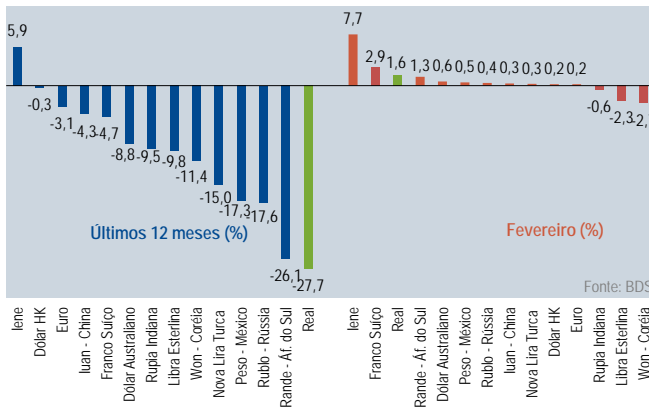


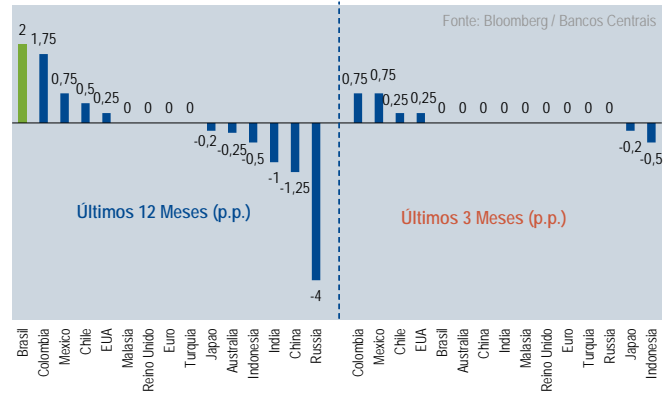
### Moedas (contra o dólar)

Com algumas exceções particulares, fevereiro foi um mês de dólar mais fraco, com a recuperação dos preços das commodities.



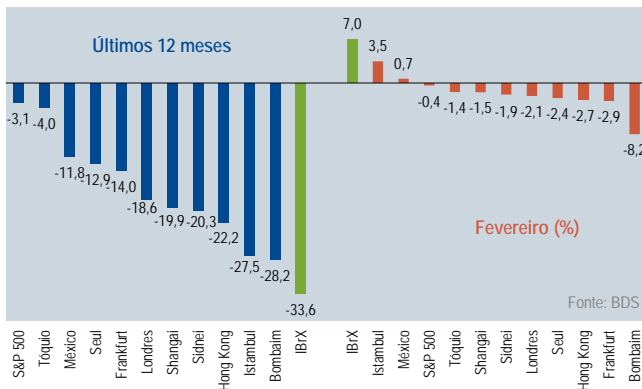
### Taxas básicas de juros - variação

Colômbia, Chile, México e EUA são os únicos BCs que estão apertando política monetária neste momento. Mas o Brasil continua liderando nos últimos 12 meses.



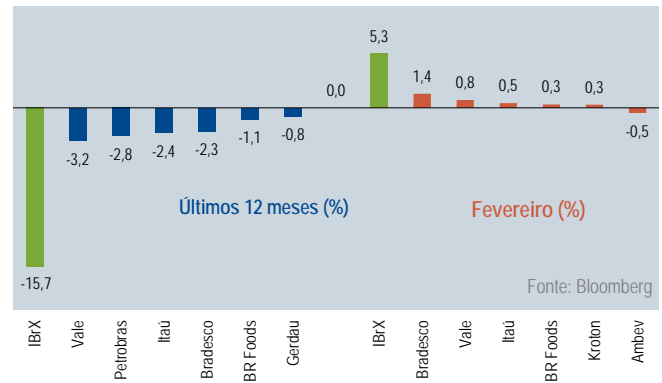
### Bolsas do mundo (em dólar)

Impulsionada pelos "caçadores de pechinhas", a bolsa brasileira foi destaque em fevereiro.



