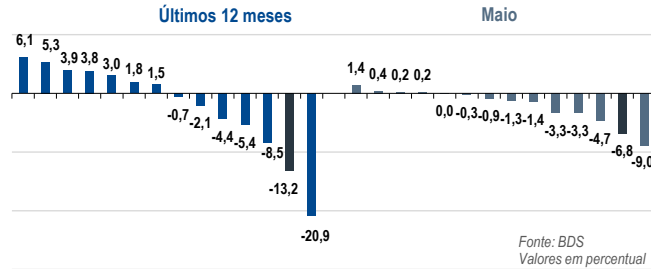


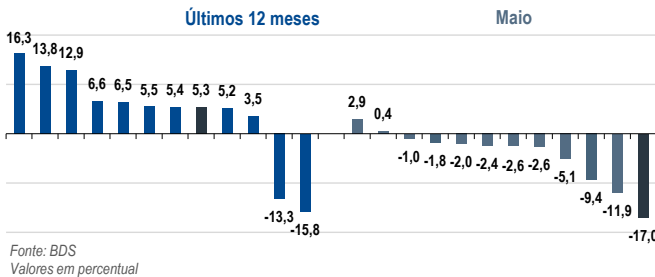
Moedas (contra o dólar)

Em mais um mês de dólar forte, o real está entre as moedas emergentes que mais se desvalorizou. A greve dos caminhoneiros aumentou o risco-país.



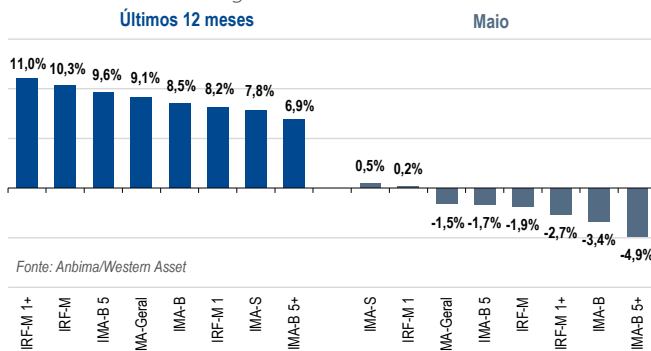
Bolsas do mundo (em dólar)

A desvalorização do real e a paralização dos caminhoneiros fizeram com que a bolsa brasileira tivesse a pior performance entre seus pares.



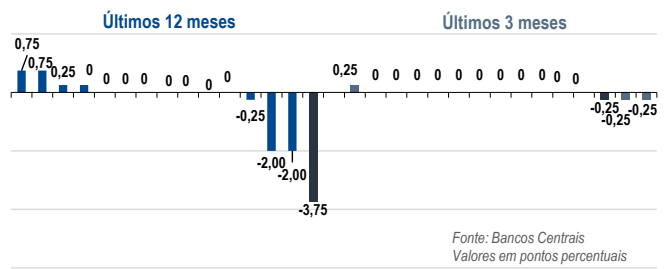
Renda fixa local

A curva de juros sofreu três choques em maio: a continuidade da subida dos juros nos EUA na primeira quinzena do mês, a surpreendente manutenção da taxa Selic em 6,5% e a paralização dos caminhoneiros. As perdas foram em toda a curva de juros, principalmente nos vencimentos mais longos.



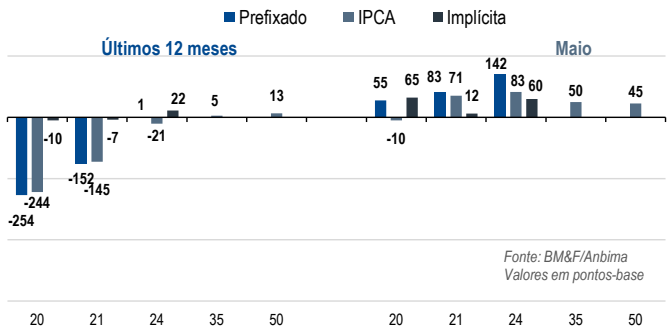
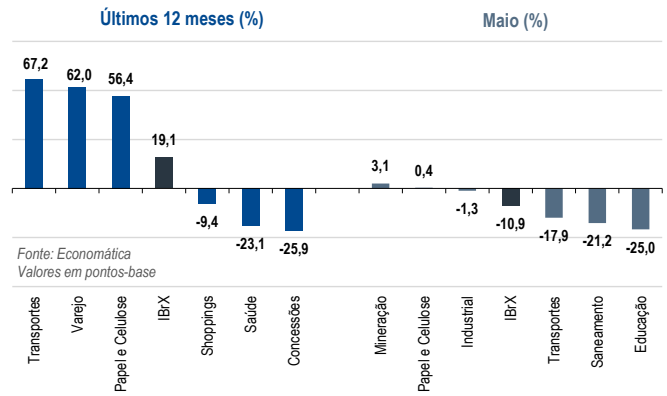
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua liderando o corte de juros no mundo nos últimos 12 meses, mas o ciclo terminou. De modo geral, os bancos centrais estão jogando parados.














