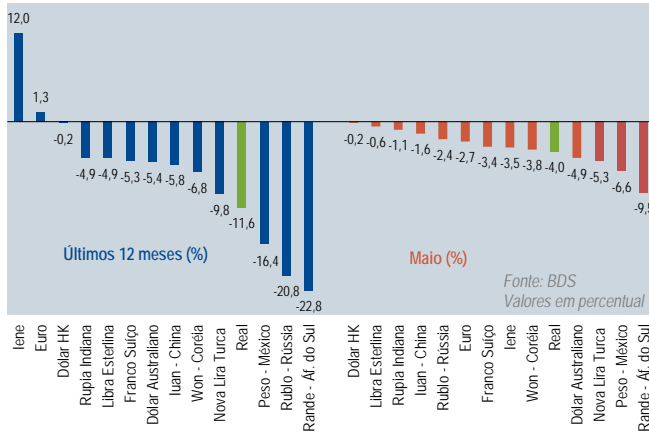


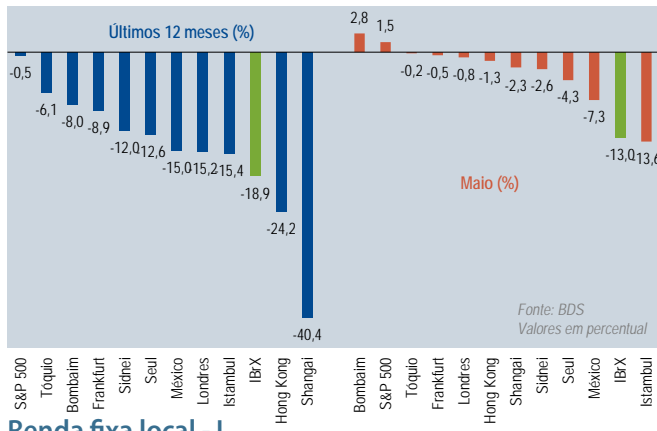
Moedas (contra o dólar)

Em um mês em que o Fed deu mostras de estar disposto a subir as taxas de juros, o dólar se valorizou em relação a todas as moedas..



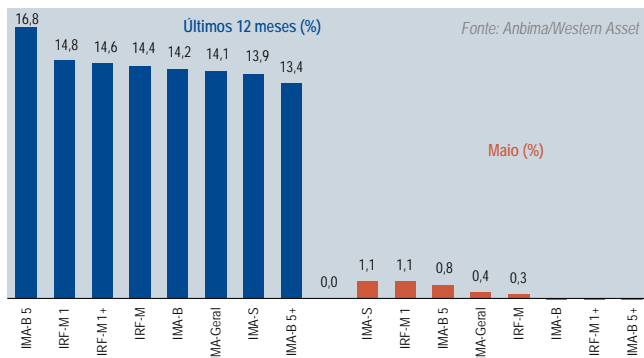
Bolsas do mundo (em dólar)

A sinalização do Fed de que uma alta dos juros estaria encaminhada prejudicou as bolsas globalmente. Curiosamente, menos a dos EUA.



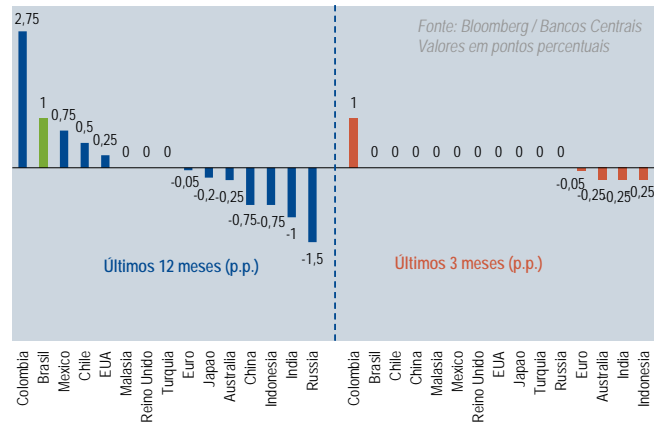
Renda fixa local - I

Em um mês de realização dos ativos de risco, não foi diferente com os IMAs, que renderam menos que o IMA-S, principalmente



