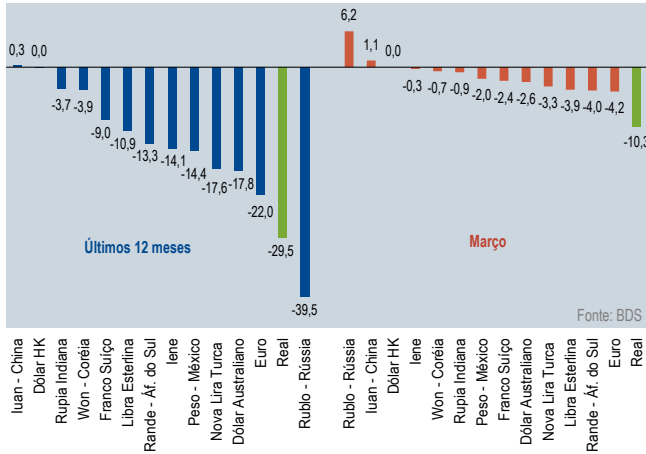


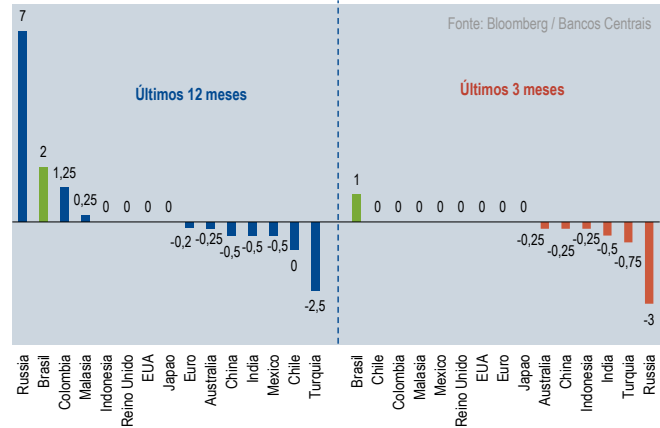
Moedas (contra o dólar)

O real foi novamente o campeão de desvalorização no mês, em função da continuidade do aumento da percepção de risco.



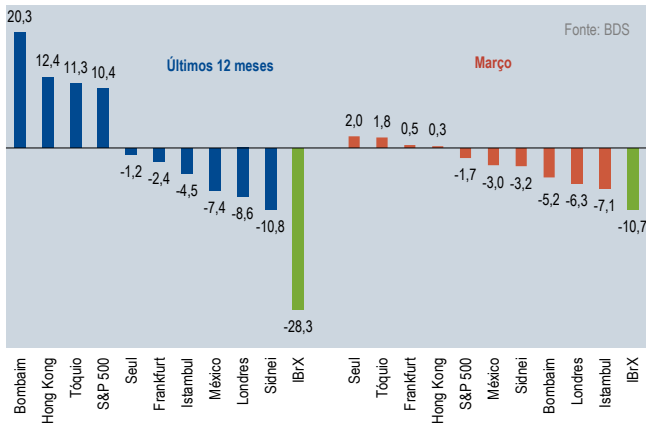
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua sendo a única economia que está apertando a política monetária neste ano.



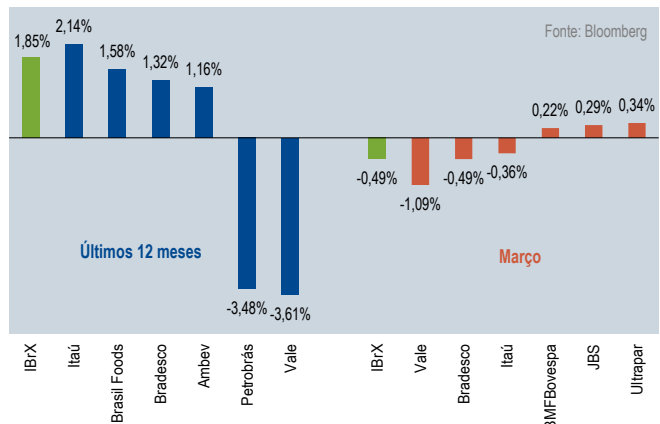
Bolsas do mundo (em dólar)

A desvalorização do real deixou a bolsa brasileira no último lugar dos rankings anual e do mês.



