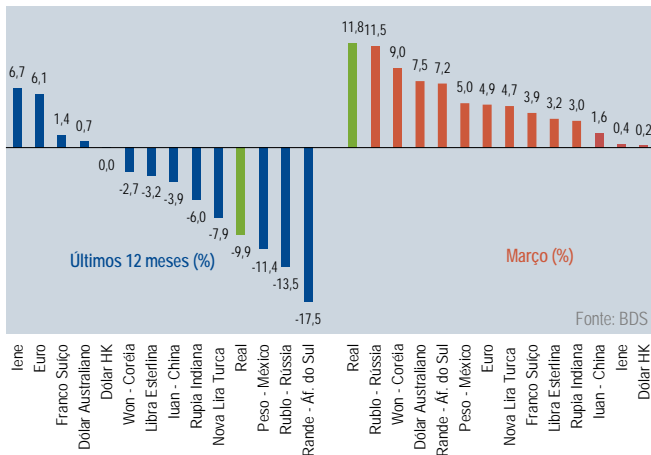


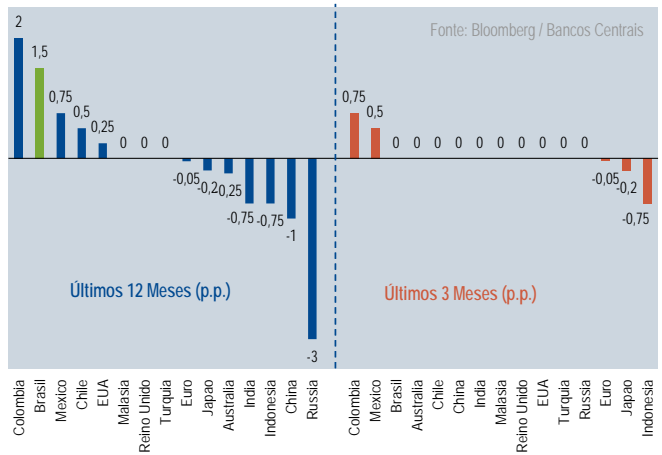
Moedas (contra o dólar)

Em um mês de dólar mais fraco, o real destacou-se em função do quadro político doméstico.



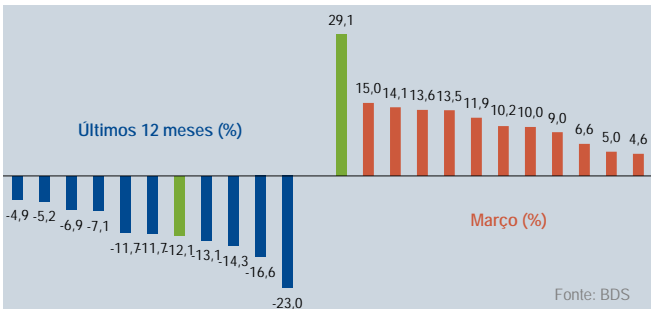
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil perdeu o posto de maior aperto monetário do mundo para a Colômbia.



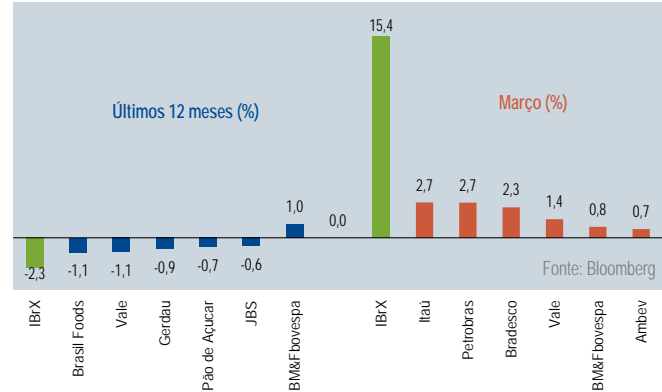
Bolsas do mundo (em dólar)

Em um mês positivo para ativos de risco, a bolsa brasileira voltou a ser destaque positivo em março, em função do cenário político.