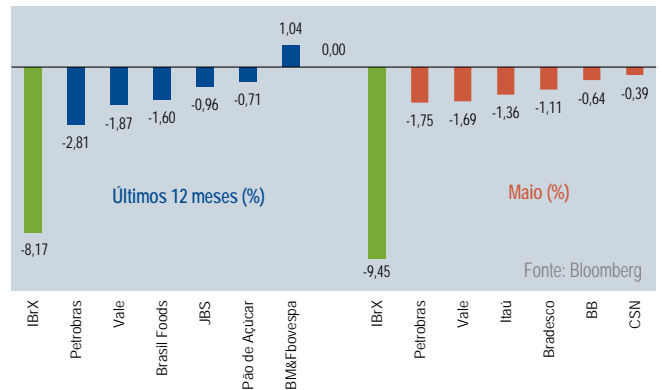
Taxas básicas de juros - variação

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



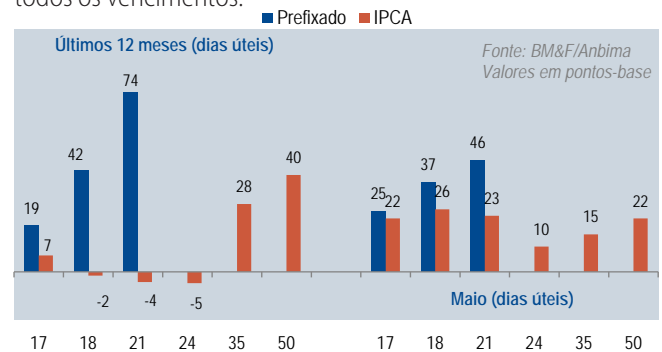
Principais contribuições para o IBRX

A realização da bolsa local pegou principalmente o setor financeiro, Petrobras e Vale, os mesmos que haviam puxado o rally dos meses anteriores.


















Renda fixa local - II

A combinação de um Fed mais hawkish e um cenário político doméstico incerto fez com que as taxas de juros subissem em todos os vencimentos.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM MAIO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Comentários de vários oficiais do Fed, corroboradas pela presidente Janet Yellen, apontaram para a possibilidade real de retomada da alta dos juros nos EUA já em junho.			
Tanto o IPCA quanto o IPCA-15 surpreenderam negativamente, com pressão de alimentos.			
O afastamento provisório da presidente foi aprovado no Senado. O novo governo, liderado pelo vice-presidente, nomeou uma equipe econômica de peso.			
Gravações de um delator da Lava-Jato derrubaram dois ministros recém-nomeados do novo governo, colocando dúvidas sobre as condições políticas do presidente interino.			
O presidente de um grande banco brasileiro foi indiciado pela Polícia Federal na Operação Zelotes.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional:

Nesta edição, trazemos a adaptação dos comentários do CIO global da Western Asset, Ken Leech, analisando a possibilidade de alta das taxas de juros nos EUA.

Comentário de mercado, por Ken Leech

Nosso argumento tem sido que os EUA e a economia global estão experimentando um crescimento lento, mas estável. Os três medos que se somaram para o colapso dos ativos de risco no início deste ano foram: 1) o temor de implosão do crescimento chinês, 2) o temor de que o declínio dos preços do petróleo para a faixa dos US\$ 20-30 teria consequências deflacionárias globais graves e 3) o temor de que os bancos seriam expostos tanto a estas questões como às taxas de juros negativas.

Em nosso último comentário, afirmamos que nenhuma dessas preocupações era tão grave quanto o consenso de mercado temia. Além disso, avaliamos que Federal Reserve (Fed) deveria fazer uma pausa no aumento dos juros até que o crescimento, as condições financeiras globais e as expectativas de inflação melhorassem substancialmente.

É a mudança atual na retórica do Fed, sugerindo um desejo significativo de reiniciar o aumento das taxas de juros, que introduziu alguma incerteza neste cenário razoavelmente benigno. O Fed tem sinalizado muito claramente o seu desconforto com a projeção muito baixa do mercado para a elevação das taxas de juros. Nossa crença era de que o Fed tinha amarrado um discurso *dovish*: não forneceria mais *forward guidance*¹, à luz da sua necessidade de ver clara melhora no crescimento, nas condições financeiras e nas expectativas de inflação. A mensagem da Presidente do Fed, Janet Yellen, foi claramente favorável a apenas esta interpretação. Seu discurso de 29 de março definiu a necessidade de se observar as condições financeiras mundiais com muito cuidado. Sua discussão sobre a assimetria dos riscos da política monetária quando o crescimento encontra-se em um nível baixo esclareceu a necessidade de uma maior precaução em elevar as taxas, e a previsão do staff do Fed de queda da taxa de inflação medida pelo PCE² para este ano e o próximo arrefeceu as preocupações com eventuais oscilações da inflação no curto prazo.

Agora, o Fed mudou a sua mensagem de forma abrupta, e reforçou a sua posição de um Banco Central com um viés claro e definitivo

¹ O Fed deixaria de apontar o que faria no futuro, à espera de melhora do cenário. Antes, a mensagem é que o Fed tinha um plano de voo (descrito no *forward guidance*), e que iria implementá-lo independentemente do cenário.

² PCE: Personal Consumer Expenditures. A inflação medida por este índice é a preferida do Fed para medir a inflação ao consumidor nos EUA.

no sentido de apertar a política monetária, aguardando somente a esperada melhora nos dados para justificar a próxima alta. A mudança rápida da comunicação e do foco do Fed reprecificou a probabilidade de mais altas da taxa de juros, o que também colocou os ativos de risco, especialmente os mercados emergentes, sob pressão.

Nossa avaliação sobre esta questão é que a mudança subjacente nos fundamentos não justifica um aumento da taxa de juros. O Fed apoiou explicitamente a ideia de que o crescimento melhorará acentuadamente a partir do decepcionante 0,5% de crescimento de 2016. Mais uma vez, a confiança do Fed na sua previsão de uma recuperação significativa na atividade econômica dos EUA parece estar equivocada, tal como tem sido para cada um dos últimos 5 anos.

