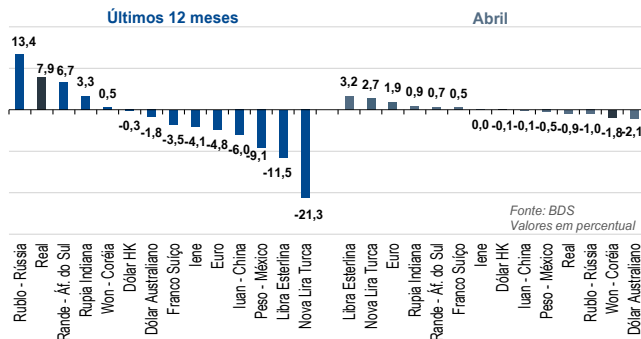


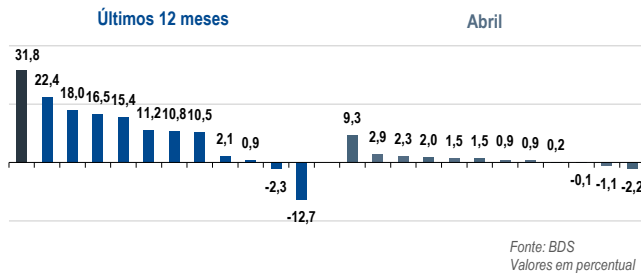
Moedas (contra o dólar)

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.



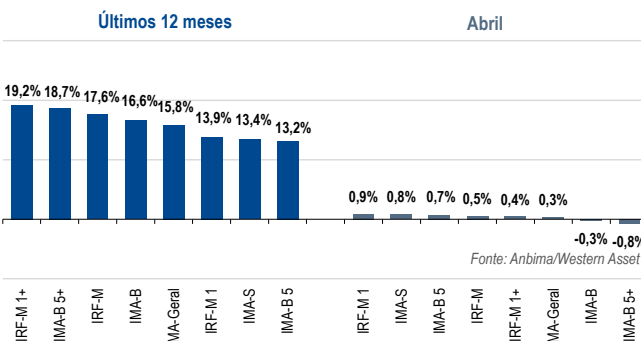
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira continua sendo a melhor em 12 meses, ainda em função da virada política. Destaque do mês foi a bolsa da Turquia, devolvendo um pouco das perdas dos últimos meses.



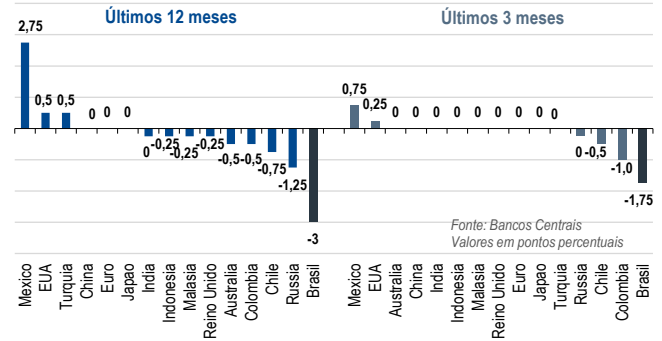
Renda fixa local

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 abril, no entanto, as taxas mais longas subiram, precificando as incertezas com relação à tramitação das reformas.



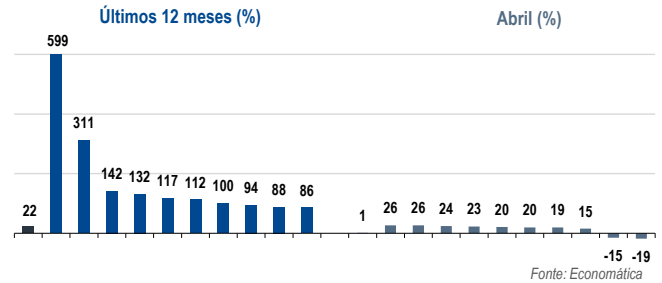
Taxas básicas de juros - variação

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


















Principais contribuições para o IBR-X

Nomes ligados ao varejo foram os destaques positivos da bolsa em abril. Em 12 meses, também se destacam estatais que se beneficiaram da virada política.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM ABRIL