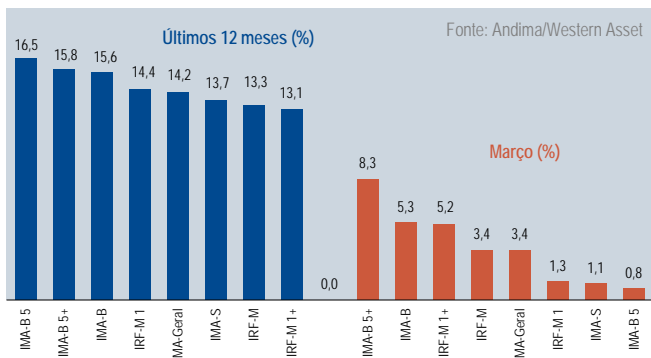
Principais contribuições para o IBRX

Commodities e bancos lideraram o rally de março, em função do recuo do risco-país.



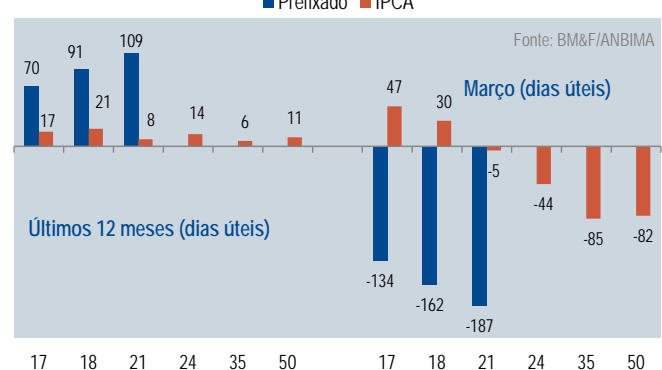
Renda fixa local - I

Com a diminuição do risco país, este foi o mês da recuperação dos IMAs, que voltaram, com exceção do prefixado mais longo, a render mais que o IMA-S.



Renda fixa local - II

O rally das taxas de juros foi impressionante, mas não foi acompanhado pelos cupons das NTN-B mais curtas, mostrando recuo da inflação implícita.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM MARÇO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Uma série de acontecimentos nos fronts judicial e político fizeram aumentar a probabilidade de impeachment de maneira significativa.			
A inflação corrente surpreendeu positivamente neste mês, tornando possível um cenário de corte de juros ainda este ano.			
As expectativas com relação a uma recessão global diminuíram ao longo do mês			
Apesar de ter estendido o programa de afrouxamento monetário, certos comentários do presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi, de que novos cortes de juros podem não estar no horizonte, azedaram os mercados.			
O FED decidiu por manter as taxas básicas em 0,25%, mas o tom dovish da entrevista coletiva de Janet Yellen surpreendeu.			
O BC decidiu reverter cerca de US\$ 4 bilhões do estoque de swaps.			
O governo anunciou a nova meta fiscal para 2016, que pode chegar a um déficit de R\$ 96 bilhões.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional:

Perguntas e Respostas sobre a China, por Desmond Soon, Head of Asia ex-Japan da Western Asset.

P: Como você descreveria o estado geral da economia chinesa? Você acha que a China está em um processo de *soft* ou *hard landing*?

DS: A Western Asset posiciona-se no campo do *soft landing*, o que significa que prevemos que o crescimento do PIB chinês deve desacelerar-se para 5-6% nos próximos anos, na medida em que a economia faz uma transição estrutural de um modelo industrial de baixo valor agregado em direção a uma economia baseada em serviços e tecnologia. A jornada será, sem dúvida, acidentada; os indicadores de crescimento podem ser fracos mas, em nossa opinião, a probabilidade de um *hard landing* (ou seja, 4% de crescimento do PIB ou menos) permanece baixa, na medida em que o PIB per capita da China permanece em níveis de mercados emergentes, e o governo ainda pode contar com alternativas consideráveis para impulsionar o crescimento econômico. Outro ponto a salientar é que, apesar de desaceleração econômica da China, a sua contribuição para a economia mundial permanece significativa, dado o seu tamanho. Por exemplo, um crescimento de 6% contribui, agora, com a mesma quantidade para o PIB mundial que 10% de crescimento 5 anos atrás.

