








**Sumário**

- O Fed iniciou um ciclo de cortes da taxa de juros. Ainda é cedo para saber a extensão deste ciclo, mas certamente é bem-vindo para os mercados emergentes.
- O BC também iniciou um ciclo de cortes da Selic, com uma redução de 0,50%. É provável que haja ao menos mais um corte de 0,50%.
- O risco-país do Brasil, medido pelo spread do CDS, vem diminuindo de maneira significativa nos últimos meses, indicando melhora de percepção de risco fiscal por parte do mercado com a perspectiva da aprovação da reforma da Previdência.
- Apesar de não mostrar o mesmo brilhantismo dos meses mais recentes, julho foi ainda um mês positivo para os mercados de juros, câmbio e bolsa.

**FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS**

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A reforma da Previdência foi finalmente aprovada em 1º turno na Câmara, com votação bem acima da expectativa.			
O Fed iniciou corte de juros conforme previsto, mas passou mensagem de que novos cortes não estão garantidos.			
Ao longo do mês, cresceram as expectativas de corte mais acentuado da Selic, o que acabou ocorrendo no último dia do mês.			

**CENÁRIO GLOBAL**

Conforme esperado e já precificado na curva de juros, o Fed decidiu cortar a taxa básica de juros em 25 pontos-base, para a faixa de 2,00%-2,25%. Assim, o Banco Central norte-americano junta-se a vários outros que estão em modo de afrouxamento monetário. É o primeiro corte de juros desde o final de 2008, há mais de 10 anos. A questão que se coloca, agora, é qual será o tamanho do ciclo de redução de juros.

John Bellows, portfolio manager da Western Asset especializado em Fed, teceu os seguintes comentários sobre a decisão do banco central americano com base na conferência de imprensa concedida pelo seu presidente, Jerome Powell, logo após a publicação da decisão:

- De maneira geral, o discurso de Powell foi mais *dovish* do que *hawkish*, apesar do mercado ter ficado decepcionado com a falta de assertividade do presidente do Fed em confirmar a continuidade do ciclo de cortes. Powell iniciou a conferência confirmando a necessidade de se manter o ritmo de recuperação da atividade econômica. Além disso, enfatizou a inflação baixa como uma das três razões para diminuir as taxas de juros (as outras duas foram o baixo crescimento econômico global e a guerra comercial). Powell também afirmou que futuros aumentos não são “particularmente prováveis”.
- Powell precisou fazer malabarismos verbais quando tentou passar a impressão de que mais cortes são possíveis, mas sem se comprometer em demasia com um grande ciclo de cortes. A afirmação textual foi a seguinte: “Deixe-me ser claro. Eu disse que este não é o início de uma longa série de cortes. Eu não disse que é apenas este corte ou qualquer coisa parecida”. Powell, portanto, está deixando a porta

aberta para mais cortes, consistente com o último “gráfico dots”, que mostrava grande parte dos diretores do Fed antecipando dois cortes este ano.

- Powell, no entanto, também não foi totalmente *dovish*, na medida em que tentou sutilmente dizer que o Fed não tinha compromisso de cortar os juros na próxima reunião, em setembro. Inclusive, Powell esteve perigosamente próximo de afirmar que este seria o único corte do ciclo, ao caracterizar o movimento do Fed como um “ajuste de meio-de-ciclo”. No entanto, o presidente do Fed recuou mais adiante, com as afirmações de cunho mais *dovish* citadas acima.
- Em resumo, pode-se ler a decisão do Fed e as declarações de Powell da seguinte forma: provavelmente há mais cortes de juros por vir, mas não há garantia de que o próximo corte ocorra já na próxima reunião do comitê de política monetária.

