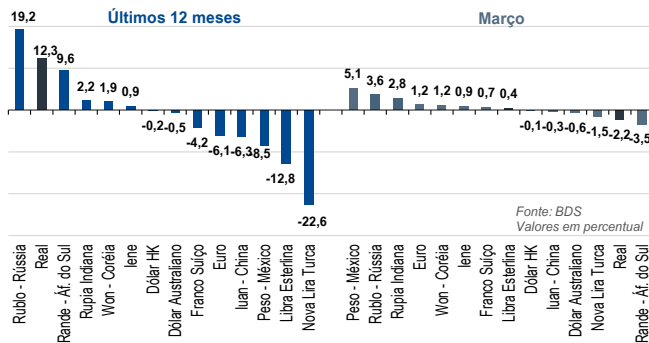


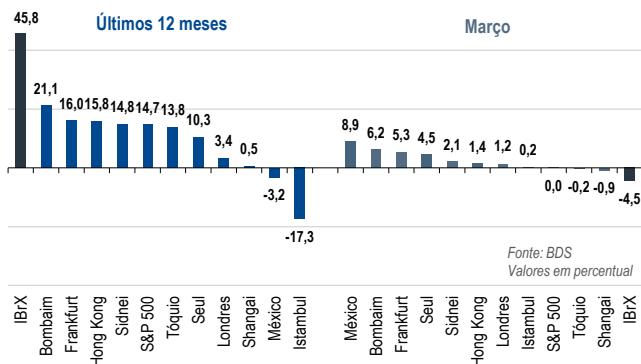
### Moedas (contra o dólar)

Rublo e Real de um lado, Lira Turca, Libra e Peso Mexicano do outro. O movimento das moedas nos últimos 12 meses foi marcado principalmente por fatores domésticos.



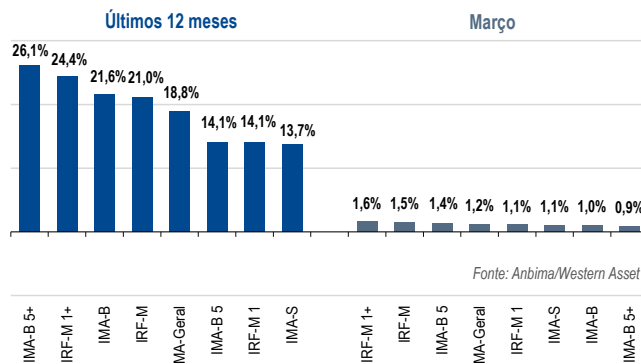
### Bolsas do mundo (em dólar)

Apesar de ainda ser a melhor em 12 meses, a bolsa brasileira sofreu em março, em função das dúvidas sobre a tramitação da reforma da previdência.



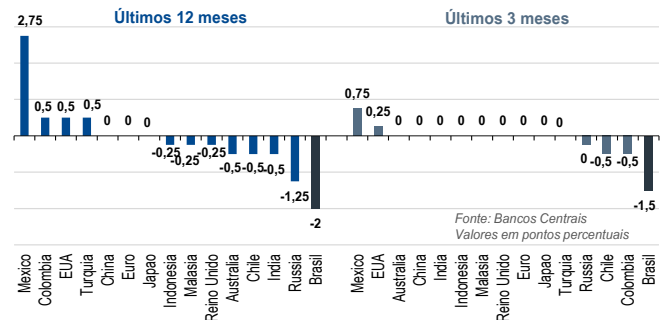
### Renda fixa local

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 acabou se traduzindo em uma melhor relação performance/risco dos IRF-Ms em relação aos IMA-Bs.



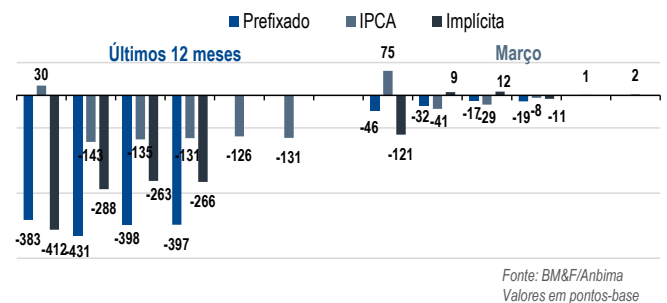
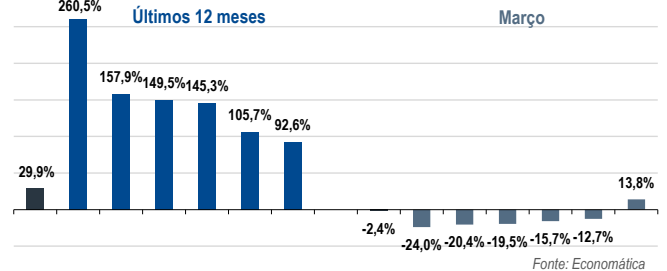
### Taxas básicas de juros - variação