Principais contribuições para o IBRX

Foram raros os setores que se salvaram neste mês de maio. Mineração e Papel e Celulose sofreram menos por serem hedges naturais.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS NO MÊS

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O dólar continuou a se fortalecer globalmente, principalmente em relação às moedas dos mercados emergentes.			
O BC surpreendeu o mercado ao não cortar em mais 0,25% a taxa Selic, como havia sinalizado após o Copom anterior.			
O petróleo voltou a subir, com o Brent chegando a bater o nível de US\$80 durante o mês. Após este pico, voltou a cair para US\$77,50.			
A greve de caminhoneiros paralisou o País e lançou grandes incertezas quanto à recuperação de sua economia..			

CENÁRIO GLOBAL

O dólar continuou se valorizando no mês de maio apesar do recuo das taxas das Treasuries. Aquelas com vencimento em 10 anos caíram de 2,95% para 2,77% no final do mês, depois de passar pelo pico de 3,11%. Este recuo se deu principalmente por conta da ata do FOMC (Comitê de Política Monetária dos EUA), que, em nossa opinião, foi dovish em três aspectos:

- 1) Os argumentos que suportavam uma política monetária mais dura cederam espaço: o exemplo mais claro foi a análise do desemprego, em que o Fed se alinha à nossa opinião de que a relação entre baixo desemprego e inflação não é direta, sendo que outros indicadores do mercado de trabalho devem ser considerados.
- 2) Simetria em torno da meta de 2%: a palavra “simetria” foi incluída em dois lugares diferentes do comunicado, significando provavelmente que o Fed não pretende reagir imediatamente a qualquer inflação acima da meta. O comunicado, inclusive, foi além, indicando que uma inflação acima de 2% poderia ser útil para ancorar as expectativas longe da possibilidade de uma deflação no futuro.
- 3) A “taxa de juros neutra” pode estar mais próxima do que se imagina: isto significaria que a taxa básica de juros não precisaria ser elevada muito além do nível atual. Esta é ainda uma visão minoritária, mas foi explicitada na ata. Além disso, o Fed afirma que “sustentar a expansão econômica” é um objetivo da política monetária, o que significa que, após atingir a taxa de juros neutra, o Fed talvez seja cauteloso em apertar mais a política monetária, de forma a não forçar o fim do ciclo de expansão.

Na Europa, a aversão ao risco aumentou em relação às economias não centrais. A Itália entrou em um impasse político perigoso. O primeiro-ministro, indicado pela coalização instável em torno de dois partidos antagônicos, não durou três dias no cargo, quando o ministro das finanças, conhecido por suas posições anti-Euro, foi vetado pelo presidente do país. Agora, provavelmente, serão convocadas novas eleições para setembro ou outubro. O grande receio é que a população, chamada novamente às urnas, reforce a posição anti-Euro no terceiro país mais importante da Zona do Euro.