No front das condições financeiras, no entanto, tem havido uma melhora significativa. As dificuldades advindas dos spreads de crédito mais abertos diminuíram um pouco. Além disso, os receios com relação ao crescimento global parecem ter diminuído. Mas o cenário está realmente mais claro? A "questão China" ainda parece, para nós, muito importante na avaliação da perspectiva global.

Embora a tendência dos dados recentes sugerirem que o crescimento econômico dos EUA tenha se estabilizado, é muito cedo para ser otimista. Além disso, novas desvalorizações do yuan não podem ser descartadas. Um aumento das taxas de juros pelo Fed coloca pressão sobre ambos.

Com relação à inflação, a recuperação dos preços do petróleo dos seus pontos mais baixos do início do ano sugere algum aumento e, reconhecidamente, o núcleo do PCE elevou-se levemente. Mas estamos de acordo com o Fed de que a recuperação da inflação será lenta. Além disso, a inflação dos Estados Unidos deve ser analisada no contexto de uma substancial queda da tendência da inflação global. Os Bancos Centrais globais estão trabalhando diligentemente para deter esta perturbadora tendência de queda, e um aumento da taxa de juros por parte do Fed pode revelar-se contraproducente.

Do ponto de vista exclusivamente do crescimento dos EUA, o argumento do Fed de que o aperto da política monetária é necessário somente porque as taxas de juros estão muito baixas não é razoável. Basear o timing deste movimento na sua velha previsão da iminente melhora das condições econômicas parece estar fora de lugar. Mais importante, contudo, acreditamos que a economia dos EUA é parte de uma economia global altamente interconectada, onde a recuperação encontra-se extraordinariamente frágil. Acreditamos que o antigo discurso de

Janet Yellen, expondo a necessidade de cautela na condução da política monetária e focando na gestão do risco neste contexto global era mais apropriada.

Continuamos cautelosamente otimistas em relação à recuperação da atividade econômica. Esperamos que a economia dos EUA possa continuar se expandindo a uma taxa de 1,5%, e a economia global a uma taxa de 3% ao ano. Para isto, é necessário que a política monetária permaneça expansionista. Mas os riscos de downside para o crescimento e a inflação são reais e podem ser revisitados.

Mercados Locais

Renda Fixa

Dilma Rousseff está afastada, e Michel Temer assumiu a presidência. O que foi motivo de apostas e especulações nos mercados financeiros ao longo de meses, finalmente se concretizou. E agora? Agora, duas coisas, que valem para todos os mercados locais: 1) a dispersão dos cenários diminuiu sensivelmente. Se antes tínhamos cenários catastróficos convivendo com cenários virtuosos com probabilidades equivalentes, hoje temos um conjunto de cenários bem mais semelhantes entre si (claro, considerando que a probabilidade de não aprovação definitiva do impeachment seja próxima de zero); 2) a lua-de-mel do mercado com o novo governo vai depender da aprovação de medidas concretas, tanto no Congresso quanto no nível microeconômico (concessões, privatizações, saneamento de estatais). Os cenários citados no item (1) anterior, portanto, dependem basicamente do ritmo dessas medidas.

Considerando este segundo ponto, o mercado de taxa de juros precificou somente e tão somente o impeachment, ao recuar do pico de 16,81% em 20/01 para os atuais 12,85%, no fechamento de maio (taxas do Jan21). Ou, usando as taxas de juros reais como exemplo, tivemos um rally desde 7,54% para os atuais 6,27% (taxas da NTN-B 2050). No cenário otimista, em que o governo Michel Temer consegue aprovar mudanças importantes no Congresso, e avança de maneira significativa na agenda microeconômica, estas taxas deveriam recuar fortemente. Em um cenário mais provável, onde as dificuldades normais do jogo parlamentar fazem com que os avanços sejam mais lentos, as taxas continuam a cair, mas de maneira mais lenta e claudicante. Por outro lado, dificuldades acima do esperado para fazer avançar esta agenda podem fazer com que as taxas de juros voltem a subir, mas não para os níveis anteriores. Lembre-se: os cenários hoje são mais estreitos. A estrada pode estar esburacada e cheia de obstáculos, mas, pelo menos, leva para a direção correta. E o mercado valoriza um governo com clareza de propósitos.

Um complicador para o desenho dos cenários, e que não é um mero detalhe, é a perspectiva da antecipação da elevação das taxas de juros nos EUA, e/ou um aumento de taxas maior do que o que está precificado pelo mercado (hoje, a curva de juros embute aumento dos juros de 0,375% até o final do ano). Este receio foi, aliás, o principal motivo pelo qual as taxas de juros locais subiram em maio. No entanto, como ficou claro em nosso cenário internacional acima, o nosso cenário-base é de que isto não aconteça.

Câmbio

O real seguiu a tendência global de enfraquecimento em relação ao dólar. Mas mesmo com o cenário local mais pesado, com as primeiras dificuldades do novo governo e a continuidade da atuação do BC no mercado de swaps, o real se saiu melhor que outras moedas de mercados emergentes, como o peso mexicano, o peso colombiano, o rand sul-africano e a nova lira turca. Talvez porque o real esteja em um nível já bastante desvalorizado, se considerarmos o nosso nível das taxas de juros e a sensacional recuperação das contas correntes do país.

