



Sumário

- O Fed finalmente iniciou seu ciclo de aperto monetário. Seus diretores indicaram taxa básica de juros próximo de 2% no final deste ano e próximo de 3% no final do ano que vem. As taxas de juros locais voltaram a subir em fevereiro, principalmente por conta dos números ruins de inflação corrente e, no final do mês, pelos receios dos impactos negativos da guerra na Ucrânia sobre os preços das commodities.
- As taxas prefixadas fecharam estáveis no mês, devolvendo a alta acumulada até metade do mês, quando a reunião do Copom indicou que o fim do ciclo de aperto monetário está próximo.
- O real continuou surpreendendo, e fechou com alta de 8,5% no mês, destacando-se inclusive em relação a outras commodity currencies.
- A bolsa local continuou sendo beneficiada pela “caça às barganhas” dos investidores estrangeiros.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

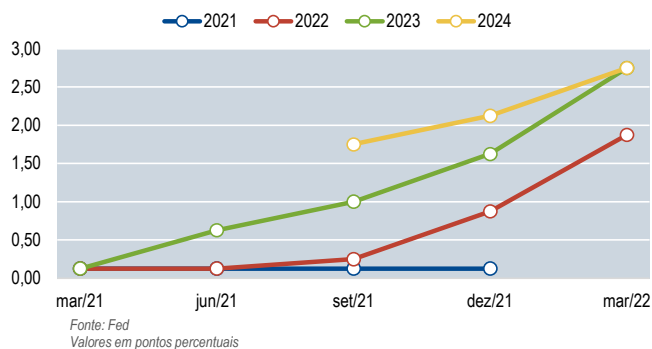
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A guerra na Ucrânia continuou ao longo do mês, pressionando preços de energia e commodities de maneira geral.			
O Fed iniciou o ciclo de alta dos juros. O efeito foi praticamente neutro para os mercados porque já havia sido relativamente antecipado.			
O BC, na reunião do Copom, sinalizou o fim próximo do ciclo de aperto monetário.			

Cenário Global

E o Fed finalmente iniciou o processo de elevação das taxas de juros. Depois de serem surpreendidos pelo avassalador processo inflacionário e pela rápida recuperação do emprego nos EUA, os diretores do Fed sinalizaram que vão fazer um ajuste relativamente rápido. A curva de juros embute ao menos mais 7 altas de 0,25% neste ano, o que levaria a taxa básica de juros para a casa dos 2% ainda este ano.

No gráfico abaixo, em que mostramos a evolução da mediana das expectativas dos diretores do Fed sobre a taxa básica, observamos como essa expectativa mudou rapidamente nos últimos meses: um ano atrás, a previsão era de que os juros básicos estariam ainda em zero no final de 2023. Há apenas seis meses (set/21), a previsão era de que os juros no final de 2022 ainda estariam em zero e no final de 2023 em 1%. Hoje, a previsão é de que a taxa básica esteja em quase 2% no final deste ano e quase 3% no final de 2023. Para comparação, o último ciclo começou em dez/2015 e levou 3 anos para atingir a taxa de 2,5%.

Gráfico 1: Previsões dos dirigentes do Fed para a taxa dos Fed Funds



O efeito deste aperto monetário sobre os ativos de risco não é claro. No quadro a seguir, podemos observar o comportamento das taxas prefixadas (IRF-M), do câmbio, da bolsa local (Ibovespa) e da bolsa americana (S&P 500) durante os últimos três períodos de aperto monetário nos EUA.

	Taxa de juros EUA				Ativos brasileiros				
	Data inicial	Data final	Taxa inicial	Taxa final	CDI	IRF-M	Câmbio	Ibovespa	S&P500
1	30/06/1999	16/05/2000	4,50%	6,50%	16,43%		2,84%	32,11%	6,80%
2	30/06/2004	29/06/2006	1,00%	5,25%	38,42%	39,75%	-29,00%	72,53%	11,57%
3	16/12/2015	19/12/2018	0,25%	2,50%	33,87%	57,14%	-1,14%	90,32%	23,55%

Podemos observar que em nenhum desses períodos houve perdas significativas tanto para as taxas de juros quanto para as bolsas. Pelo contrário, em alguns casos houve ganhos significativos durante esse período. Ou seja, não há necessariamente uma correlação direta entre o aumento das taxas de juros e o comportamento dos ativos de risco no período em que as taxas são elevadas.

