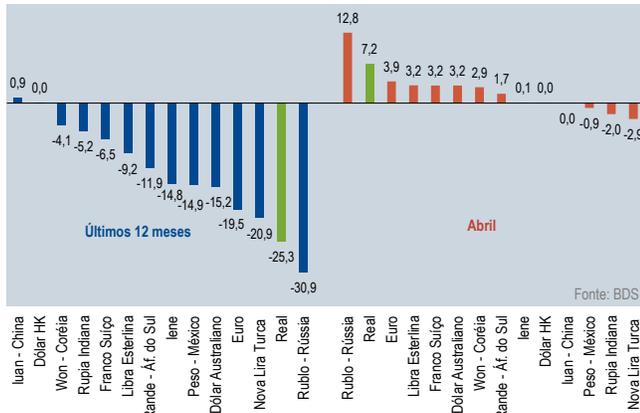


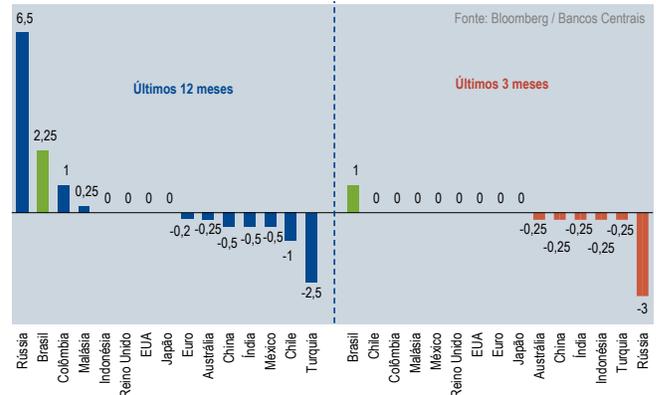
### Moedas (contra o dólar)

Real e rublo foram os destaques positivos do mês, com a recuperação dos preços das commodities e o enfraquecimento do dólar.



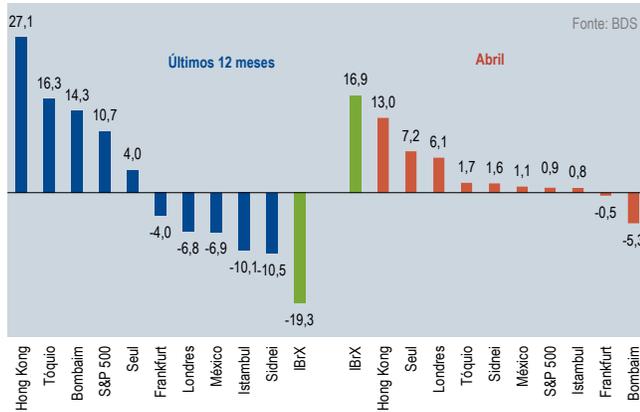
### Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua sendo a única economia que está apertando a política monetária neste ano.



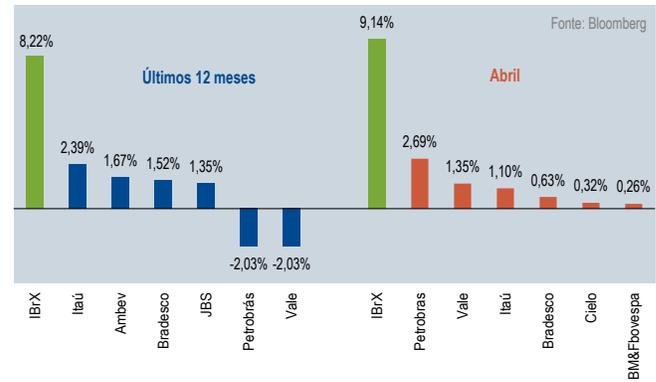
### Bolsas do mundo (em dólar)

Apesar do excelente resultado do mês, a bolsa brasileira continua sendo a pior nos últimos 12 meses.