E por falar em contas correntes, o atual nível do real, combinado com a depressão econômica pela qual estamos passando, está sendo suficiente para recuperar rapidamente o déficit, como temos visto pelas sucessivas surpresas positivas na balança comercial nos últimos meses. Apreciações adicionais e uma eventual recuperação da atividade econômica podem, eventualmente, interromper esta recuperação das contas externas. No entanto, em países com baixa taxa de poupança doméstica, como é o caso do Brasil, é natural, e até um pressuposto para o crescimento, ter contas correntes deficitárias, sinal de que se está conseguindo importar poupança externa para o financiamento do investimento e do consumo. Este déficit, para que não acarrete em crises de balanço de pagamentos, deve ser visto como sustentável, o que é plenamente viável em uma economia com políticas macroeconômicas coerentes. A forma estrutural de evitar-se déficit em contas correntes é o aumento da poupança doméstica, que somente virá a partir de um ambiente propício ao investimento.

Bolsa

“Sell May and go away”. Este dito, bastante famoso no mercado norte-americano, encaixa-se como uma luva ao que aconteceu com a bolsa brasileira em maio. Mas o que realmente define a bolsa em maio é outro aforismo bastante conhecido: “compre no boato e venda no fato”. Até o dia 12, data da aprovação do afastamento da presidente no Senado, a bolsa estava praticamente no zero a zero. Bastou o impeachment ser aprovado, e a bolsa despencou quase 10%. A expectativa havia sido alcançada, agora o mercado quer ver medidas concretas do novo governo.

Em nosso cenário atual, os lucros devem crescer cerca de 13% em 2016 e 10% em 2017. Se este cenário se confirmar, o P/L da bolsa no final de maio, considerando os lucros de 2016, estava em 14. Para manter este P/L no final de 2016 (considerando o crescimento de lucros para o ano seguinte), a bolsa deveria subir 16% adicionais em 2016. Como 14 é um nível de P/L acima da

média histórica, manter este patamar já significa um objetivo desafiador mas possível.

Realizamos um outro exercício, desta vez *bottom-up*: digamos que cada ação do IBrX atingisse o máximo P/L alcançado nos últimos 3 anos. Considerando os lucros esperados para os próximos 12 meses, poderíamos ter alta adicional de 37% da bolsa. Seria, sem dúvida, a precificação de um cenário perfeito, mas é útil para termos uma ideia da valorização que a bolsa poderia experimentar no curto prazo, caso o novo governo consiga uma execução perfeita de seus planos de equilíbrio fiscal.

Fundos RF Ativo / Multi RF: rentabilidade bruta de taxa de administração abaixo do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... por conta dos fundamentos econômicos fracos e do provável recuo da percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento do processo de Impeachment, as taxas de juros poderiam recuar.	... mantivemos constante a utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados com vencimento Jan/19.	-	... negativos. As taxas de juros pré-fixadas subiram no mês tanto por conta da visão de que o governo Temer terá desafios no processo de ajuste da economia como por conta da reversão de expectativas em relação ao processo de subida de juros nos EUA.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	... positivos, na medida em que os prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.

Fundos Tradicional RF: rentabilidade bruta de taxa de administração abaixo do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... por conta dos fundamentos econômicos fracos e do provável recuo da percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento do processo de Impeachment, as taxas de juros poderiam recuar.	... mantivemos constante a utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados com vencimento Jan/19.	-	... negativos. As taxas de juros pré-fixadas subiram no mês tanto por conta da visão de que o governo Temer terá desafios no processo de ajuste da economia como por conta da reversão de expectativas em relação ao processo de subida de juros nos EUA.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	... positivos, na medida em que os prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.

Fundos IMA-B: : rentabilidade bruta abaixo do benchmark.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... por conta dos fundamentos econômicos fracos e do provável recuo da percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento do processo de Impeachment, as taxas de juros poderiam recuar.	... mantivemos constante a utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados com vencimento Jan/19.	-	... negativos. As taxas de juros pré-fixadas subiram no mês tanto por conta da visão de que o governo Temer terá desafios no processo de ajuste da economia como por conta da reversão de expectativas em relação ao processo de subida de juros nos EUA.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	... positivos, na medida em que os movimentos dos prêmios dos ativos de crédito não afetaram a performance do portfólio de forma significativa.

Temas e Estratégias

	Temas de investimento	Estratégias
Prefixados/Inflação	Com um comunicado bastante extenso, o Copom indicou que pretende manter a taxa de juros estável até que as projeções de inflação permitam uma acomodação monetária.	Com a redução dos prêmios nos vencimentos curtos, decidimos mover parte importante da posição aplicada para o vencimento jan/19.

