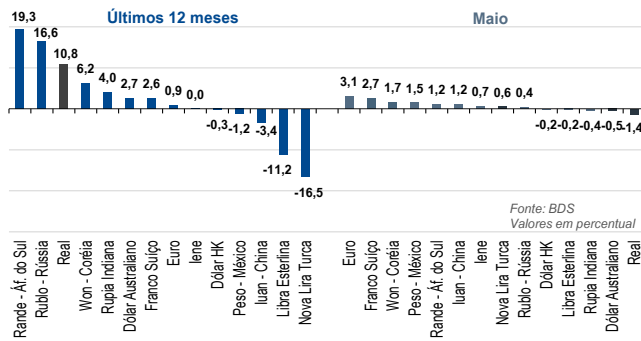


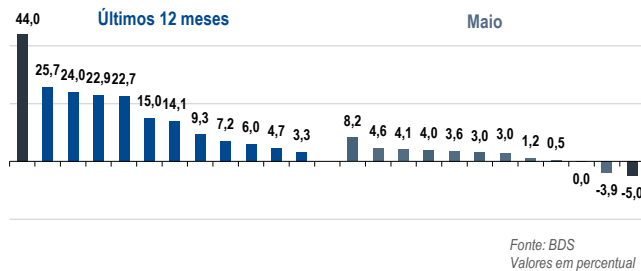
Moedas (contra o dólar)

Em um mês de relativa calma no mercado global de moedas, o destaque negativo foi o real, em função da crise política. Mas o impacto foi mínimo, se considerarmos a magnitude da crise.



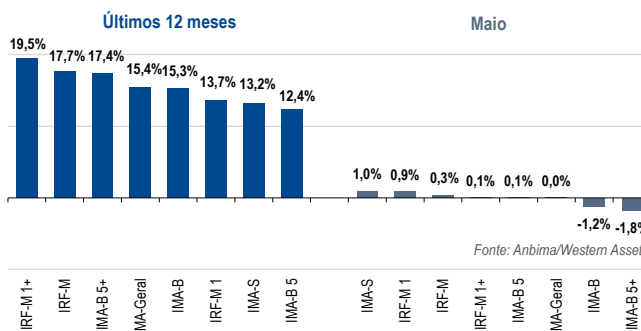
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira continua sendo a melhor em 12 meses, ainda em função da virada política. Em maio, no entanto, liderou as perdas, em função da nova crise política.



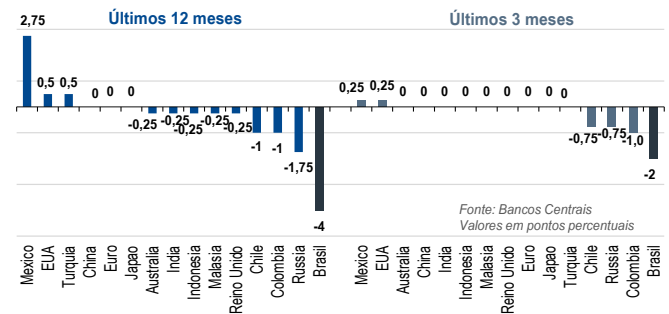
Renda fixa local

O movimento das taxas de juros vem refletindo uma queda significativa da inflação esperada. Por isso, os maiores beneficiados foram os títulos prefixados, o que vem se traduzindo em uma melhor relação performance/risco dos IRF-Ms em relação aos IMA-Bs. Em maio, no entanto, as taxas mais longas subiram, precificando as incertezas com relação à tramitação das reformas.



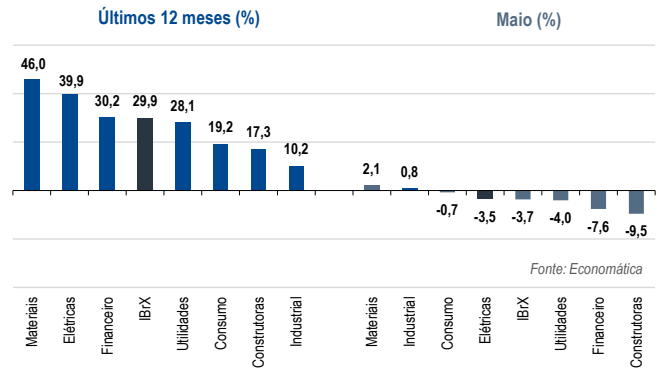
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil lidera, de longe, o corte de juros no mundo. Na outra ponta, o México corre atrás do Fed.