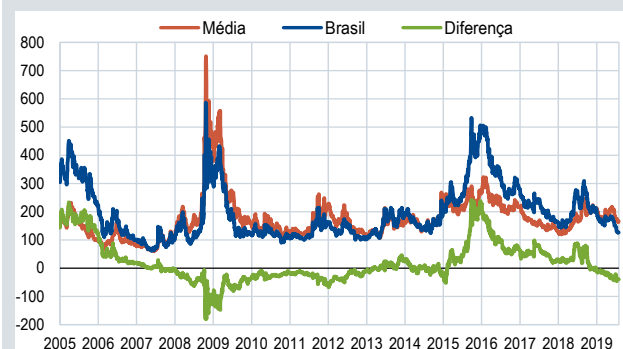
Quando, ao longo do ano passado, o mercado apostava em um grande aperto monetário, a visão da Western Asset sempre foi a de que o Fed não teria motivos para subir as taxas de juros de maneira relevante, dada a recuperação amena da atividade econômica e, principalmente, dados os baixos níveis de inflação. Agora que o Fed iniciou um ciclo de corte de juros, acreditamos que não existam motivos para um ciclo longo, pois o risco de uma recessão da economia americana é baixo. No entanto, acreditamos sim que estas taxas de juros mais baixas, uma vez encerrado o ciclo de cortes, serão mantidas baixas por um longo, longo tempo. Este cenário está em linha com a nossa visão positiva para mercados emergentes.

### CENÁRIO DOMÉSTICO

A aprovação da reforma da Previdência em primeiro turno na Câmara dos Deputados, por uma margem bastante larga, põe fim ao primeiro capítulo do governo Bolsonaro. Apesar de ter tido papel limitado nas negociações, a aprovação desta importantíssima reforma constitucional deixa o governo com as mãos livres para supostamente colocar em marcha um programa vigoroso de reformas infraconstitucionais, incluindo privatizações, concessões, racionalização de leis e tributos, e outras medidas visando a redução do chamado “custo Brasil” e o consequente aumento da produtividade.

A perspectiva de aprovação da reforma da Previdência, além da postura mais *dovish* do Fed, fez com que o risco-país despencasse ao longo do primeiro semestre, conforme podemos observar no Gráfico 1. Note que o risco Brasil, medido pelo CDS, caiu abaixo da média de países comparáveis, estando hoje 40 pontos-base abaixo dessa média.

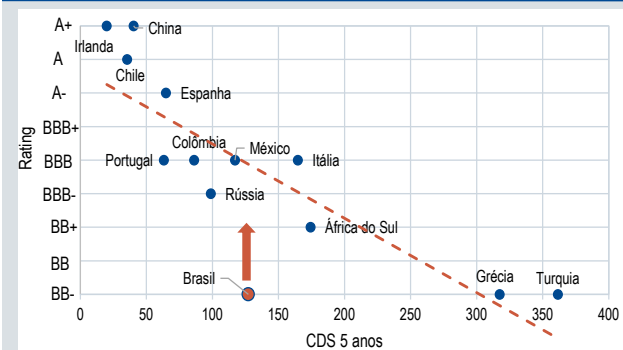
**Gráfico 1**  
**Risco - País (CDS 5 anos)**



Fonte: Bloomberg - jul/2019 Média: África do Sul, Rússia, Turquia, Colômbia, México

Esta notável queda do risco-país faz com que se comece a discutir se seria possível, e em qual horizonte de tempo, um eventual upgrade por parte das agências de avaliação de risco. No gráfico 2, construímos uma relação entre rating e spread do CDS de alguns países escolhidos.

**Gráfico 2**  
**Relação Rating x CDS**



Fonte: Fitch / Bloomberg (31/07/2019)

Podemos observar que o rating do Brasil está no mesmo nível de países como Grécia e Turquia, cujos spreads do CDS estão bem mais altos. Ou, por outro lado, o spread do CDS do Brasil está no mesmo nível de países com rating bem superior, como o México. A julgar pela linha de tendência, o rating do Brasil parece deslocado para baixo em pelo menos dois degraus. Mas sabemos que as agências de rating são lentas em reconhecer aquilo que o mercado precifica com muito mais velocidade. Com uma relação dívida/PIB muito acima de seus pares, sabemos que o Brasil está mal na foto, isto não é novidade. Mas o filme, se comparado a outros países, não parece tão ruim. O país está fazendo um esforço considerável de ajuste fiscal, e a aprovação da reforma da Previdência é um exemplo disto. Além disso, políticas liberais prometem aumentar a produtividade do país ao longo do tempo. O spread do CDS parece estar reconhecendo esta melhora do país em relação aos seus pares emergentes.