Fundos Allocation: em geral, desempenho acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... por conta dos fundamentos econômicos fracos e do provável recuo da percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento do processo de Impeachment, as taxas de juros poderiam recuar.	... mantivemos constante a utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados com vencimento Jan/19.	-	... negativos. As taxas de juros pré-fixadas subiram no mês tanto por conta da visão de que o governo Temer terá desafios no processo de ajuste da economia como por conta da reversão de expectativas em relação ao processo de subida de juros nos EUA.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.	+	... positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio adicionou valor ao portfólio.
	... o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro e ao Iene em função da sinalização do FED de que, ao contrário dos BCs Europeu e Japonês, está considerando aumentos nas taxas de juros.	... mantivemos uma exposição comprada em Dólar frente ao Euro e Iene.		
	... o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA.	... mantivemos posição comprada em peso mexicano.		
Outros	... investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos...	... mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset.	+	... positivo, na medida em que o fundo Multimercado rendeu acima do benchmark no mês.

Fundos Multitrading: rentabilidade bruta de taxa de administração acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição.	... ao longo do mês reduzimos parte da posição de juros nominais e aumentamos marginalmente a posição em juros reais.	-	... negativos. As taxas de juros pré-fixadas subiram no mês tanto por conta da visão de que o governo Temer terá desafios no processo de ajuste da economia como por conta da reversão de expectativas em relação ao processo de subida de juros nos EUA.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	... positivos, na medida em que os prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.	+	... positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio adicionou valor ao portfólio.
	... o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro e ao lene em função da sinalização do FED de que, ao contrário dos BCs Europeu e Japonês, está considerando aumentos nas taxas de juros.	... mantivemos um exposição comprada em Dólar frente ao Euro e lene.		
	... o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA.	... mantivemos posição comprada em peso mexicano.		
Outros	... as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodatórias.	... mantivemos posições aplicadas em juros globais de longo prazo	+	... as estratégias no exterior adicionaram valor ao longo do mês.

Fundos Multitrading Advanced: rentabilidade bruta de taxa de administração acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição.	... ao longo do mês reduzimos parte da posição de juros nominais e aumentamos marginalmente a posição em juros reais.	-	... negativos. As taxas de juros pré-fixadas subiram no mês tanto por conta da visão de que o governo Temer terá desafios no processo de ajuste da economia como por conta da reversão de expectativas em relação ao processo de subida de juros nos EUA.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	... positivos, na medida em que os prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.	+	... positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio adicionou valor ao portfólio.
	... o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro e ao Iene em função da sinalização do FED de que, ao contrário dos BCs Europeu e Japonês, está considerando aumentos nas taxas de juros.	... mantivemos uma exposição comprada em Dólar frente ao Euro e Iene.		
	... o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA.	... mantivemos posição comprada em peso mexicano.		
Bolsas	... exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio.	... movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs	+	... positivos. Os posicionamentos em renda variável adicionaram valor do portfólio.
Outros	... as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas.	... mantivemos posições aplicadas em juros globais de longo prazo	+	... as estratégias no exterior adicionaram valor ao longo do mês.

Fundos Multitrading Alpha: rentabilidade bruta de taxa de administração acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição.	... ao longo do mês reduzimos parte da posição de juros nominais e aumentamos marginalmente a posição em juros reais.	-	... negativos. As taxas de juros pré-fixadas subiram no mês tanto por conta da visão de que o governo Temer terá desafios no processo de ajuste da economia como por conta da reversão de expectativas em relação ao processo de subida de juros nos EUA.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.	+	... positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio adicionou valor ao portfólio.
	... o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro e ao lene em função da sinalização do FED de que, ao contrário dos BCs Europeu e Japonês, está considerando aumentos nas taxas de juros.	... mantivemos um exposição comprada em Dólar frente ao Euro e lene.		
	... o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA.	... mantivemos posição comprada em peso mexicano.		
Bolsas	... exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio.	... movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs	+	... positivos. Os posicionamentos em renda variável adicionaram valor do portfólio.
Outros	... as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas.	... mantivemos posições aplicadas em juros globais de longo prazo	+	... as estratégias no exterior adicionaram valor ao longo do mês.