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O BC surpreendeu o mercado ao anunciar a rolagem integral dos <i>swaps</i> que venceriam em abril.			
Os riscos geopolíticos aumentaram, com os EUA atacando a Síria, o Afeganistão e enviando porta-aviões para a Coreia.			
A ata do Copom deixou a porta aberta para aceleração adicional do ritmo de cortes da Selic.			
O IPCA-15 novamente surpreendeu positivamente.			
A vitória de Emmanuel Macron no 1º turno das eleições francesas acalmou os mercados de maneira geral.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Global:

Cenário relativamente tranquilo no front internacional. Os preços dos ativos mais relevantes pouco se movimentaram. Aliás, a volatilidade dos mercados, de maneira geral, está em níveis bastante baixos. O VIX, que indica a volatilidade do S&P500¹, fechou o mês de abril na mínima histórica. Combinado com o S&P500 fechando próximo de sua máxima histórica, temos configurado um quadro bastante benigno para ativos de risco. Ajudou também o comportamento da bolsa americana a entrada no radar do corte de impostos corporativos prometido por Donald Trump. Trata-se de uma medida que ainda deverá passar pelo Congresso, mas a perspectiva de que algo pode ser feito nesta direção já serviu para animar as bolsas. Nem mesmo a elevação do tom em torno dos exercícios militares da Coreia do Norte foi capaz de abalar o otimismo dos mercados.

As *treasuries* de 10 anos abriram o mês a 2,40%, atingiram a mínima de 2,18% e fecharam o mês a 2,29%, 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.

Na França, o tão temido resultado das eleições também ajudou a acalmar os mercados, com a vitória, no 1º turno, do candidato filo-europeu Emmanuel Macron, que tem boas chances de vitória no 2º turno. Este resultado, a se confirmarem as previsões, afasta, por ora, o fantasma do desmanche da União Europeia e, no limite, o futuro do próprio Euro. De qualquer forma, esta continuará sendo uma agenda latente, que deve ser endereçada pelos dirigentes da União Europeia e, em particular, pela Alemanha.

Cenário Doméstico

Renda Fixa

A inflação continuou surpreendendo para baixo em abril, reforçando uma sequência bastante longa e positiva. É esta sequência, aliada à credibilidade da nova diretoria do Banco Central, que vem derrubando as expectativas de inflação ao longo dos últimos meses. Esta velocidade de queda das expectativas de inflação tem desafiado o Copom, que aparenta estar atrasado no corte dos juros, razão pela qual acelerou o passo na última reunião. A questão, no entanto, não se resume à trajetória da inflação, ou na velocidade de retomada da atividade econômica. Como tem deixado claro em cada reunião, o Copom também coloca o equacionamento do nó fiscal (leia-se reforma da Previdência) como condição imprescindível para a continuidade do ciclo de distensão monetária.

¹ O Índice S&P 500[®] é um produto da S&P Dow Jones Índices LLC ("SPDJ").

O comportamento da curva de juros em abril refletiu, de maneira clara, esta dicotomia. Em um mês em que o cenário global pouca influência teve, pudemos observar como a curva de juros responde aos fatores domésticos. E o que vimos foi a parte mais curta da curva continuando sua trajetória de queda, enquanto a parte mais longa reverteu o movimento observado nos últimos meses, e subiu. A inclinação da curva de juros, medida pelo *spread* entre os vencimentos de 1 e 5 anos, subiu cerca de 50 pontos-base.

Este movimento pode ser explicado pelo aumento da tensão em torno da aprovação da reforma da Previdência no Congresso. Mesmo com uma versão que representa, em nossa avaliação, algo em torno de 60% da proposta inicial em termos de economia fiscal, o projeto ainda encontra muitas resistências. Assim, a dicotomia deve ficar cada vez mais acentuada: ao mesmo tempo em que a inflação e a atividade econômica abrem espaço para cortes relevantes da taxa Selic, a questão fiscal puxa para o outro lado. Qual será a reação da autoridade monetária diante desta dicotomia?