A moderação do ritmo de crescimento chinês é uma continuação da tendência em curso desde 2012, na medida em que os salários dos trabalhadores sobem e os problemas demográficos emergem. A desaceleração econômica da China é necessária e bem-vinda, ressaltando a transição da economia de um modelo de crescimento impulsionado pelo investimento industrial para um baseado em serviços e consumo. O FMI comentou recentemente que a transformação estrutural da China vai revelar-se mais saudável e sustentável no longo prazo.

P: O que a desaceleração da China significa para outras economias?

DS: O efeito cascata do menor crescimento da China está sendo duramente sentido por países exportadores de commodities, como a Austrália, Brasil e África do Sul, que são fortemente dependentes da demanda chinesa por commodities. Países ligados a cadeias de abastecimento chinesas, tais como Japão e Coreia do Sul, que exportam bens intermediários para a China, também estão sendo seriamente afetados. Por outro lado, outros países/setores estão se beneficiando. Por exemplo, com a ascensão da classe média afluyente na China, estamos vendo aumentar a demanda chinesa por educação no exterior e turismo em países como Cingapura, Reino Unido, Austrália e Japão. Além disso, países que competem

com a China, como Vietnã e Bangladesh, estão ganhando espaço no mercado global, em função da retirada da China de certas indústrias com mão-de-obra intensiva de baixa qualificação, tais como têxteis e brinquedos. Portanto, o impacto de um crescimento mais lento da China na economia global não é homogêneo.

P: O que você acha de certos meios de comunicação destacando uma iminente crise bancária na China?

DS: É verdade que os empréstimos inadimplentes (NPLs) do sistema bancário chinês têm subido, e há debates contínuos quanto ao verdadeiro montante desses empréstimos (oficialmente em CNY1,27 trilhões, ou 1,67% do total de empréstimos em circulação). No entanto, as autoridades chinesas contam com uma série de mitigantes para lidar com o aumento de ativos podres. Em primeiro lugar, como resultado de uma política de regulamentação rigorosa, os bancos chineses têm provisões elevadas para perdas, que atualmente cobrem os NPLs em mais de 1,8 vezes. Em segundo lugar, os bancos chineses são bastante rentáveis para os padrões globais, com retorno sobre o capital próprio em torno de 15%; eles geram CNY2,5-3,0 trilhões (cerca de US\$ 400 bilhões) de lucro operacional em bases anuais. Por último, grande parte dos empréstimos bancários da China é apoiada por garantias (geralmente imóveis) e isto deve ajudar a mitigar as perdas associadas com empréstimos inadimplentes. É somente depois da exaustão do que foi acima descrito que se iniciam perdas de patrimônio do sistema. Em tal situação, a intervenção do governo para recapitalizar os bancos mais fracos é viável, uma vez que a dívida está denominada em CNY.

P: O que a desaceleração da China significa para outras economias?

DS: Fundamentalmente, nós pensamos que o renmbi (RMB) deve permanecer relativamente forte em relação a uma cesta ponderada pelo comércio exterior, impulsionada pelos grandes excedentes comerciais do país e por um crescimento econômico ainda relativamente elevado. Dadas as divergências entre as políticas monetárias dos EUA e do resto do mundo, é possível alguma fraqueza do RMB vis-à-vis o USD em 2016, mas esperamos que o RMB permaneça como um *outperformer* em comparação com outras moedas de mercados emergentes.

Como parte de sua reforma cambial, o governo chinês quer claramente que as forças de mercado desempenhem um papel maior na determinação da taxa de câmbio, e que a moeda tenha flexibilidade de duas vias, ao invés de uma aposta de mão única, seja na direção da depreciação ou da apreciação. Por isso, temos visto uma transição do mecanismo de fixação diária do câmbio do Banco do Povo Chinês (PBoC) para um regime cambial baseado em uma cesta de moedas, em vez de fazer referência unicamente ao dólar.

Além disso, a inclusão do RMB nos Direitos Especiais de Saque (SDR) do FMI no ano passado foi um reconhecimento da influência econômica da China e uma elevação do status internacional da moeda. Como o RMB continua a ser muito sub-representado nas reservas globais de moeda, isso deve gerar maior demanda por ativos denominados em RMB a médio e longo prazos, na medida em que os gerenciadores de reservas globais gradualmente diversificarão sua alocação de moedas. Além disso, acreditamos que o governo chinês está consciente de que a inclusão no SDR exige a liberalização da conta de capital, o que deve reforçar a sua determinação em realizar reformas financeiras necessárias e uma abertura gradual dos mercados de capitais da China.