Temas e Estratégias

Temas de investimento	Estratégias
<p>Mudança de governo implica em ajustes na política econômica. O governo interino do vice presidente Michel Temer sinalizou significativas mudanças nos rumos da política econômica. As mudanças ainda dependem da confirmação do impeachment, de forma a tornar o governo interino definitivo, para que haja mudanças em ritmo mais acelerado. De qualquer forma, a sinalização de mudança no Ministério da Fazenda, Planejamento e Banco Central sugerem uma mudança importante, o que pode levar o mercado a precificar um relevante choque positivo de credibilidade.</p>	<p>Os fundos multimercados tem se posicionado aplicados em juros, tanto nominais, como reais. A inflação corrente ainda e bastante elevada suscita riscos relevantes para a política monetária. Contudo, a mudança na composição do BC, adicionada à mudança na equipe econômica como um todo pode levar a uma queda tanto no nível, como na inclinação da curva de juros. Como os riscos são ainda elevados, parte da exposição dá-se por títulos indexados à inflação, os quais tendem a oferecer alguma defesa em momentos de estresse no mercado. A inflação implícita destes títulos retrocedeu significativamente, tornando-os investimentos mais atrativos.</p>
<p>Cenário permanece muito desafiador. Mesmo com a sinalização positiva da nova equipe econômica, a situação macroeconômica do país ainda é muito preocupante. Inflação elevada, situação fiscal desastrosa (com a relação dívida / PIB em ascensão) e a maior recessão da história do Brasil tornam a transição para um equilíbrio macroeconômico mais difícil.</p>	<p>Como forma de tentar encontrar alguma defesa para uma piora na avaliação de risco pelos investidores, os fundos multimercados permaneceram comprados em dólares e vendidos em Real. A posição vem diminuindo ao longo do tempo, mas permanece como alternativa de defesa para os portfolios. Além disso, os fundos implementaram uma exposição comprada em volatilidade de câmbio.</p>
<p>Autoridade monetária dos EUA destoa das demais. Os bancos centrais da Europa e Japão continuam às voltas com a decisão por implementar mais estímulos, enquanto o FED vem sinalizando aumentos gradativos de juros. Tem mais um risco relevante, a ser esclarecido ao longo de junho, que seria uma eventual saída da Grã-Bretanha da Zona do Euro.</p>	<p>Os fundos Multimercados tem mantido uma posição levemente comprada em dólares, por entendermos que a postura distinta do banco central dos EUA perante seus pares deveria justificar uma valorização de sua moeda. A tendência de valorização do Dólar não tem demonstrado a mesma força, contudo entendemos que a posição ainda se justifique, tanto pela postura das autoridades monetárias, como pelas perspectivas positivas da economia dos EUA.</p>

Fundos Ibovespa Ativo: em geral, tiveram rentabilidade superior ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se desvalorizou 10,09% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
... a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN .	+	... positivos. Depois de uma forte (e injustificada) alta em abril, as ações se desvalorizaram após a empresa publicar seus resultados referente ao 1º Trim 2016, o qual mostrou números fracos de performance no segmento de minério de ferro e uma trajetória ainda preocupante com relação à alavancagem da companhia.
... as boas perspectivas para o preço do açúcar no mercado internacional e a possibilidade de um aumento da CIDE sobre a gasolina pudessem beneficiar a São Martinho. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um valuation atrativo dada a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.	... mantivemos posição acima do benchmark em São Martinho .	+	... positivos. As ações se beneficiaram com a forte alta do preço do açúcar.
... a Vivo poderia se beneficiar dada sua sólida posição competitiva no segmento móvel, superando a performance de seus concorrentes. Além disso, a expectativa de que com a consolidação da compra da GVT, o negócio no segmento de telefonia fixa deveria melhorar e solidificar a geração de caixa da companhia.	... mantivemos posição acima do benchmark em Vivo .	+	... positivos. Depois de uma performance mais fraca em abril, as ações se mantiveram relativamente estáveis no mês passado.
... apesar do cenário macro desafiador, o Itaú tem um balanço muito forte, management competente e pouca pressão da competição por conta da estrutura setorial. A atividade econômica fraca tem dificultado o crescimento da carteira de crédito e acarretando deterioração de sua qualidade, mas nós acreditamos que isso possa ser ao menos parcialmente compensado pela manutenção de spreads em níveis altos, forte controle de despesas e um crescimento ainda saudável de serviços bancários.	... mantivemos posição acima do benchmark em Itaú .	-	... negativos. No início de maio, o Itaú reportou um resultado de 1º trimestre fraco, bastante impactado por provisões para devedores duvidosos. Acreditamos que uma parte relevante da surpresa negativa se deva, na verdade, ao aumento no ritmo de provisionamento. Nos trimestres subsequentes, esperamos valores menores nessa rubrica.

Fundos de Retorno Absoluto: rentabilidade superior ao do Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
... as boas perspectivas para o preço do açúcar no mercado internacional e a possibilidade de um aumento da CIDE sobre a gasolina pudessem beneficiar a São Martinho. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um valuation atrativo dada a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.	... mantivemos posição acima do benchmark em São Martinho .	+
... a perspectiva de recuperação gradual da atividade econômica e do início do ciclo de afrouxamento monetário poderiam beneficiar as empresas de setores industriais, notadamente aquelas que vem apresentando quedas pronunciadas de vendas nos últimos anos. Dentre elas, acreditamos que as que apresentam maior alavancagem possam vir a ser as maiores beneficiárias, pois a redução da taxa Selic deveria resultar em aumento relevante do lucro líquido.	...mantivemos posição acima do benchmark em Randon .	+
... apesar dos desafios que se colocam ao varejo como um todo, acreditamos que a Renner tenha um modelo de negócios vencedor, uma rede de fornecedores confiáveis, e certamente o melhor time de gestão do setor..	...mantivemos posição acima do benchmark em Lojas Renner .	+

Fundos de Sustentabilidade Empresarial: rentabilidade abaixo do benchmark (ISE), que desvalorizou 6,07% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
... apesar do cenário macro desafiador, o Itaú tem um balanço muito forte, management competente e pouca pressão da competição por conta da estrutura setorial. A atividade econômica fraca tem dificultado o crescimento da carteira de crédito e acarretando deterioração de sua qualidade, mas nós acreditamos que isso possa ser ao menos parcialmente compensado pela manutenção de spreads em níveis altos, forte controle de despesas e um crescimento ainda saudável de serviços bancários.	... mantivemos posição acima do benchmark em Itaú .	-
... apesar de o cenário macro ser desafiador, o Bradesco apresenta ótima solidez financeira e posição competitiva bastante favorável.	...mantivemos posição acima do benchmark em Bradesco .	-
... as boas perspectivas para o preço do açúcar no mercado internacional e a possibilidade de um aumento da CIDE sobre a gasolina pudessem beneficiar a São Martinho. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um valuation atrativo dada a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.	... mantivemos posição acima do benchmark em São Martinho .	+