A próxima reunião do Copom ocorrerá nos dias 30 e 31/05. Até lá, já teremos, com alguma probabilidade, o 1º turno da votação na Câmara. Esta votação é a mais importante: se o governo conseguir os votos necessários nesta votação com uma certa folga, dificilmente perderá o segundo turno e a votação no Senado. Por outro lado, a derrota nesta votação jogará o país no desconhecido, com uma situação fiscal lamentável no curto prazo e uma dinâmica de dívida explosiva. Neste contexto, temos quatro cenários para a próxima reunião do Copom:

- 1) O Congresso aprova, em 1º turno, a reforma no formato como está hoje. Neste caso, ficará livre para continuar a cortar a Selic em 100 pontos-base, ou até acelerar o passo para 125 pontos-base.
- 2) O Congresso aprova, em 1º turno, uma versão ainda mais aguada da reforma. Como qualquer ganho fiscal é melhor que nenhum, nossa avaliação é de que o Copom continuará a cortar a Selic em 100 pontos-base. Mas, dependendo da reação dos mercados em relação à versão final da reforma, poderia reavaliar o passo. Se a reação for neutra, poderia também acelerar o ritmo de corte para 125 pontos-base.
- 3) O Congresso adia a votação para junho, sinal de que o governo continua com dificuldade de reunir os votos necessários. Nesta hipótese, o Copom continuaria a cortar a Selic em 100 pontos-base, com base no mesmo discurso atual: "estamos monitorando o risco fiscal". A continuidade do corte neste patamar se basearia nos fundamentos macroeconômicos.

4) A reforma vai a votação antes do fim do mês, mas é rejeitada pelo Congresso. Nesta hipótese, é mais provável que o Copom diminua o ritmo de corte ou mesmo faça uma pausa, para avaliar a situação e verificar onde vão se estabilizar os preços dos ativos, principalmente os juros longos e o câmbio.

Em nossa avaliação, a distribuição de probabilidades desses eventos pende mais para os cenários 1 ou 2, mas não podemos descartar o cenário 3. De qualquer forma, atribuímos baixa probabilidade ao cenário 4. Em resumo: tudo o mais constante, no que depende do andamento da reforma da Previdência, é mais provável que o Copom continue cortando os juros ao passo de 100 pontos-base ou mais.

O tamanho do ciclo também depende destes cenários. Nos casos de 1 a 3, fica mantido nosso cenário-base de uma Selic a 8,25% no final do ano. Caso contrário, além de diminuir o passo, é provável que o BC tenha que rever o orçamento total.

Câmbio

Em abril, o Real desvalorizou-se em relação a praticamente todas as principais moedas, com exceção dos dólares canadense e australiano. Estas exceções indicam que houve alguma penalização às chamadas “*commodity currencies*”, grupo no qual o Real é genericamente incluído, dado que o Brasil é um grande exportador de minério de ferro. Também as idas e vindas da reforma da Previdência, como discutimos acima, influenciaram os ativos de risco, entre os quais o câmbio.

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

Em nosso cenário corrente, esperamos que os lucros agregados das empresas que pertencem ao IBrX cresçam 24% em 2017, 28% em 2018 e 19% em 2019. Se este cenário se confirmar, o P/L no final de abril, considerando os lucros projetados para os próximos 12 meses, está em aproximadamente 12,3. Para manter este P/L

daqui a um ano (em abril/18), considerando os lucros dos 12 meses seguintes (até abril/19), o IBrX deveria subir 34% nos próximos 12 meses. Mesmo no caso em que o P/L caia, por exemplo, para 11,5, o IBrX subiria 24% neste período.

Veja comentários sobre o Western Asset 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

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.