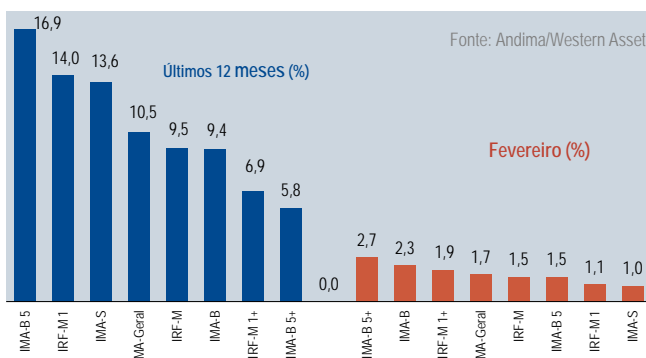
### Principais contribuições para o IBRX

A recuperação da bolsa em fevereiro foi puxada pelos bancos e por Vale, em função da recuperação do preço do minério.



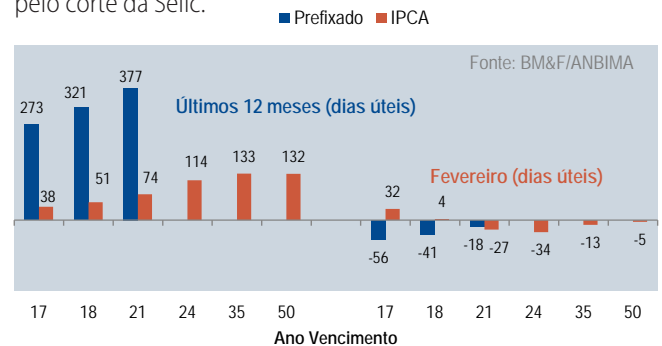
### Renda fixa local - I

Em um mês de queda generalizada das taxas de juros, os benchmarks mais longos foram os que mais se beneficiaram.



### Renda fixa local - II

O rally no mercado de renda fixa continuou em fevereiro, com a expectativa de que, talvez, em algum momento, o BC decida pelo corte da Selic.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM FEVEREIRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Os países produtores de petróleo, liderados por Arábia Saudita e Rússia, anunciaram a intenção de cortar a produção. Mesmo sem concretizar o acordo, os preços do petróleo se estabilizaram no mês.			
O ministério da Fazenda anunciou corte de R\$ 24 bilhões no orçamento de 2016, visto como insuficiente pelo mercado, e espaço fiscal para acomodar frustração de receitas, o que deixa margem para um déficit de até 1% do PIB neste ano.			
Cresceu a percepção de que o BC deve manter as taxas de juros inalteradas por um longo período, com alguma chance de corte.			
A S&P rebaixou novamente o rating soberano brasileiro (de BB+ para BB, com perspectiva negativa), decisão que surpreendeu pelo <i>timing</i> . A Moody's também surpreendeu, ao rebaixar a nota brasileira em dois níveis (igualando à nota da S&P), e manter a perspectiva negativa.			
A prisão do marqueteiro da campanha à reeleição de Dilma Rousseff em 2014, João Santana, fez aumentar em um degrau a temperatura política do impeachment.			

## O QUE ESPERAMOS

### Cenário Internacional:

#### A visão da Western Asset para o Fed neste ano.

Por John Bellows, PhD – Portfolio Manager da Western Asset

Simplesmente escapar da recessão provavelmente não será condição suficiente para que o Fed aumente os juros novamente em 2016. Avaliamos que o Fed manterá as taxas de juros nos atuais patamares, **a menos e até** que ocorra uma melhora substancial nos mercados de crédito e, igualmente importante, um retorno a níveis mais normais de expectativas de inflação<sup>1</sup>. Ao mesmo tempo em que a melhora nos mercados de crédito pode ocorrer rapidamente, é possível que o estrago nas expectativas de inflação seja mais duradouro e mais difícil para o Fed lidar. Se for o caso, o Fed poderia manter as taxas de juros por um extenso período de tempo, podendo inclusive ajustar a sua mensagem de modo a enfatizar ainda mais o seu comprometimento com uma inflação mais alta.