## Renda Fixa

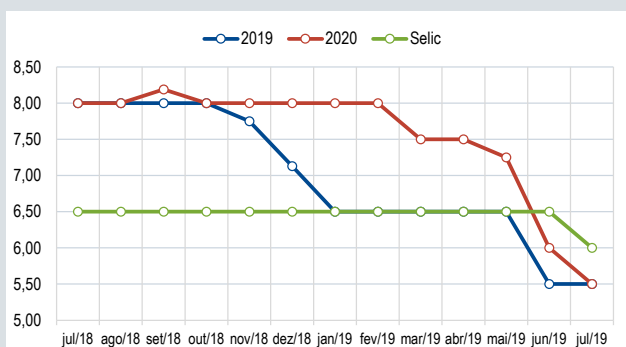
Julho foi mais um mês de rally nas taxas de juros, ainda que menor do que nos meses anteriores. O Jan21 recuou 40 pontos-base, enquanto o Jan25 recuou 27 pontos-base. Como podemos observar, houve o que chamamos de “bull steepening” da curva de juros, ou seja, as taxas de juros caíram como um todo, mas as taxas mais curtas caíram mais do que as mais longas, provocando um aumento da inclinação da curva de juros. Isto aconteceu em função do aumento das apostas de um corte de 50 pontos-base na taxa Selic, ao invés dos 25 pontos-base que era a aposta prevalente até o mês passado, o que acabou se confirmando.

O comunicado que acompanhou a decisão do Copom deixa a porta aberta para mais um corte da Selic na próxima reunião, provavelmente de mais 50 pontos-base, o que sancionaria as expectativas do relatório Focus, de uma taxa Selic de 5,50% no final de 2019. Em princípio, este é também o nosso prognóstico. É possível, inclusive, que este ciclo de cortes se encerre com uma redução final de 25 pontos-base, levando a Selic para 5,25% no final do ciclo. Esta é, mais ou menos, a taxa precificada na curva de juros.

Apenas como curiosidade, podemos observar, no Gráfico 1, como evoluíram as expectativas sobre a taxa Selic nos últimos 12 meses. Note como, até outubro do ano passado, o mercado avaliava que a Selic seria aumentada para 8% no final de 2019, e até tão recentemente quanto maio, avaliava que a taxa básica seria mantida em 6,5% até o final deste ano, com elevação para 7,25% até o final de 2020. O avanço da votação da reforma da Previdência e, principalmente, a sinalização de que o Fed começaria o seu próprio ciclo de corte de juros, fizeram com que as expectativas se ajustassem fortemente, de acordo com as evidências de uma atividade econômica muito fraca e inflação dentro da meta. Hoje, o mercado não só projeta corte da Selic até 5,5%, como aposta em manutenção dessa taxa até pelo menos o final de 2020.

Se com a taxa Selic a 6,5% os investidores já encontravam dificuldades em encontrar investimentos de baixo risco com retorno satisfatório, com 5,5% a tarefa torna-se ainda mais complexa.

**Gráfico 3**  
**Expectativas para a Taxa Selic - Final do período**



Fonte: Relatório Focus - Banco Central

## Câmbio

O Real valorizou-se mais uma vez em julho, seguindo tendência que se estabeleceu desde meados de maio, quando o câmbio bateu em R\$4,10 por dólar. Desde então, com o avanço da reforma da Previdência e a sinalização de corte de juros por parte do Fed, a moeda brasileira valorizou-se 9% contra a moeda norte-americana. Neste mês de junho, a valorização foi de 1,8%, com o Real perdendo em valorização apenas para a Lira Turca.

Em nossa avaliação, o início do 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.

## Bolsa

A bolsa brasileira lembra aqueles cachorros que latem e correm atrás dos carros. Quando finalmente algum carro para, o cachorro fica perdido, sem saber o que fazer.