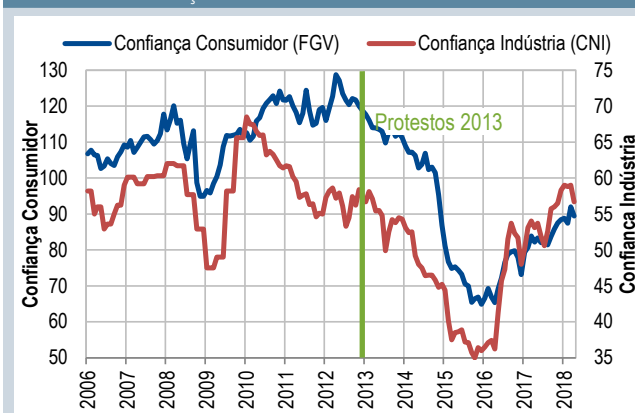
CENÁRIO DOMÉSTICO

O cenário global, que vinha sendo o principal driver para o comportamento dos ativos locais, foi eclipsado pela greve dos caminhoneiros, cujos efeitos negativos na atividade econômica doméstica ainda são difíceis de mensurar.

Para lembrar um evento com efeitos semelhantes, vamos voltar a junho de 2013, quando protestos sem uma pauta definida incendiaram o país. A semelhança com o protesto dos caminhoneiros, que à primeira vista parecia apenas um protesto pelos aumentos do preço do óleo diesel, salta aos olhos na medida em que a pauta tornou-se mais e mais diversificada, incluindo reivindicações absurdas como a renúncia do presidente da República ou uma intervenção militar.

No entanto, junho de 2013 não marcou uma verdadeira ruptura na atividade econômica. Por exemplo, como podemos ver no Gráfico 1, os índices de confiança do consumidor já vinham caindo desde o início de 2012, enquanto os da indústria desde o início de 2010. Os protestos causaram, quando muito, um pequeno *blip* em uma tendência já estabelecida.

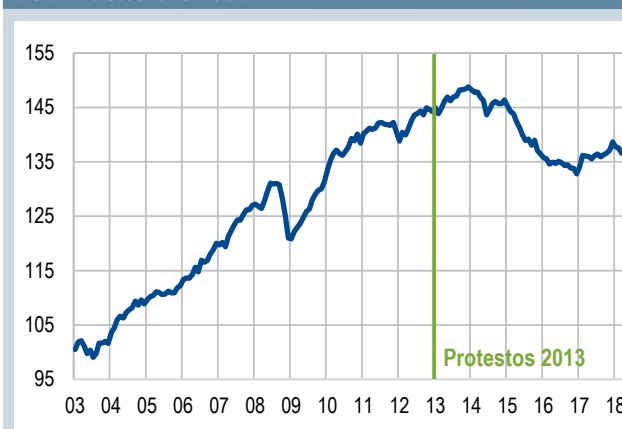
Gráfico 1
Índices de Confiança



Fonte: Bloomberg

Como demonstrado no Gráfico 2, o mesmo pode-se dizer sobre o PIB, onde observa-se o comportamento do IBC-Br, o índice de atividade econômica do Banco Central, que tem uma correlação grande com o PIB.

Gráfico 2
IBC-Br - Dessazonalizado



Fonte: Banco Central, Western asset (Jan 2018)

Podemos notar que o PIB era crescente até o final de 2013, começando uma leve descendente a partir do início de 2014, e acelerando este processo apenas no início de 2015.

O que temos agora é diferente: estamos em meio a uma tendência de recuperação da confiança que vem desde meados de 2016 e, em menor grau, de uma recuperação da atividade econômica a partir do início de 2017. O que acontecerá com esta tendência de agora em diante?

Em nossa avaliação, esta paralisação terá dois efeitos sobre a atividade econômica: um de curto prazo, causado pela ruptura das cadeias de produção, e outro de mais médio prazo, com a diminuição da confiança dos agentes. O primeiro efeito é um choque com prazo de validade, que deve se dissipar uma vez que as cadeias de produção sejam reparadas. O segundo, no entanto, pode trazer danos mais permanentes, e sua recuperação dependerá basicamente do resultado das eleições.

O governo Temer, que já vinha funcionando em modo “lame duck” desde o episódio JBS há um ano, demonstrou neste episódio ter pouca força inclusive para atos de governo, quanto mais para tocar uma agenda transformadora que não conta com o apoio da média da opinião pública. Por outro lado, também restou claro que o tecido social brasileiro está esgarçado por anos de recessão e o governo tem pouca margem de manobra para absorver choques que possam causar ruptura neste tecido, como foi o caso do aumento nos preços dos combustíveis.