Janet Yellen gosta muito de dizer que “a política monetária não tem curso pré-definido”. Concordamos, e os mercados também, como evidenciado pelo comportamento da parte curta da curva de juros aos acontecimentos mais recentes. Portanto, melhor do que tentar prever quando o Fed vai subir os juros, será mais instrutivo focar nas condições sob as quais o Fed aumentaria os juros novamente. Avaliamos que o Fed somente elevará os juros se as três condições seguintes se materializarem:

- **Os dados da economia norte-americana precisam ficar estáveis (não recessão).** O foco do Fed no crescimento é natural. As poucas vezes em que o Fed aumentou juros em um ambiente recessivo, o fez forçado pelo lado inflação do seu mandato (por exemplo, Paul Volcker no início dos anos 80). Recentemente, tem havido discussões sobre o mérito de se apertar a política monetária para prevenir o aumento de riscos financeiros, mas não parece haver consenso dentro do FOMC sobre esta questão. De qualquer modo, com a inflação bem abaixo do determinado em seu mandato, e com os preços dos ativos caindo (não subindo), nenhuma dessas considerações sugere uma razão para elevar juros hoje, e o Fed, portanto, permanecerá focado no crescimento como componente mais importante do seu cenário.

- **Os mercados de crédito precisam melhorar.** O Fed não elevará juros se as condições de crédito estiverem se deteriorando. Fazer isso significaria afetar negativamente tanto a confiança dos investidores quanto dos consumidores, e enviaria um indubitável sinal *hawkish*. O Fed não precisa e não deseja ser tão *hawkish*, especialmente considerando o cenário para a inflação. A decisão do Fed de não subir as taxas de juros em setembro é um bom exemplo de sua atenção às condições de crédito (ao explicar sua decisão de manter as taxas de juros em zero, o comunicado do FOMC mencionou especificamente sua preocupação com as condições financeiras e os acontecimentos internacionais).

- **As expectativas de inflação precisam subir.** A recente volatilidade dos mercados levou a mais uma queda nas expectativas de inflação. Esta é uma preocupação de primeira ordem do Fed. Como Janet Yellen disse em meados do mês, “a confiança do Comitê no cenário de inflação depende, de maneira importante, em como as expectativas de inflação de longo prazo permaneçam bem ancoradas”. Ao mesmo tempo em que é difícil dizer exatamente o que forçaria o Fed a reconhecer que as expectativas de inflação não estão “bem ancoradas”, à extraordinariamente baixa inflação implícita no mercado de TIPS<sup>2</sup>, combinada com expectativas de inflação (baseadas em pesquisas) nas mínimas históricas, estão provavelmente fazendo com que o Fed fique desconfortável, e são mais uma razão para não elevar juros neste ambiente.

Neste ponto, parece muito improvável que estas três condições se materializem até a reunião de março. Entretanto, olhando para depois de março, não é difícil de ver as duas primeiras condições se confirmarem em pouco tempo. Como discutido acima, os dados de atividade econômica têm se mostrado estáveis, e mais alguns meses de estabilidade podem convencer os mercados e os membros do FOMC de que a economia dos EUA tem condições de vencer a volatilidade deste início de ano. Com relação à segunda condição, assim como os preços dos ativos de crédito recuaram de maneira intensa, podem muito bem subir de volta da mesma maneira.

A terceira condição – uma melhora nas expectativas de inflação – parece potencialmente mais problemática. Na ausência de um impulso inflacionário significativo, não está claro que a estabilidade das condições macroeconômicas seria suficiente para restaurar as expectativas de inflação. É perfeitamente possível que as expectativas permaneçam nestes níveis preocupantes, mesmo com outros aspectos do cenário se recuperando. Tal situação certamente ganharia a atenção do Fed, e mereceria algum tipo de resposta. Uma mudança fácil de implementar seria o Fed trocar o seu foco de inflação “corrente e esperada” para apenas “corrente”.

<sup>1</sup> Ao contrário do que vem ocorrendo no Brasil, as expectativas de inflação nos EUA e no mundo desenvolvido em geral têm ficado sistematicamente abaixo do desejado pelos Bancos Centrais. O estrago, aqui, refere-se a expectativas mais baixas do que o desejado.

<sup>2</sup> TIPS – Treasury Inflation Protected Securities. O equivalente às nossas NTN-B.

Apesar de parecer uma mudança marginal, seria uma valiosa sinalização para os mercados, e poderia significar algum suporte para as expectativas de inflação. Tal mudança tem algum apoio dentro do FOMC. De qualquer modo, será crucial observar como as expectativas de inflação evoluem, na medida em que esta pode ser a peça do quebra-cabeças que impeça o Fed de voltar a subir as taxas de juros em um futuro próximo.