Durante meses, a reforma da Previdência foi o monotema que tomou o tempo e testou a capacidade de analistas e investidores. Finalmente, em 10 de julho, com um acachapante placar de 379 votos, muito acima das expectativas, o texto-base da reforma foi aprovada em 1º turno na Câmara. Apesar de ainda restar o 2º turno e a votação no Senado, dificilmente a proposta será alterada de maneira relevante. Assim, aparentemente viramos a página deste importante marco para o equilíbrio fiscal brasileiro nos próximos anos. E agora?

Opico da bolsa foi justamente no dia da aprovação da reforma, quando o IBrX acumulava alta de quase 5% no mês. Depois da aprovação, a bolsa realizou com os resultados pouco inspiradores dos bancos e com o tom supostamente mais hawkish do Fed (veja na seção Cenário Global), fechando o mês com alta de apenas 1,2%. Em nossa visão, a reforma já estava precificada no dia de sua aprovação. Agora, o próximo passo necessário é a retomada do crescimento econômico.

Apesar de ser uma tarefa complexa, que enfrenta muitos interesses encastelados no Estado, o ajuste fiscal é bem concreto. Sabemos que, se cortarmos X, Y e Z, teremos uma determinada economia de recursos. Foi assim com a reforma da Previdência, que economizará mais de R\$ 800 bilhões aos cofres públicos nos próximos 10 anos.

Outra coisa bem diferente é fomentar o crescimento econômico. Em tese, as reformas trabalhista e tributária, as privatizações, mudanças na legislação para facilitar a vida das empresas, taxas de juros mais baixas, tudo concorre para um ambiente melhor para o crescimento econômico. Mas nada garante a força nem o timing desta recuperação. Além disso, há a variável não controlável do crescimento global, que não está colaborando. Não por outro motivo, grande parte dos bancos centrais está em modo de afrouxamento monetário.

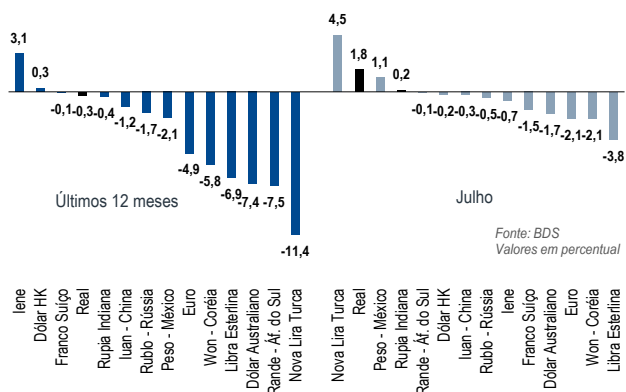
Estímulos de curto prazo, como a recém-anunciada liberação do FGTS, podem ajudar na margem alguns setores específicos, mas não significam muito para o crescimento agregado. Servem mais como uma resposta política à pressão da sociedade do que como uma efetiva política estrutural de fomento ao crescimento.

O que resta ao mercado é aguardar sinais de retomada mais vigorosa do crescimento econômico, a exemplo dos cachorros que aguardam o próximo carro passar. Mas, ao contrário da reforma da Previdência, marcada por um evento concreto, será difícil identificar a retomada em seu início. A única coisa sobre a qual podemos estar certos é que, mais cedo ou mais tarde, este momento chegará. Esperar ter certeza pode significar perder uma parte relevante da alta da bolsa. Além disso, com a taxa de juros caindo, está ficando cada vez mais barato carregar posições de mais risco, mesmo que a sua maturação leve algum tempo.

Do ponto de vista do valuation, 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 diminuição do risco-país. 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 julho, 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 jul/20), e considerando o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jul/21), o IBrX deveria subir cerca de 24% nos próximos 12 meses.