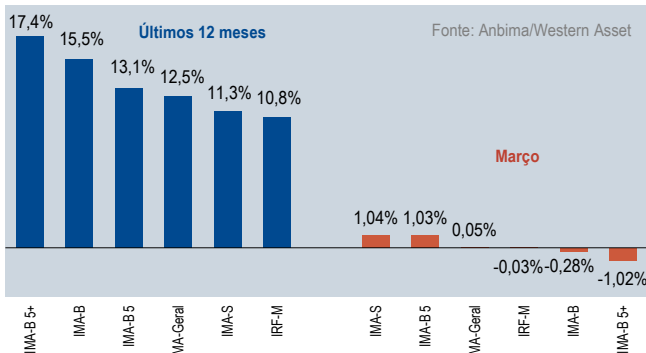
Principais contribuições para o IBRX

Os chamados papéis "defensivos" mostraram seu valor em março, enquanto as perdas se concentraram em commodities e bancos.



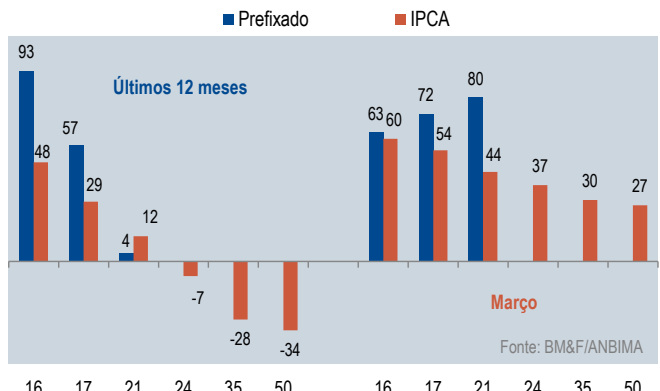
Renda fixa local - I

Os IMAs sofreram no mês, em função do aumento das taxas de juros. As NTN-B mais curtas, no entanto, se beneficiaram do carregamento da inflação em alta.



Renda fixa local - II

Mais um mês de aumentos nas taxas de juros, em função da desvalorização cambial e de dúvidas em relação ao ajuste fiscal.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM MARÇO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O Comitê de Política Monetária do FED retirou a palavra “paciência” do comunicado, colocando no horizonte um aumento das taxas de juros já em junho. Mas as previsões dos diretores do FED para as taxas neste ano caíram de 1,125% para 0,625%, indicando um aperto monetário mais lento.			
A operação Lava-Jato entrou na fase de denúncia e investigação dos agentes políticos envolvidos, deteriorando o ambiente político e colocando em cheque a aprovação do ajuste fiscal no Congresso.			
Mobilizações de rua gigantescas em 15/03 e a continuidade da queda acentuada da popularidade da presidente contribuíram para o envenenamento do ambiente político.			
A S&P manteve o rating soberano brasileiro e, mais importante, a perspectiva neutra, afastando a possibilidade de rebaixamento para “junk bond” neste ano.			
O governo chinês estabeleceu objetivo de crescimento para este ano em 7%, abaixo dos 7,5% que vinham desde 2012.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional

Janet Yellen tem procurado, por todos os meios, evitar a mesma turbulência que ocorreu em 2013, quando Ben Bernanke sinalizou o fim do Quantitative Easing 3. Em maio daquele ano, o então presidente do FED apenas mencionou a possibilidade de começar o chamado “tapering”, a redução no montante de compras de títulos no mercado. Mais especificamente, em um testemunho no Congresso, Bernanke disse: “Em um dos próximos comitês, nós poderíamos diminuir o ritmo de nossas compras”. Foi o suficiente para fazer a volatilidade aumentar mundo afora, inclusive no Brasil. O “tapering” começaria apenas 7 meses depois, mas a volatilidade durou o ano inteiro. As taxas das treasuries de 10 anos saíram de 1,70% no final de abril, para fecharem o ano de 2013 a 3%. Por isso, Yellen está pisando em ovos, com o intuito de não provocar o mesmo fenômeno. O último movimento foi tirar a palavra “paciente” do comunicado pós-reunião do Comitê de Política Monetária, adjetivo que qualificava a velocidade da normalização das condições monetárias. Juntamente com essa mudança, no entanto, os chamados “dots” (previsões dos diretores do FED sobre o nível das taxas de juros para os próximos anos) apontaram para uma elevação das taxas muito mais suave do que o indicado no trimestre anterior.