## *Mercados Locais*

### **Renda Fixa**

Se o Copom afirmou que não é mais necessário elevar a Selic, por que o mercado duvidaria? Esta é a conclusão que podemos tirar do movimento das taxas de juros em fevereiro: a curva toda recuou, com destaque para os vencimentos mais curtos. Os contratos com vencimento em Jan2017, Jan2018 e Jan2021 caíram, respectivamente, 56 bps, 41 bps e 18 bps. Ajudou, para este comportamento, a estabilidade do câmbio, que analisaremos na próxima sessão.

Como refletido no comunicado e na ata da reunião de janeiro, o Copom aposta tudo na piora das condições globais e na recessão doméstica para a convergência da inflação. De fato, a abertura do hiato do produto não deixou de ter efeito sobre o comportamento da inflação. Podemos observar, por exemplo, que o comportamento dos preços livres vem seguindo o manual: recuaram para baixo de 8% na leitura de janeiro, patamar que não era alcançado desde meados de 2012. Este fato ganha mais destaque quando consideramos que esta foi a primeira vez, desde o final de 2003, em que este grupo de preços apresentou inflação menor que os preços administrados (+17,2%), *tradables* (+8,9%) e alimentos (+14,2%). É, sem dúvida, o efeito da recessão sobre a renda e o emprego.

O problema para o BC, no entanto, é o nível da inflação: estamos muito distantes do teto da meta, que dirá do centro da meta. O Copom claramente optou por uma convergência mais lenta, dada a impraticabilidade política de buscar convergência até o final deste ano, como era o plano no início de 2015. O problema da convergência mais lenta é que pode ser facilmente confundida com leniência, ainda mais com o histórico do atual BC. As expectativas do Focus apontam para inflação acima da meta até onde a vista alcança. Ou seja, não haveria convergência. Esta é a batalha que o BC está travando. Por enquanto, o mercado de juros comprou a ideia de que o Copom não vai mais elevar a Selic. Poderia, inclusive, decidir por iniciar um processo de relaxamento da política monetária, se o risco-país e, conseqüentemente, o câmbio, se estabilizarem nos atuais patamares.

O risco para quem se posiciona na curva de juros parece assimétrico: não haverá elevação de juros com certeza, mas não há tanta certeza, por outro lado, de que não haverá queda. Esta decisão, se e quando ocorrer, se baseará na desaceleração da atividade econômica, tanto aqui quanto lá fora. Se as expectativas para a inflação não acompanharem a visão do BC, tanto pior para as expectativas. O que aparentemente temos, no momento, é uma decisão à espera de ser tomada.

## Câmbio

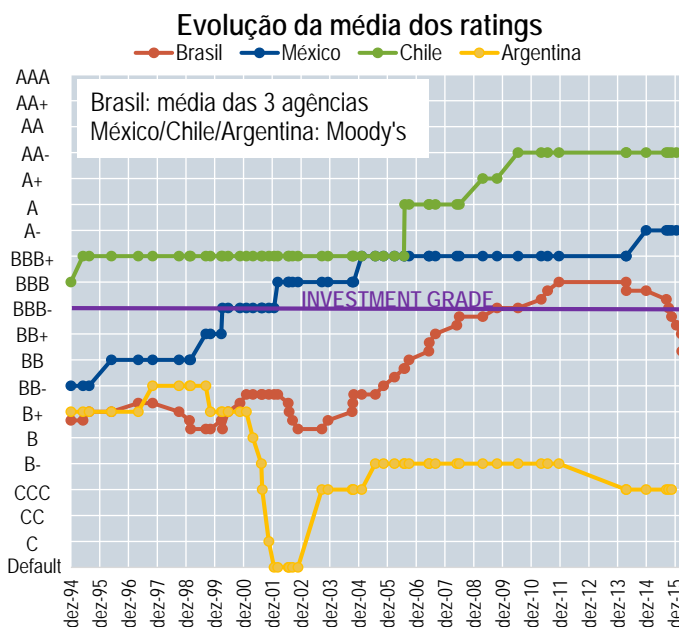
O Real destacou-se em fevereiro como uma das moedas que mais se valorizaram, na esteira da recuperação parcial dos preços das commodities, principalmente minério de ferro. Com exceção do iene japonês, que foi a moeda que mais se valorizou no mês, apesar dos juros negativos praticados pelo seu BC, o Real se valorizou ou ficou relativamente estável em relação a todas as moedas mais importantes. Esta é uma boa notícia para o BC: com os preços dos *tradables* atingindo 9% ao ano na última leitura do IPCA, o que menos interessa à autoridade monetária neste momento é ter mais uma rodada de desvalorização do Real.

