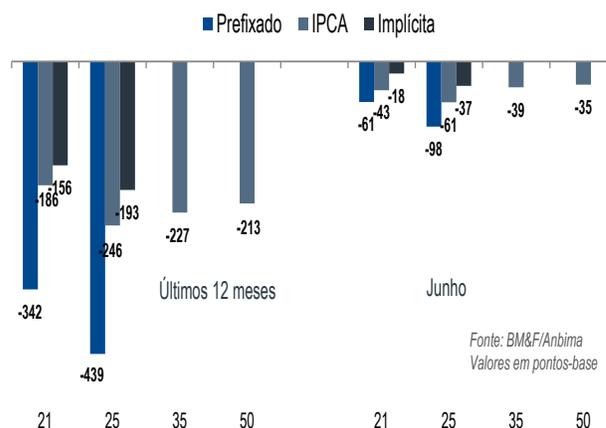
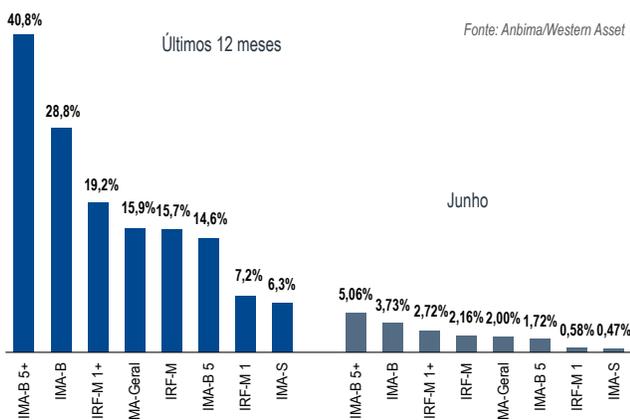
### Principais destaques do IBR X

Frigoríficos (consumo não cíclico) se beneficiaram com a gripe suína na China. Saneamento avançou com as perspectivas de aprovação do novo marco regulatório.



### Renda fixa local

O rally da renda fixa continuou firme em junho, desta vez com a ajuda do cenário global, principalmente a sinalização de que o Fed deve começar, em breve, a cortar taxas de juros.



*Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários 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. 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.*

*Para obter informações mais detalhadas sobre os produtos da Western Asset (estratégia de investimento, características operacionais, como investir, regulamento, formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais) recomendamos a consulta ao site [www.westernasset.com.br](http://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](http://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](http://www.westernasset.com.br); 3) e-mail [ouvidoria@westernasset.com](mailto: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.*

*© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2019. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários 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.*