Principais contribuições para o IBRX

Além da JBS, empresas mais alavancadas e do setor imobiliário sofreram mais com a crise. No lado positivo, destacaram-se as exportadoras.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM MAIO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Dificuldades do presidente Donald Trump em explicar suas relações com a Rússia colocaram em cheque sua capacidade de levar adiante sua agenda de corte de impostos no Congresso.			
Áudio comprometedor para o Presidente Michel Temer colocou em cheque sua capacidade de levar adiante sua agenda de reformas no Congresso.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Global:

Mais um mês de tranquilidade no cenário global. Nem mesmo o rebaixamento da nota da dívida chinesa pela Moody's, de Aa3 para A1 (equivalente de AA- para A+) foi capaz de perturbar a calma dos mercados, traduzida na menor média mensal do VIX¹ desde novembro de 2006. O VIX somente saiu de sua tranquilidade nos dias 17 e 18, quando o Presidente Donald Trump afastou o chefe do FBI responsável pela investigação da ligação de sua campanha eleitoral com os russos. Esta instabilidade teve duração bastante curta, prevalecendo a visão de que a crise do governo estava sendo superestimada.

As treasuries de 10 anos abriram o mês a 2,29%, atingiram a máxima de 2,42% e fecharam o mês a 2,21%, indicando que o mercado de juros continua apontando para uma recuperação da atividade econômica bastante lenta, o que justifica uma normalização monetária no mesmo ritmo. Além disso, a tese de que o governo Trump teria força para passar medidas de estímulo à economia vai perdendo força.

O rebaixamento da dívida chinesa é o primeiro realizado desde 1989. Em seu comunicado, a Moody's alerta que a robustez financeira da China deve diminuir ao longo dos próximos anos, na medida em que a dívida deve continuar aumentando e o crescimento potencial diminuindo. Ainda segundo a Moody's, as reformas em curso devem diminuir a velocidade do aumento da alavancagem, mas não interromper o processo. Nossa visão é de que a Moody's fez um ajuste marginal em sua avaliação, expondo condições já amplamente conhecidas e absorvidas pelos mercados. Não à toa, o mercado não reagiu ao movimento. O rating da Fitch já era A+, enquanto a S&P mantém o rating em AA-.

Cenário Doméstico: o espetáculo não pode parar?

O roteiro pós-impeachment parecia traçado: um presidente com a agenda correta, com habilidade para jogar o jogo do Congresso e assessorado pelo "dream team" na área econômica. O mercado só contava os dias para a aprovação da reforma da Previdência (com as concessões de praxe), para depois partir para a retomada da atividade econômica, turbinada pelo aumento da confiança dos agentes e pela menor taxa de juros desde 2012 e menor inflação desde 2006. O "gran finale" seria a eleição, em 2018, de um candidato da atual coalizão governista, e a correspondente continuidade da agenda reformista. Uma orquestra afinada, tocando sob a regência de um competente maestro, entregava a sinfonia da recuperação da pior recessão da história do País.

O espetáculo estava indo bem, o público investidor aplaudia, quando, de repente, um franco atirador, contratado pelos paladinos da Lava-Jato, alveja o regente da orquestra, ainda não se sabe se mortalmente. O público não acredita no que está vendo. O pânico se instala. Todos se perguntam: o espetáculo vai continuar?

Para que o espetáculo continue, é preciso que o regente da orquestra se recupere ou se encontre um substituto à altura. Há uma terceira hipótese, a de que a orquestra toque sozinha, sem um regente, que descartamos por ser muito improvável. Sob a ótica dos mercados, este substituto deveria reunir três características: 1) estar imune à Lava-Jato, 2) estar comprado com a agenda de reformas e 3) ter capacidade de coordenação no Congresso.

Até o momento em que escrevemos este relatório, não há condições de antecipar qual será o destino da orquestra. O público investidor aguarda ansiosamente pelo desfecho, e lhe interessa apenas duas coisas: que a reforma da Previdência, mesmo que cheia de buracos, seja votada, e que a equipe econômica seja mantida. Estas duas são as condições para que a retomada da atividade econômica não seja interrompida. Conseguimos desenhar três cenários:

1. Temer consegue se recuperar, e se mantém à frente da orquestra. Neste cenário, o espetáculo continua como antes, ainda que com atraso.
2. Temer não consegue se recuperar, e é substituído por um outro regente, que reúne as três características citadas acima. Este cenário é marginalmente pior do que o primeiro, porque o novo regente levaria algum tempo para se adaptar ao novo papel, atrasando o reinício do espetáculo. Mas como o mercado é movido a expectativas, este reinício seria trazido a valor presente imediatamente, tornando este cenário equivalente ao primeiro.
3. Temer consegue se recuperar apenas parcialmente, perdendo a capacidade de reger a orquestra. Neste cenário, a continuidade do espetáculo fica prejudicada.