Fundos de Dividendos: em geral, tiveram rentabilidade superior ao benchmark, o qual se desvalorizou 11,83% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
... as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale .	+	... positivos. Depois de um forte desempenho no mês anterior. As ações da empresa caíram fortemente ao longo de maio refletindo a queda no preço do minério de ferro. Adicionalmente, a notícia de que o Ministério Público Federal entrou com uma ação contra a Vale, a BHP e a Samarco no valor de R\$ 155 bilhões, adicionaram pressão sobre as ações.
... havia dois fatores que poderiam impactar negativamente os papéis do Banco do Brasil: o banco, após um período agressivo de crescimento da carteira de crédito sofreria com o atual cenário macro adverso; com a eventual redução do benefício fiscal na distribuição de juros sobre capital próprio (JCP), os papéis do banco seriam os mais impactados no setor.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em Banco do Brasil .	+	... positivos. Entre as primeiras medidas anunciadas pelo presidente Michel Temer está a extinção do Fundo Soberano, que é grande detentor de ações do Banco do Brasil. Se concretizado, tal fato deverá acarretar uma forte pressão vendedora, afetando o preço das ações.
... dentro do setor de papel e celulose, Suzano continuaria se beneficiando do processo de franca desalavancagem financeira ajudada por uma boa combinação de crescimento de volume de vendas, preços estáveis de celulose e redução de CAPEX (dado a conclusão do projeto no Maranhão). Além disso, a empresa possui exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	... mantivemos posição acima do benchmark em Suzano .	+	... positivos. As ações foram impactadas positivamente após a empresa anunciar aumento de preço da celulose para os mercados Asiáticos. O acréscimo representa +6% em relação ao nível atual. Os analistas identificaram a notícia sendo positiva para o setor como um todo.

Fundos Long & Short: desempenho inferior ao benchmark (CDI)

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
... apesar de o cenário macro ser desafiador, o Bradesco apresenta ótima solidez financeira e posição competitiva bastante favorável.	... montamos posição <i>long</i> em BBDC4 .	-	... negativos. As ações do banco se depreciaram fortemente no último dia do mês com a notícia de que 3 membros do management (incluindo o CEO, Luiz Carlos Trabuco) foram indiciados pela Polícia Federal no âmbito da Operação Zelotes. O banco nega as acusações.
... por conta da mudança da cláusula de <i>poison pill</i> aprovada pelo conselho da BR Foods e pela aproximação com a Tyson Foods, acreditávamos que a empresa americana poderia vir a adquirir parcela relevante da BRF e contribuir materialmente com a gestão da empresa.	... montamos posição <i>long</i> em BRFS3 .	-	... negativos. Nos primeiros dias de maio os papéis caíram fortemente ainda refletindo a divulgação de resultados fracos no 1º trimestre, bem como a alta de preços de grãos, que deve pressionar os custos da empresa.
...o Grupo Pão de Açúcar mesmo abrindo 200 lojas em formato pequeno, não teria um crescimento da receita muito forte devido ao ambiente econômico desfavorável e à forte concorrência. Além disso, as dúvidas sobre a execução das operações poderiam continuar impactando os papéis no curto prazo.	... montamos posição <i>short</i> em PCAR4 .	+	... positivos. Os papéis se deterioraram após a empresa reportar mais um trimestre com resultado fraco. A margem bruta contraiu fortemente como consequência da política agressiva de preços no período, resultando em uma queda de 53% no Ebitda na comparação anual.
... as boas perspectivas para o preço do açúcar no mercado internacional e a possibilidade de um aumento da CIDE sobre a gasolina pudessem beneficiar a São Martinho. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um <i>valuation</i> atrativo dada a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.	... montamos posição <i>long</i> em SMT03 .	+	... positivos. As ações se beneficiaram com a forte alta do preço do açúcar.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	<p>Continuamos vendo um cenário mais desafiador para a qualidade das carteiras de crédito dos bancos. O aumento do desemprego já em curso, associado à perda do poder de compra da população decorrente da inflação mais alta e subida de impostos, tem causado aumento na inadimplência de pessoas físicas. No lado corporativo, também identificamos piora, mais especificamente em empresas da cadeia de petróleo e construção pesada. As empresas pequenas e médias, menos capitalizadas, também tem sentido a deterioração do cenário macroeconômico e causado aumento nos indicadores de inadimplência dos bancos. Em contrapartida, acreditamos que os spreads bancários se mantenham em níveis altos durante esse período desfavorável, atenuando os efeitos negativos acima citados. Isso se deve, em grande medida, à necessidade dos bancos públicos de reduzirem sua atuação no mercado de crédito por conta de uma posição frágil de capital e qualidade de carteira de empréstimos que inspiram cuidados. Mesmo com a retração econômica e a consequente estagnação da atividade creditícia, esperamos que os grandes bancos privados aumentem suas fatias de mercado. Além disso, as instituições já vem constituindo provisões consideráveis nos últimos trimestres, contando hoje com índices de cobertura bastante confortáveis. Acreditamos que, à medida em que o novo governo submeta ao Congresso as primeiras propostas de reformas e dê início a um amplo programa de concessões de infra-estrutura, ocorra uma melhora na confiança dos empresários, o que deve acarretar melhora gradual no mercado de trabalho e, consequentemente, nos indicadores de inadimplência dos bancos.</p>
Cíclicos Globais	Abaixo do benchmark	<p>Nossa principal aposta neste macro-setor é a Klabin, que tem forte presença no resiliente mercado latino-americano de embalagens. A empresa tem boas perspectivas sobretudo devido à recente entrada em operação do projeto Puma de celulose, que deve aumentar seu EBITDA em mais de 70% já no ano que vem. Mantemos também posição em São Martinho (SMTO) dado o preço do açúcar no mercado internacional e a possibilidade de aumento da CIDE sobre a gasolina que aumentaria a lucratividade do etanol. Como contraponto, mantemos uma posição abaixo do benchmark para o setor de minério de ferro e metais básicos por entendermos que as condições desfavoráveis de demanda no Brasil, bem como a expectativa de desaceleração da economia chinesa devem pesar sobre as ações do setor.</p>
Cíclicos Domésticos	Acima do benchmark	<p>Pretendemos manter uma posição abaixo do benchmark no segmento, sobretudo devido à ausência do setor imobiliário na carteira. Entendemos que o cenário recomenda cautela, com o setor sendo afetado por lançamentos e vendas deprimidas, além de elevado nível de distrato por conta de uma baixa confiança do consumidor e fraco desempenho da economia. Neste segmento ainda mantemos uma exposição acima do benchmark em Lojas Renner (LREN) e BVMF, pois ambas possuem sólida posição competitiva e boa geração de caixa. Recentemente, adicionamos a fabricante de carrocerias de caminhão Randon e a empresa de auto-peças lochpe-Maxion. Além de esperarmos recuperação da atividade econômica no ano que vem (o que impactaria positivamente as vendas da empresa), acreditamos que a melhora do risco-País cause redução do custo de financiamento das empresas, sobretudo as com maior alavancagem como é o caso da Randon e da lochpe.</p>