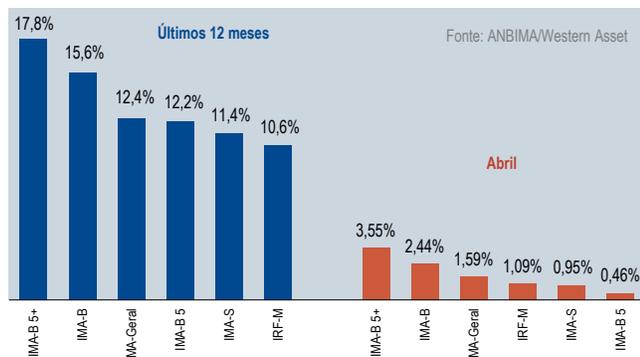
### Principais contribuições para o IBrX

Apesar da recuperação de Petrobras e Vale, os dois papéis ainda estão devendo no acumulado de 12 meses.



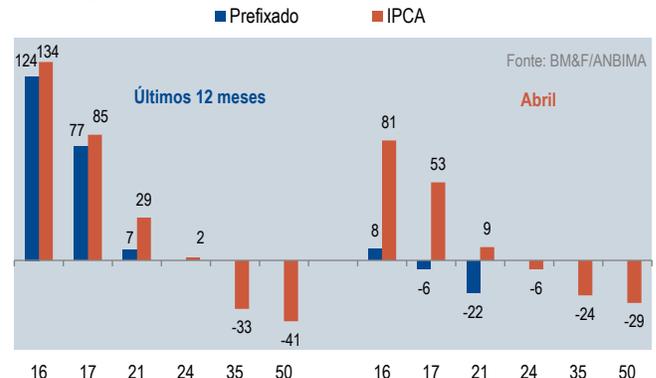
### Renda fixa local - I

Mês positivo para os IMAs, com exceção do IMA-B5, em função da elevação das taxas de juros de curto prazo.



### Renda fixa local - II

A política monetária mais apertada fez com que as taxas mais curtas subissem e as mais longas caíssem, principalmente na curva de NTN-B.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM ABRIL

|   | Renda Fixa  | Câmbio  | Bolsa   |
|---|---|---|---|
| Reiteradas declarações de apoio da presidente Dilma Rousseff ao ajuste fiscal, aliadas a algumas vitórias pontuais de Joaquim Levy no Congresso, aumentaram o nível de confiança dos agentes no sucesso do ajuste fiscal. |    |    |    |
| Non-Farm Payroll (número de empregos criados nos EUA) veio muito abaixo das expectativas, desmontando a tese de aumento iminente das taxas de juros.  |    |    |    |
| Petrobras finalmente publicou o balanço auditado de 2014, com perdas reconhecidas de R\$50 bilhões e prejuízo de R\$22 bilhões.   |    |    |    |
| O COPOM surpreendeu o mercado ao repetir o mesmo comunicado, pela terceira vez seguida, na decisão que elevou a SELIC para 13,25%, deixando a porta aberta para a continuidade do aperto monetário.                       |  |  |  |
| Números fiscais de março continuaram mostrando dificuldade do governo em atingir a meta de superávit primário deste ano.  |  |  |  |

## O QUE ESPERAMOS

### *Cenário Internacional*

É muito difícil fazer um filme-catástrofe inovador. O roteiro é previsível: a expectativa da catástrofe, a catástrofe em si, o pós-catástrofe com alguma mensagem de fundo, pontuada com histórias pessoais comoventes. A fase da expectativa é normalmente a que dura mais tempo, criando o clima do filme.

Estamos vivendo a fase da expectativa do filme-catástrofe “A Normalização Monetária nos EUA”. À diferença dos filmes de Hollywood, no entanto, a fase de expectativa normalmente já é uma catástrofe, restando pouco para o desenvolvimento da catástrofe em si. Foi o que aconteceu, por exemplo, quando Ben Bernanke anunciou o tapering do QE3, em maio de 2013. Quando o tapering efetivamente começou, em dezembro daquele ano, o estrago nos mercados já estava feito. Este é normalmente o roteiro dos “filmes-catástrofe-anunciada” encenados no mercado financeiro. Neste tipo de filme, o mercado discute durante meses os efeitos da catástrofe, e acaba se adaptando aos seus efeitos.