Aparentemente, o atual nível do Real é mais do que suficiente para recuperar o déficit nas contas correntes, como temos visto pelas sucessivas surpresas positivas na balança comercial nos últimos meses. Além disso, o montante de reservas internacionais também parece suficiente para evitar um ataque especulativo contra a moeda. De qualquer forma, o atual nível das taxas de juros continua a fazer qualquer aposta vendida no Real muito cara. Somando todos estes fatores, nós não vemos o Real muito acima do presente nível em termos permanentes, a não ser que o cenário político deteriore-se ainda mais, levando o risco-país a outro patamar.

## Bolsa

Com a recuperação dos preços das commodities, e o efeito da “caça às pechinhas” por parte de investidores globais, a bolsa brasileira destacou-se entre seus pares, e recuperou parte das perdas de janeiro. Mesmo assim, ainda está 15% abaixo do nível de 12 meses atrás, o que mostra que há ainda um longo caminho pela frente antes de se falar de recuperação.

Do ponto de vista fundamentalista, há pouco o que esperar. Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros nos próximos dois anos deve ser fraco. Em nosso cenário, os lucros devem crescer cerca de 15% em 2016 e 5% em 2017. Se este cenário se confirmar, o P/L da bolsa hoje, considerando os lucros de 2016, está em 14. Para manter este P/L no final de 2016 (sempre considerando o crescimento de lucros para o ano seguinte), a bolsa deveria subir 10% em 2016. Como 14 é um nível de P/L já acima da média histórica, manter este patamar já significa um objetivo bastante desafiador, a menos que ocorra uma melhora sensível do cenário econômico para 2017. Avaliamos que uma melhora sensível da percepção dos investidores, que poderia levar a um P/L ainda maior, somente ocorreria com uma mudança significativa dos rumos do governo.



Apesar de parecer uma mudança marginal, seria uma valiosa sinalização para os mercados, e poderia significar algum suporte para as expectativas de inflação. Tal mudança tem algum apoio dentro do FOMC. De qualquer modo, será crucial observar como as expectativas de inflação evoluem, na medida em que esta pode ser a peça do quebra-cabeças que impeça o Fed de voltar a subir as taxas de juros em um futuro próximo.

A nota soberana brasileira sofreu dois rebaixamentos em fevereiro: a S&P rebaixou de BB+ para BB, mantendo a perspectiva negativa, enquanto a Moody's retirou o grau de investimento, e o fez em grande estilo: rebaixou a nota em dois níveis, e ainda manteve a perspectiva negativa.

Desde a crise do subprime em 2008, a reputação das agências de rating não é das melhores. Elas erraram feio na avaliação do risco de crédito das estruturas lastreadas em créditos imobiliários, e todos os seus derivativos. No entanto, apesar de não estarem imunes a erro, as notas das agências de rating continuam sendo um parâmetro levado em consideração pelos investidores na avaliação do risco de crédito. A questão não é saber se as agências estão certas ou erradas. O que importa é observar a tendência. As agências, normalmente, apenas confirmam aquilo que o mercado já viu antes. Neste sentido, vale olhar as notas dos títulos soberanos como uma espécie de “termômetro defasado” das condições gerais de uma economia.

No gráfico acima, podemos observar a sensacional ascensão das economias do México e do Brasil, com uma diferença de 10 anos: o México começou sua escalada rumo ao grau de investimento

## Comentário Econômico (cont.)


em 1995, e o Brasil em 2005. O México estagnou 10 anos no rating BBB+, dando tempo ao Brasil quase alcançar o mesmo nível. A partir de 2014, no entanto, a sorte dos dois países se separa: enquanto o México mergulha em mais uma rodada de reformas estruturais, o que acabou lhe valendo uma promoção para a nota A-, o Brasil insiste em políticas “desenvolvimentistas”, que fazem o país voltar 10 anos em sua saúde macroeconômica. Não à toa, voltamos a ter o mesmo rating que tínhamos em 2006.

*Este material de divulgação 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.*

*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.*

**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 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.