Alguns especuladores de moeda têm defendido, em seu interesse próprio, uma depreciação substancial (até 40%) do RMB. Nós não vemos esta tese como crível. Em primeiro lugar, as autoridades chinesas veem uma grande desvalorização do RMB como um risco para a estabilidade financeira e política da China, e vêm garantido a estabilidade da moeda a grandes investidores. Em segundo lugar, a conta de capital da China permanece quase totalmente fechada, apesar da liberalização recente. Especuladores de moedas, testando o princípio da "Trindade Impossível"¹, de Robert Mundell, estão atacando o mercado *off-shore* do Yuan Chinês (CNH), na medida em que não conseguem acessar o mercado de câmbio *on-shore* (CNY). A liquidez do CNH é distinta da liquidez do CNY, constituindo menos do que 2% do pool de liquidez *on-shore*. As autoridades chinesas têm apertado os controles para evitar fuga de CNY *on-shore* para propósitos não comerciais, enquanto a liquidez do CNH *off-shore* está encolhendo na medida em que residentes de Hong Kong convertem seus depósitos em CNH de volta para HKD (dólar de Hong Kong). Como os especuladores tomam emprestado CNH *off-shore* para vender a moeda a descoberto, eles vão canibalizar a si mesmos dentro de um pool de liquidez limitada – o que irá resultar em um custo de captação proibitivo.

P: Qual é o maior risco para a China no curto prazo?

DS: O risco chave para a China é a aceleração das saídas de capital devido a uma perda de confiança no yuan entre a população. As reservas cambiais da China, atualmente em US\$ 3,2 trilhões, são as maiores do mundo, mas o volume das recentes saídas de capitais (~US\$ 150 bilhões por mês) após a reforma/desvalorização do RMB de 11 de agosto é bastante preocupante. No entanto, temos visto uma série de medidas anunciadas pelo governo nos últimos seis

¹ O princípio da Trindade Impossível, formulada pelo prêmio Nobel Robert Mundell, estabelece que nenhum país consegue manter, ao mesmo tempo, uma conta de capitais aberta, uma política monetária independente e câmbio fixo. A China vinha mantendo uma conta de capitais fechada e, portanto, conseguia manter sua moeda atrelada ao dólar. Na medida em que o país vai abrindo a conta de capitais, abre a possibilidade de ataque especulativo contra a moeda, que é o que os especuladores estão tentando fazer contra o CNH *off-shore*. No entanto, apesar de ser um "território livre" para especulação, o autor defende que o mercado para o CNH *off-shore* é pouco líquido, o que pode se transformar em uma armadilha para os próprios especuladores. Na verdade, a conta de capitais continua fechada para o mercado de CNY *on-shore*, que é bem mais relevante.

meses para deter as saídas, incluindo a recente medida de colocar um limite para transações com cartão de crédito no exterior. Para ancorar a confiança do mercado, o BoPC tem procurado manter a moeda chinesa em um nível relativamente estável e, ultimamente, tem se comunicado com mais clareza com o mercado. A eficácia destas medidas será observada de perto pelos participantes do mercado. Se o sentimento não se estabilizar, as saídas de capital poderiam exercer pressão renovada sobre a China, bem como sobre os mercados financeiros globais

Mercados Locais

Difícilmente encontraremos, na história do Brasil, um mês tão politicamente denso como março de 2016. O processo de impeachment deve continuar em abril e, provavelmente, maio, mas os principais fatos que levaram a uma espécie de sentimento de inevitabilidade do processo ocorreram neste mês. O risco-país refletiu este sentimento: o CDS brasileiro saiu de 460 para 360 pontos no período. Apesar de março ter sido um mês em que houve recuperação global dos preços dos ativos de risco, o Brasil claramente destacou-se. Este é o pano de fundo que justifica o rally espetacular dos ativos de risco, como veremos a seguir.