É o oposto do que ocorre com o gênero “filmes-catástrofe-não-anunciada”, onde a catástrofe se abate sobre os mercados sem prévio aviso. Ou melhor, quando os avisos são ignorados pelo mercado. Este foi o caso, por exemplo, do filme-catástrofe “O Estouro da Bolha Imobiliária Norte-Americana”, em 2007/2008. Pode ser também o enredo de outro filme-catástrofe pronto para acontecer: “O Estouro da Bolha do Crescimento Chinês”. O ponto em comum dos filmes-catástrofe-não-anunciada é a sua imprevisibilidade temporal e a discussão sobre a sua real inevitabilidade. Por exemplo: o mercado pode ficar discutindo durante anos sobre o estouro da bolha chinesa, e esta nunca, de fato, ocorrer. Ou demorar anos a ocorrer, o que torna muito caro apostar contra. No caso da bolha imobiliária norte-americana, alguns investidores até conseguiram antever a catástrofe, mas muito poucos converteram esta antevisão em apostas vencedoras no mercado. O tempo, nos filmes-catástrofe-não-anunciada, trabalha contra o investidor.

Não é este o caso dos filmes-catástrofe-anunciada, como parece ser o caso da atual mudança de política monetária nos EUA. Sabemos que é inevitável (portanto, vai ocorrer mais cedo ou mais tarde), e o seu timing é mais ou menos conhecido: algo entre o segundo semestre deste ano e o primeiro semestre do ano que vem. Com todas essas informações, tirando os ruídos de curto prazo típicos, é bem provável que o mercado já tenha antecipado, de maneira relevante, os efeitos da normalização, sendo a valorização do dólar o seu efeito mais visível. Hoje, uma parte importante dos

agentes do mercado avaliam que já não se justificam taxas reais de juro negativas no atual estágio de recuperação da atividade econômica norte-americana. Assim, fica difícil imaginar que alguém será pego de surpresa quando o processo efetivamente se iniciar. Neste caso, a expectativa é a própria catástrofe.

### *Mercados Locais*

#### **Renda Fixa**

E o Banco Central ainda não piscou. Ao repetir, pela terceira vez, o mesmo comunicado lacônico das duas últimas reuniões (“Avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 13,25% a.a., sem viés”), o COPOM sinaliza que todas as portas continuam abertas. Inclusive - e principalmente - a porta da continuidade do aperto monetário no mesmo passo de 50 pontos-base.

Esta sinalização não deixa de ser surpreendente, dado o histórico dovish deste Banco Central. Por enquanto, o BC tem se mantido firme no discurso de que seu objetivo é trazer o IPCA de 2016 para 4,50%. Nesse sentido, ganha importância as expectativas de inflação para o ano que vem. Segundo o Focus, o IPCA de 2016 será de 5,60%. É interessante observar a trajetória dessa variável, pois é chave para entender os próximos passos do BC.

Em janeiro de 2012, o Focus para 2016 estava em 4,50%. É natural que, a quatro anos de distância, o “chute educado” do mercado seja o centro da meta de inflação. Mas já em outubro do mesmo ano, esta projeção atingia 5%, e em outubro de 2013, 5,5%, em uma demonstração clara da falta de credibilidade do BC, que perdia a ancoragem das expectativas. O pico dessas projeções foi de 5,70% em novembro do ano passado. A partir deste ano, com a postura mais hawkish do BC, as projeções recuaram ligeiramente para 5,60%, que é onde estamos hoje. Assim, observe: em novembro do ano passado, com a SELIC a 11,25%, tínhamos um Focus para 2016 em 5,70%. Hoje, com uma SELIC em 13,25%, temos um Focus para 2016 em 5,60%.

Antes de pularmos para as conclusões, há uma outra variável importante a se considerar: o câmbio. Em novembro do ano passado, o dólar estava em R\$ 2,60, contra cerca de R\$ 3,00 hoje. É mais do que isso: até algumas semanas atrás, havia o receio, por parte do mercado, de qual seria o novo nível do câmbio. Assim,

## Comentário Econômico (cont.)

pode ser (e verificaremos essa hipótese nas próximas semanas) que as expectativas de inflação para 2016 estejam contaminadas pelo câmbio, e por isso não estejam recuando apesar do aperto monetário dos últimos seis meses.