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



### Principais contribuições para o IBRX

Os mesmos papéis que foram responsáveis pela boa performance da bolsa nos últimos meses, lideraram a pequena realização de março.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM MARÇO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Como sinalizado, o Fed decidiu aumentar a taxa dos Fed Funds em mais 0,25%, para 0,875%. No entanto, o discurso continua sendo de alta moderada das taxas de juros, o que tirou pressão dos mercados.			
A Moody's, em um movimento que pegou de surpresa os mercados, elevou a perspectiva da nota de crédito brasileira de "negativa" para "neutra".			
O IPCA de fevereiro surpreendeu positivamente, fazendo aumentar as apostas de corte de 100 pontos-base na Selic na próxima reunião do Copom			
Os ruídos políticos no Congresso aumentaram em relação à aprovação da Reforma da Previdência.			
Ações do TCU colocaram em dúvida o plano de desinvestimentos da Petrobras			

## O QUE ESPERAMOS

### *Cenário Global:*

As taxas das Treasuries de 10 anos subiram de maneira firme até a data da reunião do Comitê de Política Monetária, no dia 15. A decisão de subir a taxa básica em 25 pontos-base, para 0,875%, era amplamente esperada. Mas, além disso, o mercado de Treasuries vinha precisando um endurecimento da política monetária por parte do Fed, em função de números mais positivos da economia. O que se viu, no entanto, foi um Fed cautelosamente otimista, avaliando que tanto a atividade econômica quanto a inflação seguem caminhando para a normalização de maneira gradual. E esta recuperação seria compatível com uma normalização monetária também gradual.

Para o mercado de Treasuries, que havia antecipado um discurso mais duro, foi um balde de água fria. Depois de ter subido 30 pontos-base desde o início do mês, as Treasuries de 10 anos recuaram praticamente para o seu ponto inicial, fechando o mês no zero-a-zero. Hoje, a estrutura a termo das taxas de juros embutem mais dois aumentos dos Fed Funds, com a taxa chegando a 1,375% no final do ano. Nada muito diferente do que preveem os próprios diretores do Fed para este ano. É a primeira vez, em vários anos, que o mercado concorda com a pesquisa feita entre os diretores do Fed (ou vice-versa). Chegou-se a um consenso, pelo menos no curto prazo. E este consenso indica um ajuste bastante moderado das taxas de juros nos EUA.

Depois desta mensagem mais “dovish” do Fed, a partir do dia 15 o dólar se desvalorizou contra as principais moedas: 2,9% contra o iene, 0,9% contra o Euro, 2,1% contra a Libra, 1,1% contra o Franco Suíço. Também se desvalorizou contra as moedas emergentes: 5,2% contra o Rublo, 1,7% contra o Rande Sul-Africano, 4,1% contra o Peso Mexicano, 1,2% contra o Real. Ou seja, o mercado de moedas também desarmou as expectativas em relação a uma política monetária mais dura por parte do Fed.

Em resumo, o cenário de “interregno benigno”, como chamou o presidente do BC Ilan Goldfjan, continua firme e forte. Por este aspecto, o cenário continua positivo para mercados emergentes.

### *Cenário Doméstico*

#### **Renda Fixa**

As surpresas inflacionárias continuaram em março. Tanto o IPCA quanto o IPCA-15 vieram abaixo das expectativas, trazendo a inflação de 12 meses para baixo de 5%, o que não acontecia desde junho/2012. Mais importante, a inflação de serviços veio abaixo de 6% pela primeira vez desde agosto/2008. Ou seja, há quase 9 anos não víamos esta parcela da inflação mais sensível à política monetária em nível tão baixo.