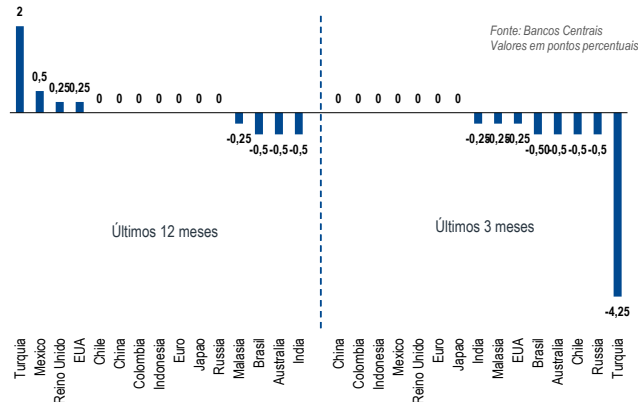
### Moedas (contra o dólar)

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



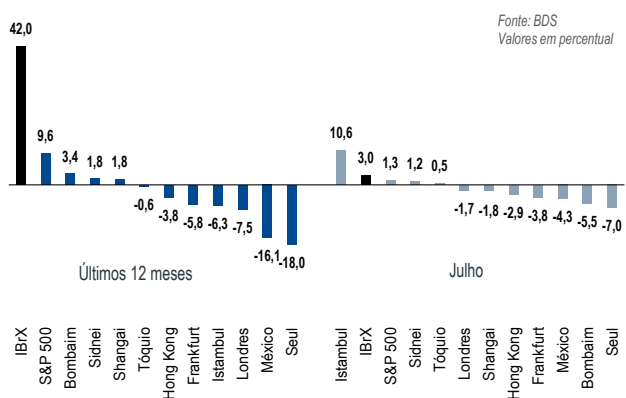
### Taxas básicas de juros - variação

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



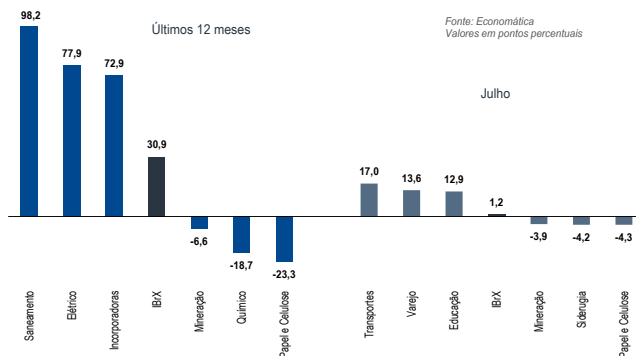
### Bolsas do mundo (em dólar)

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



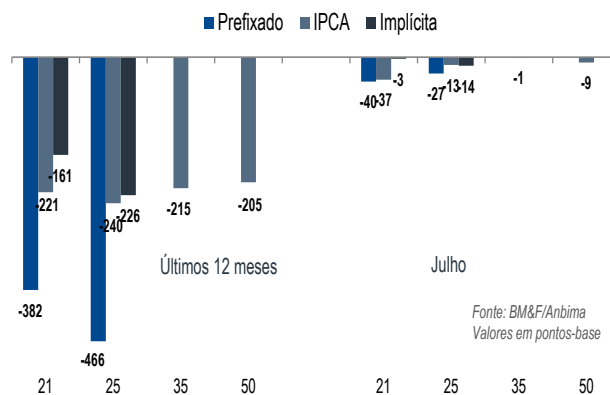
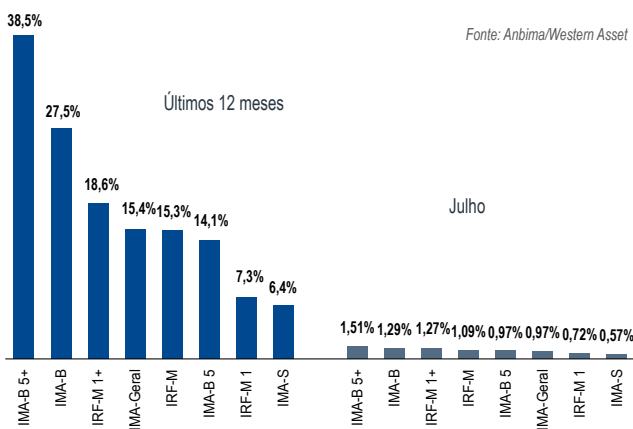
### Principais destaques do IBrX

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.*