De qualquer forma, o nosso cenário ainda é de uma desaceleração da atividade nos EUA no segundo semestre, o que deve ter algum efeito sobre as expectativas e sobre as próximas decisões do Fed. Portanto, avaliamos que nem todo o aperto monetário precificado na curva de juros será realizado.

A guerra na Ucrânia

A guerra na Ucrânia entrou em uma fase de acomodação, em que não houve deterioração adicional do ponto de vista militar (por exemplo, ameaça de outros alvos além da Ucrânia) e nem do ponto de vista de escalada das sanções. Por isso, os ativos de risco até se recuperaram, com o S&P 500 subindo 3,6% no mês. Apesar de não haver perspectiva de resolução da guerra no curto prazo, a situação atual, com o preço do petróleo gravitando na faixa de US\$ 100-110, já está precificada pelos mercados. Deterioração adicional somente ocorreria com uma escalada da guerra para outros objetivos que não a conquista da Ucrânia e uma escalada das sanções.

Cenário Local

Renda Fixa

O comportamento do mercado local pode claramente ser dividido em dois momentos. Na primeira quinzena, as taxas de juros continuaram a refletir as pressões inflacionárias, além da guerra na Ucrânia, com o Jan25 subindo 125 pontos-base até o dia 15. Já na segunda quinzena, vimos a reversão total desse movimento, com o mesmo Jan25 fechando em leve queda de 4 pontos-base.

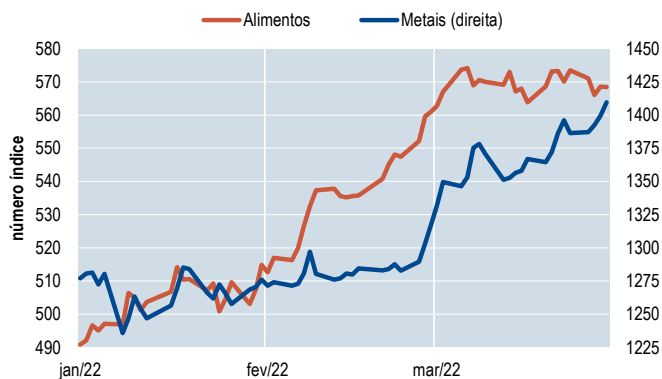
Essa reversão iniciou-se após a reunião do Copom, no dia 16/03. O comunicado foi um tanto confuso, chamando de alternativo um cenário a que o próprio BC atribuiu maior probabilidade, mas que foi entendido (entendimento este que depois foi confirmado pela ata e por manifestações do presidente do BC) como uma sinalização forte de fim próximo do ciclo de aperto monetário. Em princípio, o mercado comprou a valor de face essa sinalização, com a curva de juros embutindo, no final do mês, uma Selic de 13% no final de 2022 e 10,50% no final de 2023, com o início do processo de queda de juros já no começo do ano que vem. No entanto, os cupons das NTN-B apresentaram uma queda relevante (60 pontos-base para o 2023 e 45 pontos-base para o 2024), provocando a elevação da inflação implícita e indicando que o mercado ainda está cético em relação à convergência da inflação.

A determinação do BC de encerrar o ciclo de aperto monetário será testada nos próximos meses e dependerá de uma estabilização da inflação corrente e das expectativas. Será difícil manter esse plano de voo se houver novos choques que continuem a pressionar esses dois indicadores

Câmbio

Pelo terceiro mês consecutivo, a performance do real continuou surpreendendo positivamente, com a moeda acumulando valorização de 8,5% do mês e 17,8% no ano contra o dólar. A continuidade do investimento estrangeiro em bolsa pode estar por trás desse movimento (veja mais detalhes na seção sobre a bolsa), além do rally de commodities. No gráfico abaixo, podemos observar dois sub-índices de commodities divulgados pelo Commodity Research Bureau (CRB), medindo o comportamento dos preços dos metais e dos alimentos, os dois mais importantes elementos da pauta brasileira de exportações. Note como o índice de alimentos apresentou uma alta expressiva entre janeiro e fevereiro (+16%), enquanto o rally do índice de metais aconteceu agora em março (+10%).