De qualquer modo, o que diferencia maio de 2013 de março de 2015? As circunstâncias. Vejamos:

- Em maio de 2013, os títulos de 10 anos da Itália e da Espanha estavam pagando, respectivamente, 4% e 4,5% ao ano, contra 1,7% das treasuries americanas. Hoje, os títulos desses dois países, que tiveram a desonra de compor o acrônimo PIIGS, estão pagando cerca de 1,3% ao ano, contra 2% das treasuries. Este espetacular recuo das taxas de juros na Europa veio na esteira da melhora dos fundamentos e, mais recentemente, em função do Quantitative Easing anunciado pelo BCE. Difícil imaginar os títulos norte-americanos pagando taxas muito superiores às de Itália e Espanha, países com qualidade de crédito bem inferior. Assim, por arbitragem, não se deveria esperar elevação das taxas das treasuries mais longas, mesmo que o FED inicie o aperto monetário.
- Em maio de 2013, o petróleo (WTI) estava sendo negociado a US\$ 95/barril. Hoje está em US\$ 45/barril. Este choque tem óbvias implicações para a chamada inflação cheia, que considera todos os preços da economia, mas também beneficia, indiretamente, o núcleo da inflação, que desconsidera choques desse tipo, pois são efêmeros por definição. Apesar de ser temporário por natureza, este choque positivo no mínimo compra mais algum tempo de políticas monetárias frouxas sem que surjam pressões inflacionárias.

- O índice que mede o dólar em relação à cesta de moedas de seu comércio exterior variou de 82 em maio de 2003 para 98 hoje, uma valorização do dólar de quase 20%. Este é mais um fator de contenção da inflação nos EUA.

Todos esses fatores tornam o cenário atual relativamente mais blindado a uma eventual mudança de política monetária. Ou seja, podemos esperar turbulências quando finalmente for mudada a chave da política monetária norte-americana, mas menores do que as que vimos em 2013. De qualquer forma, pelo sim ou pelo não, Janet Yellen segue “pisando em ovos”.

Mercados Locais

Renda Fixa

A política monetária está em uma encruzilhada: não resta dúvida de que 12,75% ao ano é uma taxa substancialmente alta para uma inflação recorrente de 6,50% (ex-recomposições tarifárias). Considerando ainda a brutal recessão que se avizinha (mais de 1% do PIB), e o aperto fiscal de 1,8% do PIB (esta é a meta para 2015, ainda que provavelmente não será atingida), temos um quadro em que qualquer banqueiro central já teria, há tempos, interrompido o ciclo de aperto monetário.

Mas o Banco Central do Brasil não é um banqueiro central qualquer. O Banco Central do Brasil é aquele que não conseguiu, ao longo dos últimos quatro anos, fazer a inflação convergir para a meta de 4,5%, em um mundo com clara tendência deflacionária. A ponto de os agentes econômicos assumirem que o Banco Central do Brasil trabalhava com uma outra meta, informal, entre 5,5% e 6,5%. Sempre havia um bom motivo para não subir os juros, ou para parar de subir, ou para derrubar os juros, na contramão do que qualquer regra de Taylor¹ básica preconizaria. E quando não havia um bom motivo, produzia-se um. Como por exemplo, quando somente o BCB via uma “política fiscal que caminhava para a neutralidade”, enquanto todos viam que a política fiscal era francamente expansionista (como, aliás, o déficit primário de 2014 demonstrou).

¹ Regra de Taylor é uma regra de política macroeconômica que diz respeito fundamentalmente à função de reação de um banco central na determinação das taxas de juros básica da economia de um país, dado os seus níveis de inflação e atividade econômica.