Deste modo, as eleições vieram para a arena central dos mercados antes do previsto. Em maio, geralmente, na medida em que somente os partidos estão envolvidos na busca de alianças e construção de candidaturas, as eleições normalmente ainda são algo distante do dia a dia das pessoas e, portanto, dos mercados. Esta crise, na medida em que explicitou que o governo atual já não poderá entregar mais nada, força os agentes a tentarem divisar o que os espera com o novo governo.

Apesar disso, ainda estamos em junho, portanto a ainda longos quatro meses do primeiro turno das eleições. Por mais que estejam todos ansiosos, ainda é muito cedo para definir favoritismos em uma eleição completamente aberta. No entanto, uma coisa é certa: o próximo presidente deverá mostrar uma rara combinação de tirocinio político e sintonia com a sociedade para ter condições de continuar a implementar a agenda de reformas iniciada por este governo. Fora disso, será difícil sustentar a recuperação da atividade econômica iniciada em 2017.

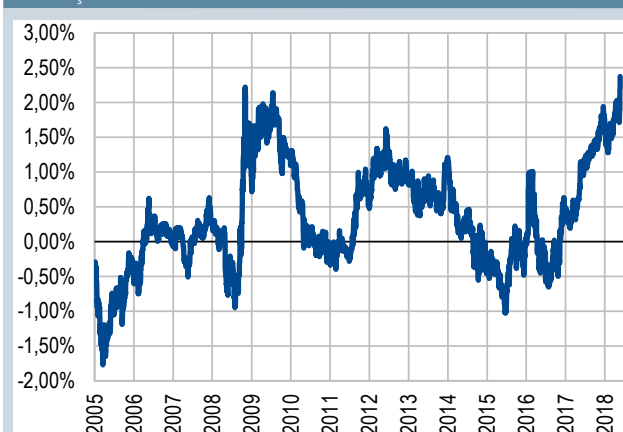
Renda Fixa

Em maio, a curva de juros sofreu três choques de variadas formas e origens. A primeira veio da subida contínua dos juros nos EUA e consequente valorização do dólar até meados do mês, o que fez com que a parte mais longa da curva de juros subisse algo como 50 pontos-base. A parte mais curta também foi afetada, ainda que em menor escala, com o receio de que o BC reagisse à desvalorização do câmbio.

O segundo choque veio com a decisão do Copom, em 16/05, de manter a taxa Selic em 6,50%, contrariando sinalização do próprio BC na reunião anterior e em entrevistas de seus diretores nos dias que antecederam ao comitê. A justificativa usada pelo comitê foi a piora do “balanço de riscos”, além de que a desvalorização do real diminuiu o risco de não alcançar a meta de inflação deste ano. De qualquer forma, a parte curta da curva de juros começou a precificar aumentos da taxa Selic mais cedo e mais fortes, na medida em que as moedas das economias emergentes pareciam estar longe de se estabilizar.

Por fim, o terceiro choque foi a paralisação dos caminhoneiros. Apesar de poder levar a uma retração significativa do PIB, o que em tese deixaria espaço para o BC, no mínimo, manter a Selic no atual nível por um longo período de tempo, este choque explicitou, como nenhum outro, a armadilha fiscal em que se encontra o país. Além disso, antecipou as incertezas com relação às próximas eleições, o que estava nos mercados apenas de modo latente. Por isso, a parte mais longa da curva de juros subiu ainda mais, com o Jan 25 atingindo 11,20%, mesmo nível de um ano atrás, quando a Selic estava quase 4 pontos percentuais acima do nível atual. No Gráfico 3, podemos observar que a inclinação da curva está no seu pico histórico, tendo ultrapassado até mesmo o stress da crise do subprime.

Gráfico 1
Inclinação 2-5 anos



Fonte: Western Asset

Continuamos sendo da opinião de que a taxa de juros nos EUA deve ser elevada de maneira parcimoniosa (veja o Cenário Global acima) e, portanto, este movimento global de valorização do dólar deve ser limitado.

Também avaliamos que, apesar de ter encerrado o ciclo de cortes da Selic antes do previsto, o BC, até por isso, terá espaço para manter a taxa básica no atual patamar por um tempo razoavelmente longo. A preocupação com a desvalorização do real deve diminuir, na medida em que fique claro que a taxa de juros nos EUA deve ser elevada de maneira parcimoniosa.

