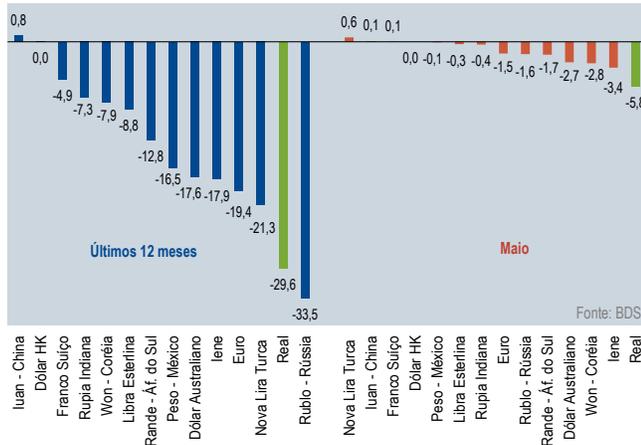


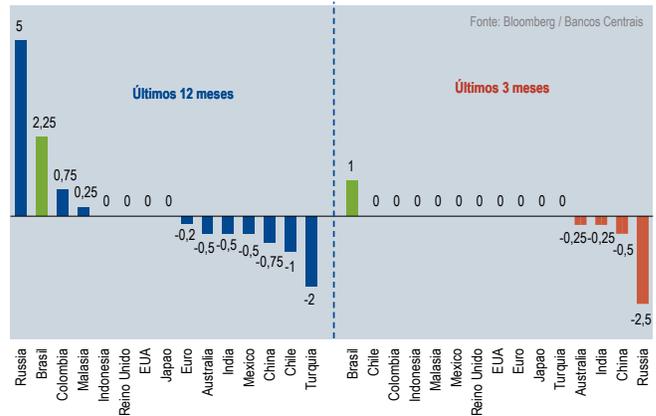
Moedas (contra o dólar)

Em mais um mês de valorização global do dólar, o real foi o destaque negativo.



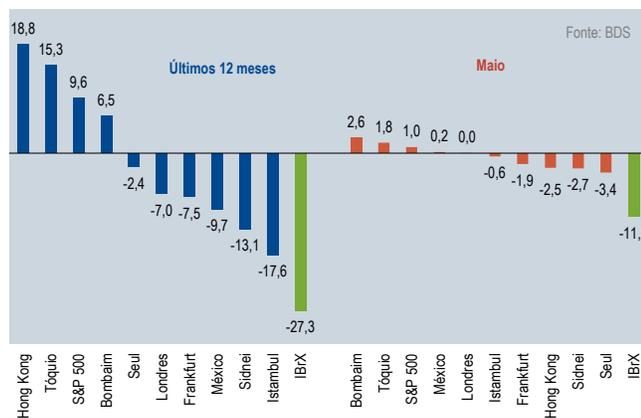
Taxas básicas de juros - variação

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



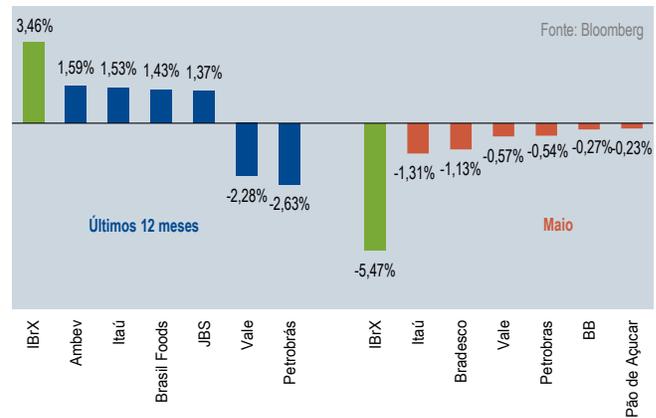
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira foi a pior do mês e continua sendo a pior do ano, refletindo as condições macroeconômicas desfavoráveis do país.