Renda Fixa

Os contratos de DI com vencimento em janeiro/17 recuaram 134 pontos-base. Já aqueles com vencimento em janeiro/18 e janeiro/21 recuaram, respectivamente, 162 e 187 pontos-base. Houve duas dinâmicas distintas, que influenciaram de maneira diferente os setores curto e longo da curva de juros.

Na ponta curta, o que comandou o recuo dos juros foram a apreciação do Real e as surpresas positivas na inflação. Estes dois fatores reforçaram as apostas do mercado em cortes da taxa Selic ainda neste ano. No final do mês, a curva de juros embutia cortes da ordem de 75 pontos-base até o final do ano.

Por outro lado, a ponta longa foi influenciada pela queda do risco-país, em função do aumento da probabilidade do impeachment. A queda das taxas em março só é comparável ao que ocorreu em novembro/dezembro de 2008, quando as taxas longas (5 anos) caíram, respectivamente, 156 e 323 pontos-base. Naquela época, o mercado estava precificando uma recessão, além de compensar a elevação de 325 pontos-base que havia ocorrido em outubro, em função da quebra da Lehman Brothers. Agora em março, esta queda da taxa de juros não se seguiu a nenhum aumento expressivo recente, mas respondeu simplesmente à queda do risco-país.

O que podemos esperar para as taxas de juros daqui em diante? Podemos vislumbrar os seguintes cenários: Neste caso, enxergamos dois sub-cenários:

1. Continuidade do governo Dilma. Neste caso, enxergamos dois sub-cenários:

a. Continuidade da atual política macroeconômica: o ministro da Fazenda e o presidente do BC permaneceriam em seus postos, e o governo continuaria tentando administrar o rombo fiscal com medidas paliativas de curto prazo. As chances de

aprovação de reformas que enderecem a trajetória da dívida no médio prazo seriam remotas. Neste cenário, o BC teria algum espaço para cortar a Selic no curto prazo em função dos efeitos da recessão na inflação, mas a desvalorização do Real poderia limitar este movimento. Os juros mais longos voltariam a subir.

b. Mudança radical da política macroeconômica: o governo adotaria o programa econômico do PT, com mais estímulos fiscais, a queda voluntária da taxa Selic e o uso das reservas internacionais para fundear programas de investimento. Neste cenário, as taxas de juros de curto prazo poderiam cair em um primeiro momento, mas os juros longos subiriam muito, e muito rapidamente.

2. Impeachment e governo Temer. Neste caso, enxergamos três sub-cenários:

a. Implantação da agenda “Uma ponte para o futuro”: neste documento, o PMDB alinhava uma série de medidas de cunho liberal, que procuram reformar o estado brasileiro para aumentar a sua eficiência. Neste cenário, a política monetária poderia ser mais frouxa em um segundo momento, pois a política fiscal ganharia credibilidade. Em um primeiro momento, porém, o BC (com nova diretoria) poderia querer marcar posição em favor da ortodoxia, mantendo a Selic no atual patamar por um tempo maior. De qualquer forma, parece fora de questão a elevação da Selic, mesmo porque a provável valorização do câmbio neste cenário ajudaria a inflação. As taxas mais longas, no entanto, continuariam o seu rally, em função da queda do risco-país.

b. Dificuldades de coordenação: o novo governo frustraria as expectativas, ao enfrentar um Congresso fragmentado e uma oposição disposta a dificultar ao máximo a vida do novo governo. Este cenário é superior ao cenário “1a” visto acima, pois Temer não carrega os erros anteriores deste governo, mas o efeito final sobre o risco-país não seria significativo, pois a questão fiscal continuaria sem solução. Assim, poderíamos esperar alguma queda ou estabilidade das taxas mais curtas, e subida lenta das taxas mais longas.

c. Temer fora: seja pela cassação da chapa no TSE, seja por algum eventual envolvimento na operação Lava-Jato, Michel Temer não tem condições políticas de se manter como presidente. Neste cenário, o risco-país sobe, fazendo com que as taxas mais longas voltem a subir. Este cenário, diferentemente dos outros, não é imediato, e pode se seguir aos cenários a e b acima.

Comentário Econômico (cont.)

Hoje, como cenário-base, trabalhamos com algo entre os cenários 2a e 2b. Por isso, preferimos posições no setor médio da curva (janeiro/2018), com alguma proteção na parte mais longa.