Regulados	Abaixo do benchmark	<p>Nossa posição se divide em dois grandes blocos. Acima do benchmark em telecom, via Vivo (VVT), por acreditarmos que a companhia apresenta valuation ainda atrativo, que não reflete os potenciais de ganho com a consolidação da GVT. Abaixo do benchmark no setor elétrico. Avaliamos que a expectativa de fraca demanda após a deterioração no ambiente macro e a alta de preços de energia deve pesar sobre as distribuidoras. Nossa única posição está em Transmissão Paulista (TRPL). Adicionamos o papel após o ministro de Minas e Energia definir os valores residuais no processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL, os quais serão incorporados aos resultados das companhias em 2017. Dado o fim deste imbróglio, acreditamos que a controladora da TRPL pode vir a utilizar o caixa recebido para viabilizar o investimento em novos projetos. E com a recente instalação de um governo mais direcionado a políticas pró-mercados, tais projetos podem vir com um retorno bastante interessante.</p>
Defensivos Domésticos	Abaixo do benchmark	<p>Mantemos nossa posição neste segmento através, principalmente, de WEG (WEGE) e BB Seguridade (BBSE). Acreditamos que os fundamentos do setor de seguros continuam sólidos, com destaque para a baixa penetração destes produtos no país. Já no caso de WEG, mesmo usando premissas conservadoras, acreditamos que a empresa deva performar melhor que o mercado e seus peers globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Mantemos nossa posição abaixo do benchmark em consumo e Ultrapar. Apesar da maior previsibilidade de lucro em um ambiente macroeconômico adverso, acreditamos que os preços destas ações já incorporam estas características e vemos menor retorno esperado para estas companhias.</p>

ASSET ALLOCATION: em geral, efeito negativo sobre os portfólios balanceados.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... o cenário de curto prazo continuaria inspirando cuidados para o investimento em renda variável. No entanto, o maior conforto sobre a materialização do impeachment embasou nosso posicionamento em bolsa.</p>	<p>... mantivemos nossa exposição acima do ponto neutro em renda variável.</p>	<p>... negativos. O índice IBrX apresentou desempenho inferior à renda fixa no mês de maio.</p>

Esse informativo faz referência de forma genérica e qualitativa ao desempenho das principais famílias de fundos Western Asset em relação aos seus benchmarks (ou outros parâmetros comparáveis de performance). Para obter informações mais detalhadas sobre esses produtos (estratégia de investimento, características operacionais, como investir etc.), recomendamos a consulta aos seus respectivos regulamentos, prospectos e lâminas, disponíveis no website www.westernasset.com.br.

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo – SP - 04543-011.

Este material 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.

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.