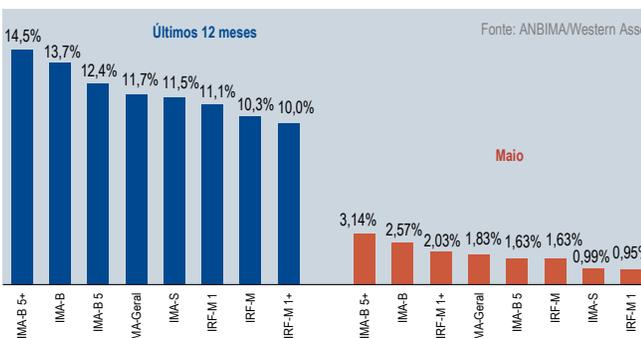
Principais contribuições para o IBrX

Perdas generalizadas em março, com destaque para os bancos, em função do aumento da alíquota do CSLL.



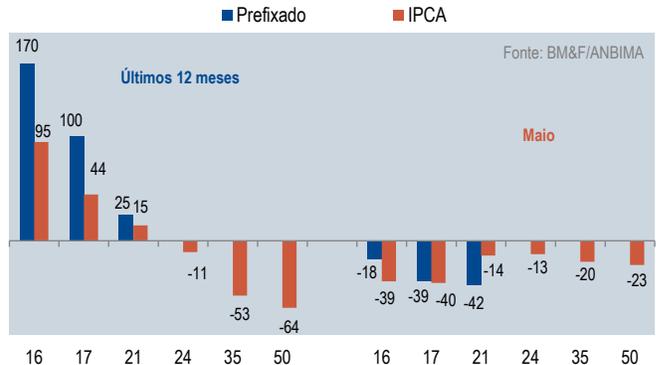
Renda fixa local - I

Mais um mês positivo para os IMAs, principalmente os de prazos mais longos, em função da postura mais hawkish do BC.



Renda fixa local - II

Dados de atividade econômica, principalmente criação de empregos, levaram a mais uma rodada de queda das taxas de juros.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM MAIO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
	CURTO PRAZO		
O BC voltou a surpreender o mercado pelo lado <i>hawkish</i> , ao divulgar uma ata em que continua deixando claro que sua meta é levar a inflação de 2016 para 4,5%, e que este objetivo ainda não foi atingido.			
			
	LONGO PRAZO		
O governo conseguiu aprovar as MPs do ajuste fiscal no Congresso.			
CAGED indicou destruição de 98 mil empregos (160 mil dessazonalizados), pior marca da história do indicador.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional

O mercado financeiro está monotemático, e não conseguimos, novamente, escapar do único assunto que parece preocupar neste momento: a política monetária dos Estados Unidos. Neste mês, trazemos as mais recentes manifestações de Janet Yellen (chairwoman) e Stanley Fisher (vice chairman) do Fed, compilados por Jon Hilsenrath, repórter do Wall Street Journal, em artigo recente¹. Estas manifestações fornecem algumas pistas interessantes sobre como pensam dois dos principais formuladores da autoridade monetária norte-americana, e a sua potencial influência sobre as suas decisões.

Sobre o cenário externo

- Yellen: “o crescimento em muitas outras partes da economia global, incluindo a China e algumas outras economias emergentes, desacelerou-se. O crescimento fraco no exterior, em conjunto com seus reflexos para o câmbio, prejudicou as exportações dos EUA e pesou sobre a nossa economia”.
- Fisher: “se o crescimento global estiver mais fraco do que o antecipado, as consequências para a economia dos EUA poderiam levar o FED a remover a acomodação monetária mais lentamente do que seria de outra forma”.

Sobre o momento e velocidade do aumento das taxas de juros

- Yellen: “os objetivos (do Fed) de máximo emprego e estabilidade de preços seriam melhor alcançados agindo-se cautelosamente, o que, eu espero, signifique que serão vários anos antes que as taxas básicas de juros voltem ao seu nível normal de longo prazo”.
- Fisher: “os efeitos cumulativos de meia década de ações extraordinárias do Federal Reserve e outros bancos centrais terão que ser desfeitos nos próximos anos, na medida em que os EUA e outras economias fazem progressos na direção da recuperação”.

Sobre os efeitos do aumento das taxas de juros

- Fisher: “o aumento das taxas básicas de juros, quando ocorrerem, poderão causar o aumento da volatilidade. [...] Nós temos feito todo o possível, dentro dos limites da imprevisibilidade do cenário, em preparar os participantes do mercado para o que nos aguarda à frente”.

Sobre as expectativas do mercado

- Fisher: “É dada muita importância ao primeiro movimento. Mas eu penso que isso é um mal-entendido. [...] Você diz ‘decolar’ e pensa logo em foguetes, que entram em órbita depois de 10 segundos. Não é sobre isso que estamos falando”.