Câmbio

Março foi um mês de desvalorização do Dólar, em função de uma melhora generalizada da percepção de risco e a crescente convicção de que o Fed continuará adotando uma política monetária frouxa por um tempo razoável. Neste contexto, o Real seguiu a mesma direção, mas o cenário doméstico ajudou a moeda local a se destacar. O Real valorizou-se 11,8% em relação ao Dólar, a maior valorização mensal desde abril de 2003, ficando bem acima da valorização média de 6,3% das moedas de economias emergentes.

Aparentemente, a moeda não se valorizou ainda mais porque o BC não renovou parte dos swaps que venciam este mês, e também colocou um montante de swaps reversos. Somando um e outro, temos uma retirada total de US\$ 5,9 bilhões de swaps do mercado, a maior retirada mensal desde o início do programa. O estoque atual passou a ser de aproximadamente US\$ 103 bilhões, ainda alto. Se a cotação do Dólar permanecer nos atuais patamares (em torno de R\$ 3,60 – R\$ 3,70), é provável que o BC continue retirando swaps do mercado, indicando que este é um nível confortável da moeda para a autoridade monetária.

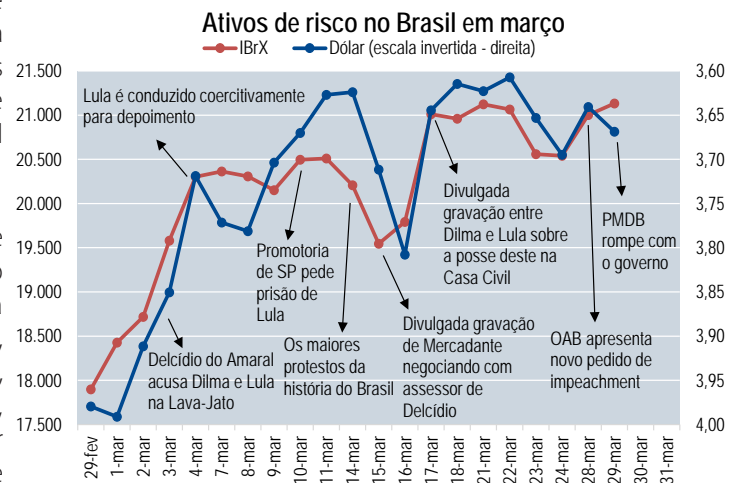
Do ponto de vista fundamentalista, o atual nível do Real parece suficiente para recuperar o déficit nas contas correntes, como temos visto pelas sucessivas surpresas positivas na balança comercial nos últimos meses. Apreciações adicionais podem, eventualmente, interromper esta recuperação das contas externas, razão pela qual o BC está atuando no mercado. De qualquer forma, a moeda continuará a se valorizar se o cenário político continuar a melhorar e o risco-país continuar a cair, independentemente dos esforços do BC em contrário.

Bolsa

O IbrX valorizou-se 15,4% em março, a maior alta mensal desde janeiro/2006. Naquela época, a bolsa brasileira antecipava o

ciclo de crescimento atrelado às commodities. Desta vez, no entanto, tivemos como pano de fundo principal o cenário político. Globalmente, as bolsas também se recuperaram, com a perspectiva de manutenção de política monetárias mais frouxas por mais tempo. Mas a bolsa brasileira destacou-se.

A bolsa vem antecipando uma suposta melhora da atividade econômica (e dos lucros das empresas) com a mudança do governo. Em nosso cenário atual, 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 17. Para manter este P/L no final de 2016 (considerando o crescimento de lucros para o ano seguinte), a bolsa deveria subir 11% em 2016. Como 17 é um nível de P/L bem 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. Por exemplo, se os lucros de 2017 subissem 25% ao invés de 5%, o P/L cairia para 15 com a mesma alta da bolsa. Portanto, um valor ainda elevado. Esses números mostram quão difícil será justificar uma alta adicional da bolsa sem uma melhora sensível dos fundamentos macroeconômicos.




A bolsa e o dólar andaram no ritmo dos acontecimentos políticos. Raras vezes na história tantos eventos se concentraram em tão curto espaço de tempo, fazendo do impeachment o cenário central do mercado.

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 – 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, 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.