De qualquer forma, esta é a variável a ser monitorada para entender os próximos passos do BC.

### Câmbio

O dólar desvalorizou-se globalmente em abril, e o real foi a moeda que mais se beneficiou deste movimento, valorizando-se 7,2% no mês. Também ajudou o câmbio o recuo do risco-país, com a publicação do balanço auditado da Petrobras e a recuperação parcial dos preços do petróleo e do minério de ferro.

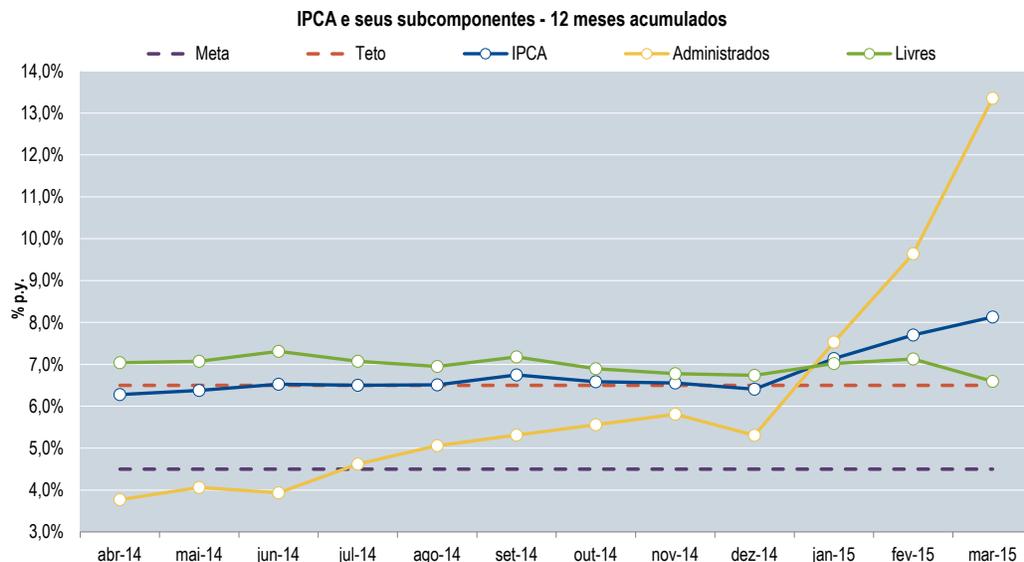
Aparentemente, o patamar atual (R\$3,00-R\$3,10) já precifica o nível de risco corrente, razão pela qual avaliamos que o câmbio deve estabilizar-se neste patamar por um tempo. Uma variável importante a ser monitorada é o estoque de swaps, que ainda

está em cerca de US\$110 bilhões. É sabido que a atual equipe econômica não aprecia este mecanismo, mas o seu desmanche requer tempo e paciência, para não introduzir ruídos de curto prazo em um mercado sensível. De qualquer forma, aproveitando a atual calma, é bem provável que o BC inicie um processo de rolagens parciais, de modo a diminuir o estoque.

### Bolsa

Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros neste ano não justifica a atual precificação da bolsa, principalmente depois da valorização deste mês de abril. Em nosso cenário, os lucros devem crescer 5% neste ano e 10% no ano que vem, já sobre uma base bastante fraca. Considerando este crescimento e um P/L de 12 no final deste ano, o potencial de alta da bolsa seria de zero. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma grande volatilidade, dado o nível do câmbio, que afeta de maneira relevante parte significativa dos lucros. Assim, com um valor esperado baixo e uma variância alta, não nos parece ser um bom momento para o posicionamento em bolsa.

## GRÁFICO DO MÊS



Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTMV 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](http://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](http://www.westernasset.com.br); 3) e-mail [ouvidoria@westernasset.com](mailto:ouvidoria@westernasset.com); ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, CEP 04543-011, São Paulo – SP.

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O PROSPECTO, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

 A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.