Gráfico 2: CRB Index



Fonte: Bloomberg

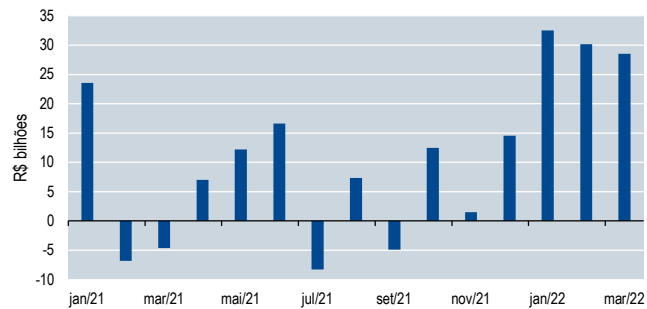
No nível atual, o real, do ponto de vista fundamentalista, aparentemente encontra-se mais próximo do seu valor justo. Uma valorização adicional mais consistente da moeda deverá ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais definitivo da questão fiscal.

Bolsa

O forte fluxo estrangeiro continuou impulsionando para cima a bolsa brasileira. Podemos observar no gráfico abaixo que o fluxo nesses três primeiros meses do ano ultrapassa qualquer mês de 2021. Temos acumulado no ano R\$ 91 bilhões de fluxo, contra R\$ 71 bilhões em todo o ano passado¹.

O Ibovespa fechou março com alta de 6,1%, acumulando valorização de 14,5% no ano. Grande parte desse fluxo (70%) ocorreu na segunda quinzena do mês, o que pode explicar parte do movimento observado na bolsa, que chegou a cair 4% primeira quinzena do mês. Talvez uma certa normalização do conflito na Ucrânia ao longo do mês tenha reanimado o investidor.

Gráfico 3: Volume mensal de investimento estrangeiro na bolsa



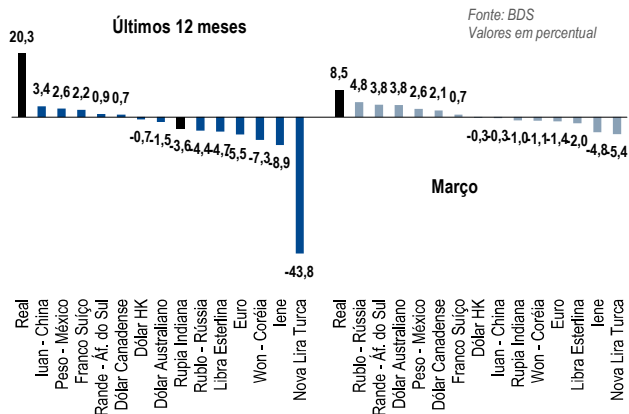
Fonte: Bloomberg

Para avaliar o potencial de alta da bolsa, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 9,0x (no final de março, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,9x). Estimamos crescimento dos lucros em +108% em 2021, queda de 6% em 2022 e de 1% em 2023. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 9,0x daqui a um ano (em mar/23), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mar/24) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 15% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em mar/22. Há que se considerar que o P/L considerado para este exercício está bem abaixo da média dos últimos 5 anos, mais próxima de 11,5.

¹Estes números estão sendo revistos para baixo pela B3, mas, de qualquer forma, ainda indicam um fluxo muito maior neste ano do que no passado.

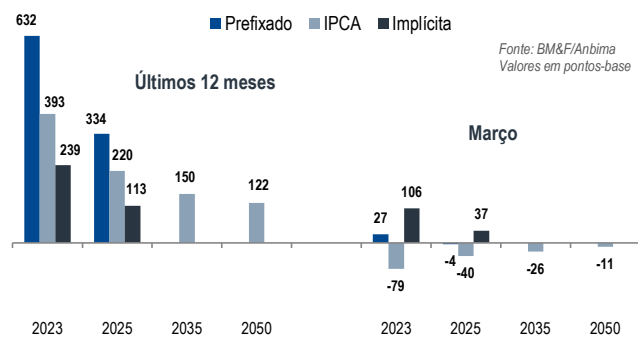
Moedas (contra o dólar)

O Real foi novamente a moeda que mais se valorizou no mês e nos últimos 12 meses, tendo sido a moeda que mais se beneficiou do rally das commodities em função da crise na Ucrânia.