Abre-se, portanto, o caminho para cortes mais agressivos da Selic. O BC, no último relatório de inflação, praticamente telegrafou a aceleração do passo para 1% na próxima reunião, no dia 12/04. E é bastante provável que este passo se repita na reunião de 31/05, levando a Selic para 10,25%. A partir daí, o BC deverá começar a agir com mais cautela.

Entre a reunião de maio e a de julho, teremos a reunião do CMN para decidir a meta de inflação para 2019. No último relatório de inflação, o BC menciona que esta revisão de meta está provavelmente por traz das expectativas de inflação para 2019 ligeiramente abaixo da atual meta de 4,5%. Ou seja, aparentemente, a credibilidade do BC, aliada a um hiato do produto ainda bastante aberto, estão fazendo com que parte dos agentes ancorem suas expectativas abaixo da atual meta sem nem mesmo haver certeza de sua mudança. Isto é importante porque parece indicar que uma eventual mudança da meta de inflação se daria sem custo adicional relevante em termos de política monetária.

Esta discussão ganhará relevância nos próximos meses, na medida em que se passe a focar a discussão mais no tamanho total do ciclo de afrouxamento monetário do que no passo dos cortes. No último Relatório de Inflação, os modelos do BC indicam inflação entre 4,0% e 4,5% no segundo semestre de 2018 e 1º trimestre de 2019, considerando a trajetória de juros do Focus e câmbio constante. O Focus projeta uma Selic de 8,5%, o que, considerando a atual meta de inflação, deixaria espaço para uma Selic até abaixo deste patamar. Não conseguimos fazer considerações sobre os efeitos de uma eventual redução de meta somente com base no Relatório de Inflação, pois o modelo do BC para no 1º trimestre de 2019. Mas, como dissemos acima, a própria credibilidade do BC pode fazer com que ocorra a convergência das expectativas para um patamar menor de inflação, sem custos adicionais (taxas de juros mais altas) de política monetária.

Nossa visão é de que este nível da Selic indicado pelo relatório Focus (8,5%) é bastante factível, inclusive com possibilidade não desprezível de ser ainda menor. Baseamos nossa expectativa no grande hiato do produto que se abriu nos últimos dois anos, e que aparentemente apenas parou de abrir ainda mais, mas está longe de começar a fechar de maneira mais consistente. Este hiato deixa espaço para uma taxa básica de juros abaixo da chamada “taxa de juros estrutural da economia”, nome dado pelo BC à taxa de juros neutra, aquela que supostamente equilibraria inflação e produto no longo prazo.

Não sabemos (na verdade, ninguém sabe) qual é esta “taxa de juros estrutural”, mesmo porque ela muda ao longo do tempo. O máximo que conseguimos é observar os dados históricos e o comportamento

da inflação diante dos diferentes níveis de taxas de juros, e inferir algum nível provável. Hoje, estimamos este nível em algo um entre 4,75% e 5%. Se esta é a taxa estrutural, não seria demais imaginar uma taxa Selic real na faixa de 4%, ou até menor, dado, novamente, o grande hiato do produto atual. Com uma meta de inflação de 4,5%, poderíamos chegar a uma taxa Selic de 8,5%, que é o número do relatório Focus. Se a meta for reduzida, esta taxa poderia ser ainda menor, ao contrário do que indicaria uma intuição mais simplista. Esta é a beleza do sistema de metas de inflação, baseada unicamente na credibilidade do BC.

## Câmbio

Em março, o Real desvalorizou-se em relação a praticamente todas as principais moedas. Não foi uma grande desvalorização, mas pode estar indicando que os mercados deram uma pausa no processo de valorização dos ativos brasileiros, até que fique mais claro o avanço da reforma da previdência no Congresso, essencial para o equilíbrio de longo prazo das contas públicas.

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 são 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

Em nosso cenário corrente, esperamos que os lucros agregados das empresas que pertencem ao IBrX cresçam 26% em 2017, 32% em 2018 e 13% em 2019. Se este cenário se confirmar, o P/L no final de março, considerando os lucros projetados para os próximos 12 meses, está em aproximadamente 12,7. Para manter este P/L daqui a um ano (em março/18), considerando os lucros dos 12 meses seguintes (até março/19), o IBrX deveria subir 30% nos próximos 12 meses. Mesmo no caso em que o P/L caia, por exemplo, para 12, o IBrX subiria 24% neste período.

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

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](http://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](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, 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.