Por fim, as incertezas decorrentes da paralisação dos caminhoneiros devem ter algum efeito negativo sobre o PIB, o que deixará mais confortável a posição do BC de manter a taxa Selic no atual patamar. No entanto, se o risco-país decorrente deste choque demorar a cair (se cair) e se confundir com as incertezas das eleições, poderá continuar a ter influência negativa sobre a parte mais longa da curva de juros.

Câmbio

O real continuou a se desvalorizar em maio, com queda de 6,8% em relação ao dólar, fechando o mês em R\$ 3,72, maior patamar desde março/2016. A desvalorização no ano já acumula 11,3%.

No mês passado, defendíamos que apostar na continuidade da depreciação do real somente fazia sentido se o cenário fosse de continuidade do processo de alta das taxas de juros nos EUA. Considerando que a curva de juros lá já embutia vários aumentos da taxa básica, a aposta na continuidade da depreciação do real não era muito trivial.

De fato, a primeira metade de maio assistiu à continuidade do processo anterior, com a Treasury de 10 anos atingindo 3,11% e o real se desvalorizando 7,2% até 17 de maio. A partir daí, com a melhora relativa do mercado global, o real diminuiu a sua desvalorização até 4,5% no dia 24 de maio. Depois, o real passou a assumir uma dinâmica própria em um função da paralisação dos caminhoneiros, fechando o mês com desvalorização de 6,8%.

O nosso cenário continua sendo o de uma normalização lenta dos juros nos EUA (vide a seção Cenário Global), o que deve, ao longo do tempo, retirar a pressão existente sobre as moedas das economias emergentes. Além disso, o equilíbrio da Conta Corrente doméstica deve continuar a ser um fator de estabilização do real. Por outro lado, o risco-país continuará sendo pressionado pela questão fiscal e pelas eleições. O balanço de riscos está, portanto, mais instável no curto prazo, e qualquer previsão para o comportamento do câmbio está sujeito a grande erro, dada a própria natureza das forças que ora influenciam a moeda.

Bolsa

A Petrobras, por mais que o governo afirme o contrário, passou a impressão de não ser, no final das contas, independente. Mais do que isso: ficou a sensação de que a interferência governamental não é simplesmente uma questão de qual o governante de plantão. Se fosse somente isso, bastaria eleger políticos alinhados a políticas de mercado. No entanto, o que o episódio da paralisação dos caminhoneiros mostrou é que, quando ocorre um stress maior no mercado de combustíveis, o brasileiro médio demanda algum subsídio. Se isto é verdade, a margem de manobra da Petrobras para operar como uma empresa “normal” fica bastante limitada justamente quando é importante que atue como uma empresa “normal”, mesmo contando com um governo pró-mercado, como é o caso. Sendo

assim, seria somente uma questão de tempo para que a Petrobras ou qualquer outra empresa estatal atuasse no melhor interesse do seu controlador, o que pode não coincidir com o interesse dos acionistas.

Esta conclusão, que não é necessariamente uma novidade, acaba sendo mascarada, de tempos em tempos, pela eleição de governantes mais pró-mercado. O que a paralisação dos caminhoneiros demonstrou foi que o prêmio exigido pelo mercado para ser sócio de estatais deve ser mais alto, pelo simples fato da empresa ser estatal, independentemente de quem seja o governante.

Hoje, o peso das estatais no IBrX (17%) é bem menor do que no passado, mas, de qualquer modo, é um ponto que deve continuar a pesar no valuation da bolsa.

Outro ponto bastante importante é o impacto da paralisação no crescimento dos lucros das empresas neste ano de 2018. A economia já vinha perdendo dinâmica, e este movimento deve reduzir a atividade ainda mais. Revisamos o nosso crescimento do PIB de 2,5% para 1,5% neste ano, e de 3,0% para 2,5% em 2019, mas ainda é cedo para estimar o impacto desta revisão nos diversos setores. Estamos reavaliando os lucros das empresas, de modo que, neste momento, vamos deixar de colocar o potencial de alta da bolsa.

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 2018. 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.