Resumindo o pensamento dos dois dirigentes do Fed até o momento:

1. O cenário externo conta para a decisão sobre os juros, e ele não é muito animador
2. Temos que aumentar os juros, mas o faremos de uma maneira tão suave que vocês nem irão perceber.

Mercados Locais

Renda Fixa

E o Banco Central continua firme em sua posição. Ao repetir, pela quarta vez consecutiva, o mesmo comunicado lacônico das três últimas reuniões (“Avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o COPOM decidiu, por unanimidade, elevar a taxa SELIC em 0,50 p.p., para 13,75% a.a., sem viés”), o COPOM sinaliza que todas as portas continuam abertas. Inclusive, e principalmente, a porta da continuidade do aperto monetário no mesmo passo de 50 pontos-base.

Este comunicado está em linha com as últimas manifestações de diretores do BC, que reiteraram mais de uma vez desde o último COPOM o objetivo de trazer a inflação para a meta até o final de 2016. Entretanto, a SELIC neste nível já está embutindo quase 8% de juros reais ao ano para os próximos 12 meses. Com a atividade econômica já mostrando sinais fortes de recessão, o mercado esperava alguma sinalização nesta reunião de que o ciclo de aperto monetário já estaria próximo do seu fim. Pois terá que esperar mais um pouco. É pouco provável que a ata traga alguma sinalização em contrário, apenas uma semana depois do comunicado. O que se pode esperar da ata é a explicação de por que o BC ainda não considera ser possível interromper o aperto monetário. Provavelmente, como nas atas anteriores, voltará a dar máxima importância às expectativas para a inflação de 2016, que permanecem teimosamente em 5,5%. Ou seja, 100 pontos-base acima da meta.

Por outro lado, o Relatório de Inflação, documento trimestral que será publicado pelo BC no final de junho, pode trazer alguma suavização desta posição, a depender dos dados de atividade e inflação do mês de junho. Uma parte do mercado começa a considerar temerário tamanho aperto monetário, e preferiria ver uma perseverança maior no nível atual da SELIC do que aumentá-la até dobrar as expectativas. Seria o equivalente a obter o superávit primário de 1,2% a qualquer custo neste ano, quando o que o mercado quer ver é a perseverança na direção adotada, mais do que o atingimento do número em si. Não atingir a meta de inflação

¹ Matéria completa em: <http://www.marketwatch.com/story/what-weve-learned-from-yellen-and-fischer-2015-05-27>

Comentário Econômico (cont.)

em 2016, considerando o choque de preços que tivemos em 2015, seria perfeitamente compreensível, desde que o BC continuasse honestamente em sua missão de trazer a inflação para a meta - o que, aliás, não foi feito em nenhum momento do mandato anterior. Esta falta de credibilidade herdada do primeiro mandato certamente tem um papel relevante na atual postura do BC.

De qualquer modo, esta posição firme do BC deve, mantendo-se todas as outras variáveis constantes, ser benéfica para a parte longa das curvas de juros, ainda que cause alguma volatilidade no curto prazo.

Câmbio

O dólar voltou a valorizar-se globalmente em maio, seguindo a tendência dos últimos meses e interrompida em abril. O real, por ser uma das moedas relevantes mais instáveis, foi a que mais se desvalorizou, 5,5% no mês.

Aparentemente, o patamar atual (R\$3,00-R\$3,20) já precifica o nível de risco corrente, razão pela qual avaliamos que o câmbio deve

estabilizar-se nesta faixa por um tempo. Uma variável importante a ser monitorada é o estoque de *swaps*, que ainda está em cerca de US\$110 bilhões. O BC começou o processo de desmonte destas operações, à razão de 20% dos vencimentos a cada mês. Neste passo, o estoque seria desfeito em 5 anos, ritmo bastante lento, não devendo influenciar o câmbio de maneira relevante.

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 9% neste ano e 10% no ano que vem, sobre uma base bastante fraca. Considerando este crescimento e um P/L de 14 (que é o nível atual, já acima da média histórica) no final deste ano (calculado com base nos lucros de 2016), o potencial de alta da bolsa seria de aproximadamente zero. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma grande volatilidade, dado 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



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, 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, 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.