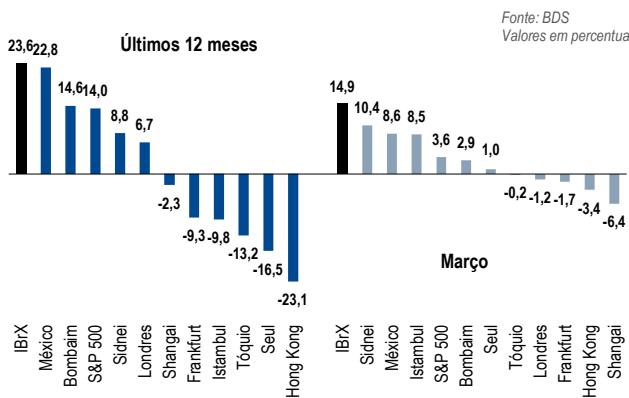
Taxas básicas de juros - variação

A Rússia continua no posto de líder no aumento dos juros, mas os EUA se juntaram ao grupo de países apertando a política monetária. O Chile também se destaca.



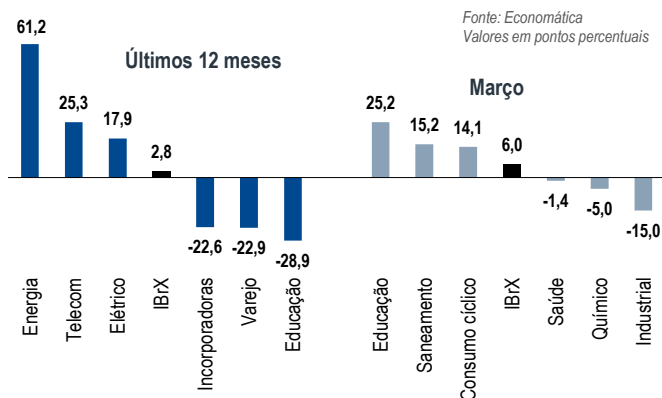
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira destacou-se novamente em março, na contramão das bolsas globais, em função de fluxo estrangeiro, provavelmente por estar bastante descontada.



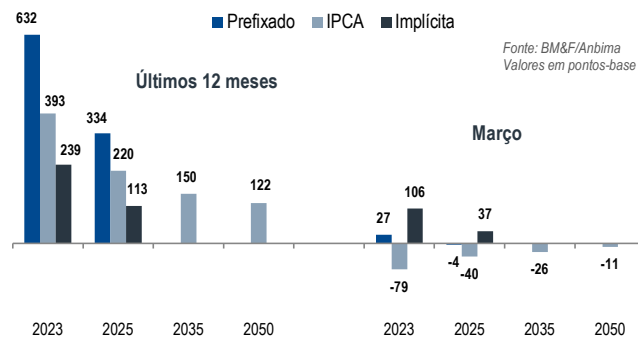
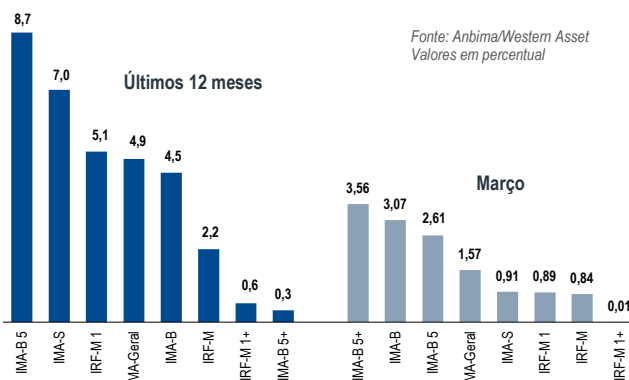
Principais destaques da bolsa

Setores ligados ao ciclo doméstico apresentaram recuperação notável neste mês, mas ainda estão devendo nos últimos 12 meses.



Renda fixa local

Após subirem na primeira quinzena do mês, as taxas de juros recuaram para fechar o mês mais ou menos estáveis, após o BC sinalizar o fim do ciclo de aperto monetário. Os vencedores do mês foram as NTN-B, cujos cupons recuaram, fazendo com que a inflação implícita se elevasse.



Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários 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. 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.

Para obter informações mais detalhadas sobre os produtos da Western Asset (estratégia de investimento, características operacionais, como investir, regulamento, formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais) recomendamos a consulta ao site 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.

© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2022. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários 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.