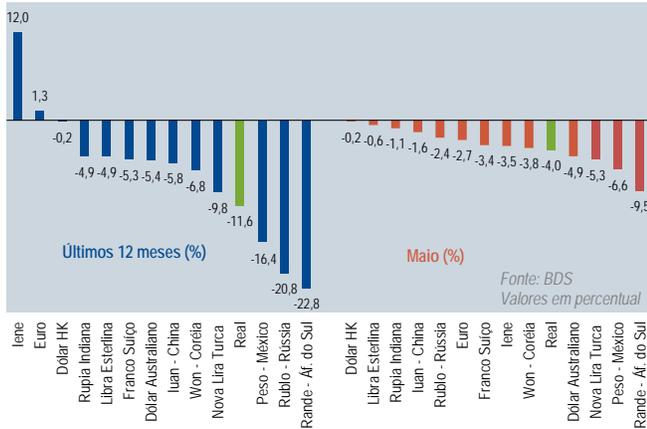


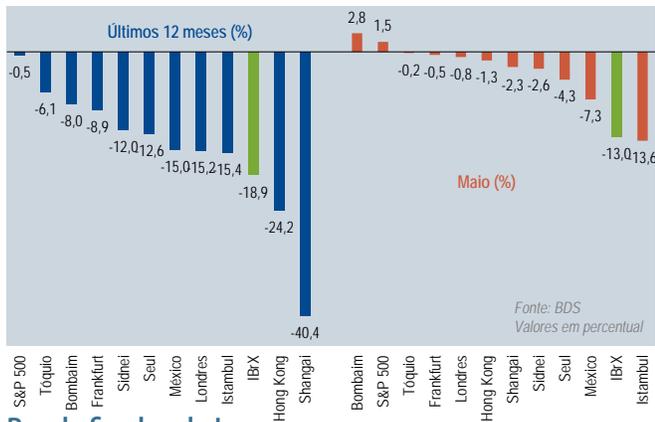
Moedas (contra o dólar)

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..



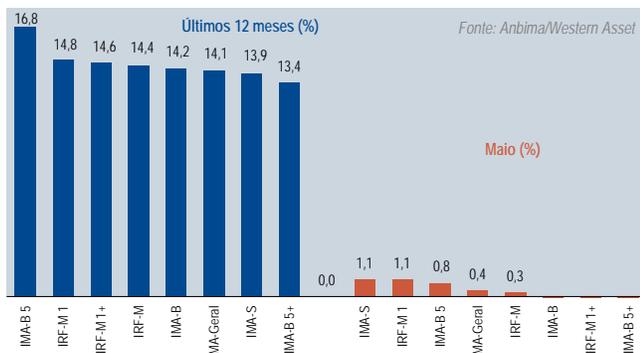
Bolsas do mundo (em dólar)

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



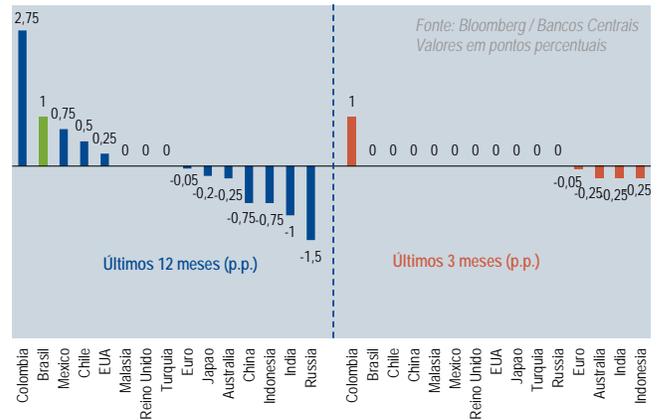
Renda fixa local - I

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



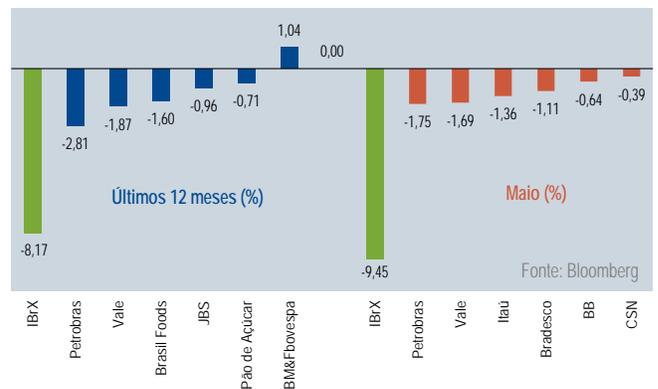
Taxas básicas de juros - variação

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



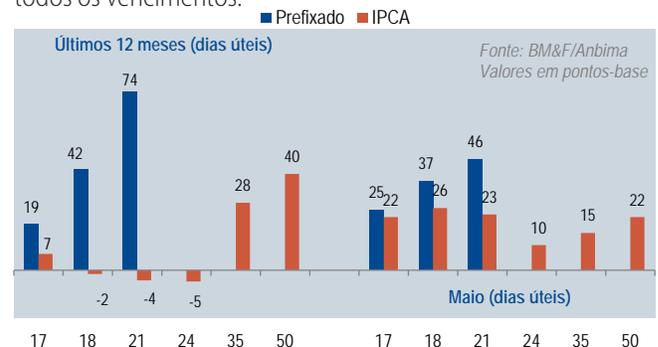
Principais contribuições para o IBRX

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 voto (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.

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.