Câmbio

O Banco Central anunciou o fim da “ração” de swaps. A julgar pelo comportamento do real neste ano, aparentemente o programa não atingiu o seu fim, ainda que não tenhamos o contrafactual para comprovar esta hipótese. Mas o fato incontestável é que o real foi a moeda que mais se desvalorizou no primeiro trimestre: 17% contra o dólar, 6% contra o euro, 13% contra a libra esterlina. Mesmo em relação a moedas de países produtores de commodities ou outras moedas de economias emergentes, o desempenho não foi melhor: o real perdeu 11% contra o dólar australiano, 13% contra o rande sul-africano e 14% contra o peso mexicano. A moeda respondeu ao aumento das tensões políticas internas, o que gera incertezas quanto à viabilidade do ajuste fiscal e aumento do risco país.

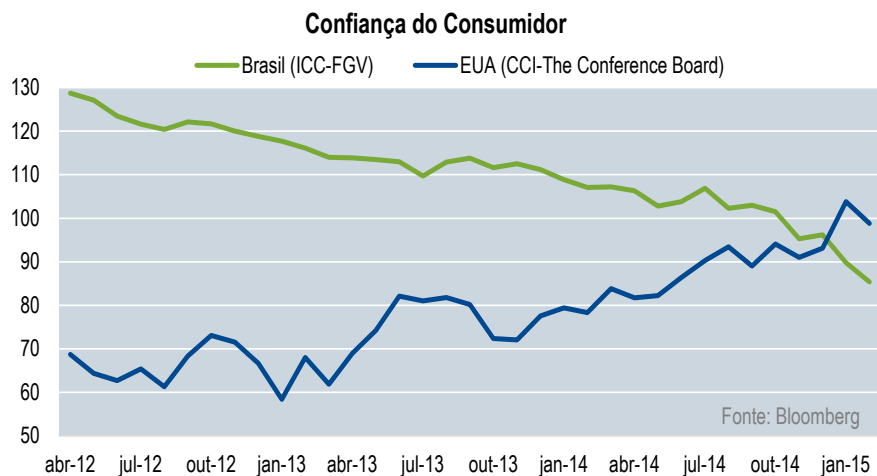
Aparentemente, o patamar atual do dólar (R\$3,20 - R\$3,30) já precifica o nível de risco corrente, razão provável pela qual o câmbio se estabilizou. O estoque de swaps ainda está em cerca de US\$110 bilhões, que devem ser rolados pelo BC no curto prazo, evitando assim mais ruídos em um mercado sensível. A trajetória do

câmbio no curto prazo está muito mais ligada ao comportamento do risco país do que a fundamentos como balança comercial ou nível das taxas de juros. Se houver deterioração adicional do ambiente político, ou se o ajuste fiscal mostrar-se inviável, com risco para o rating soberano, certamente o câmbio responderá negativamente.

Bolsa

Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros neste ano não justifica a atual precificação da bolsa. Em nosso cenário, os lucros devem crescer 5% neste ano e 10% no ano que vem, já sobre uma base bastante fraca. Considerando este crescimento e um P/L de 12 no final deste ano, o potencial de alta da bolsa seria de zero. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma altíssima volatilidade, dado o balanço ainda incerto da Petrobras, e o nível do câmbio, que afeta de maneira relevante parte significativa dos lucros. Assim, com um valor esperado baixo e uma variância alta, não nos parece ser um bom momento para o posicionamento em bolsa.

GRÁFICO DO MÊS




- O índice de confiança do consumidor de um país indica a sensação do consumidor em relação à sua situação econômica pessoal no curto e médio prazo, o que impacta diretamente no seu comportamento atual de consumo.
- O índice também levanta outros dados de interesse como a intenção de compra de bens duráveis (carro e casa), a evolução dos preços e a capacidade de economizar vs. gastos.
- Os indicadores têm como referência o valor 100. Assim, quanto mais acima deste valor estiver o indicador, mais positiva é a percepção da população, e vice-versa.

Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTMV 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.

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, na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, 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, CEP 04543-011, São Paulo – SP.

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O PROSPECTO, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

 A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.