Como dissemos, ainda é cedo para antecipar qual o cenário mais provável. O melhor cenário é o 1, e o pior, sem dúvida, seria o 3. Mas a diferença entre os cenários 1 e 3 é apenas de timing: Temer continuando à frente da orquestra pode significar que ele está se recuperando, ou pode simplesmente significar que não lhe interessa sair e não foi encontrado um substituto que cumpra os três requisitos

¹ O VIX é uma indicação da volatilidade esperada do S&P500®, medida através da volatilidade implícita de suas opções negociadas em bolsa

acima. Só saberemos isto com o tempo. Mas mesmo este cenário tem alguns mitigantes importantes:

- O cenário global permanece bastante benigno, como comentamos na seção anterior. Sem dúvida, isto ajuda a manter os investidores estrangeiros interessados em ativos de risco.
- Alguns pontos do cenário macroeconômico local são positivos: a inflação está em baixa, as taxas de juros vão atingir o nível de um dígito, e as contas externas estão em ordem.
- A equipe econômica, em qualquer dos três cenários acima, seria mantida. Isto significa que, além da condução racional da macroeconomia, pontos da agenda microeconômica possivelmente continuariam a ser conduzidos. Este cenário é bem superior ao do pré-impeachment.

Os pontos negativos do cenário continuam sendo o equacionamento das contas fiscais e o crescimento econômico, e estes pontos podem ser prejudicados pela piora do ambiente político. Voltamos algumas casas no jogo da recuperação econômica, mas não voltamos ao início do jogo. Os próximos lances ainda estão em aberto.

Renda Fixa

O mercado de renda fixa foi, de longe, o mais afetado pela crise política. No dia 18, quando os mercados de câmbio e bolsa conseguiram se recuperar dos níveis do circuit-breaker, o mercado de taxa de juros não voltou. Eram muitos players “stopando” posições e poucos se aventurando a comprar. Por exemplo, o prefixado com vencimento em janeiro/2023 chegou a subir 150 pontos-base, para fechar o mês com alta de apenas 33 pontos-base.

A decisão do Copom de cortar a Selic em 100 pontos-base, e o comunicado que acompanhou a decisão, sintetizam, de alguma forma, a leitura que os mercados fazem da atual crise política: o curto prazo não é prejudicado, mas precisamos de mais tempo para avaliar os impactos no médio prazo. Na verdade, o BC sancionou o que já estava embutido na curva de juros. Ao mesmo tempo que as condições macroeconômicas permitiriam manter o ritmo dos cortes (inflação corrente surpreendendo para baixo, expectativas ancoradas, recuperação econômica muito tênue), o tamanho do ciclo ficou prejudicado pelos desdobramentos da crise política e seus efeitos sobre a votação das medidas que reduzirão o risco fiscal no médio/longo prazos.

Considerando as novas condições e os cenários desenhados acima, parece improvável que o tamanho do ciclo de cortes tenha se mantido o mesmo de antes do início da crise política. No final de abril, estávamos

com uma Selic de final de ano em 8,25% a.a. Durante o mês de maio, em função dos dados bastante benignos de inflação, havíamos revisado este alvo para 7,50% a.a. No entanto, após a eclosão da crise política, revisamos o nosso cenário para a Selic de final de ciclo para 8,50%, mas ainda sujeito a um alto grau de incerteza.

Câmbio

O impacto da crise política no câmbio foi mitigado pelas intervenções do Banco Central (foram colocados US\$ 9 bilhões de swaps²) e pelo fluxo positivo de investidores estrangeiros, que aproveitaram a grande correção de preços dos ativos brasileiros para saírem às compras. Assim, apesar de ter sido a moeda que mais se desvalorizou dentre as moedas das principais economias, o real se desvalorizou apenas 1,4% em relação ao dólar no mês. Ou seja, mesmo com a pior crise política desde o impeachment, o real continuou oscilando em torno dos atuais patamares.

O comportamento do Real continuará dependendo basicamente da interação entre os seguintes fatores: 1) a política monetária nos EUA, que a esta altura parece previsível e benigna; 2) o andamento do ajuste fiscal no Brasil, com a aprovação da reforma da Previdência sem muitas alterações em relação ao projeto original do governo – este fator está, por assim dizer, *sub judice*. Precisa avançar para sustentar os mercados locais; 3) a manutenção dos atuais patamares dos preços das commodities é um outro fator fundamental para a sustentação do Real; 4) um risco para as moedas de emergentes em 2017 seria uma “guerra comercial” entre EUA e China, com “desvalorizações competitivas” por parte desta última.

Analisando em conjunto estes fatores, e a atuação do BC até o momento, avaliamos que o real tende a oscilar em torno dos atuais patamares por algum tempo.

Bolsa

Veja comentários sobre Renda Variável e comentários sobre empresas específicas na [Carta Mensal de Renda Variável](#), a qual seguirá à parte.

² Fonte: Banco Central do Brasil, <http://www.bcb.gov.br/htms/selic/selicedital.asp?idpai=SELICOFERTA>

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.

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

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 FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes, seus respectivos consultores de investimentos e terceiros interessados. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.