



Sumário

- A crise bancária provocou uma queda relevante nas taxas de juros globais. No entanto, a resposta dos bancos centrais, aliada à sinalização de fim de ciclo de aperto monetário nos EUA, beneficiou as bolsas de maneira geral.
- A curva de juros local recuou de maneira relevante, seguindo a tendência global, em função da piora da crise bancária. O real seguiu a tendência global, desvalorizando-se em relação ao dólar.
- O real seguiu a tendência global, valorizando-se em relação ao dólar.
- A performance da bolsa brasileira foi fraca em comparação com a média global, refletindo um ambiente doméstico desafiador em termos de perspectivas para a atividade econômica e sinalizações de aumento da carga tributária para as empresas.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A quebra dos bancos Silicon Valley Bank e Credit Suisse aumentou os receios de uma recessão global e as apostas no fim do ciclo de aperto monetário.			
O Copom reafirmou, com tintas fortes, a determinação de perseguir a meta de inflação.			
O governo apresentou um projeto de âncora fiscal que inclui uma regra de controle de gastos.			

Cenário Global

O colapso do Silicon Valley Bank e do Signature Bank nos EUA, e do Credit Suisse, na Suíça, chamaram a atenção do mercado para os efeitos do aperto monetário que o Fed, o BCE e outros bancos centrais de economias desenvolvidas vem praticando desde março do ano passado. O receio de que mais casos de bancos com insuficiência de capital poderiam surgir levou a uma queda relevante da curva de juros (no pior momento, as treasuries de 10 anos chegaram a recuar mais de 50 pontos-base), antecipando um Fed bem mais cauteloso na condução da política monetária.

O Fed, por outro lado, decidiu por manter o passo de 25 pontos-base no aumento das taxas dos Fed Funds. Com essa decisão, o Banco Central norte-americano equilibrou-se entre duas visões: a primeira, que se seguiu aos números fortes de emprego e inflação que foram divulgados em fevereiro, via o Fed sendo forçado a retomar o ritmo de altas de 50 pontos-base, que havia sido abandonado na reunião de fevereiro. Essa visão deu lugar ao seu inverso: o Fed deveria parar de elevar a taxa de juros, em função do receio de uma grande recessão causada pela crise bancária. A decisão de manter o passo da reunião anterior transmitiu a mensagem de que o Fed continua perseguindo o seu plano de voo inicial, ponderando tanto um mercado de trabalho forte e uma inflação resiliente, quanto uma possível crise bancária que poderia significar uma parada brusca da atividade econômica.

Os diretores do Fed reforçaram, por meio de suas previsões trimestrais, a sua intenção de encerrar o ciclo de alta na próxima reunião com mais uma alta de 25 pontos-base, com os Fed Funds estabilizando-se no intervalo de 5,00% a 5,25%. Esta foi a primeira vez, desde o início do ciclo de aperto monetário, em que os diretores do Fed não elevam a sua previsão para a taxa terminal de juros, mantendo a mesma previsão que havia sido feita em dezembro do ano passado.

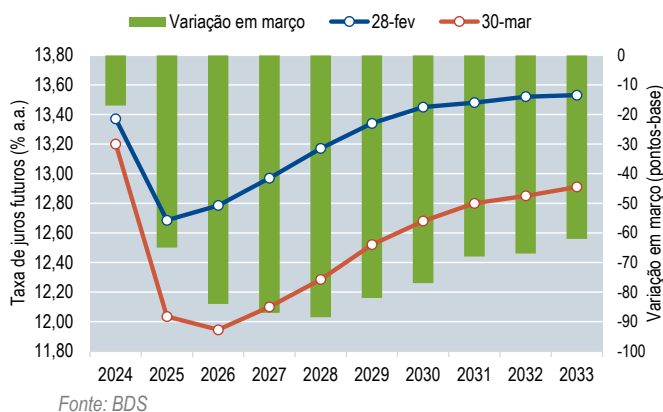
O S&P500, que chegou a operar em baixa de 3% no pior momento do mês, após o evento do SVB, recuperou-se de maneira importante, fechando em alta de 3,5%. Esta recuperação veio na esteira, primeiro, da firme atuação do Fed no caso SVB, o que tranquilizou os investidores. Além disso, também a indicação de fim próximo do ciclo de aperto monetário foi positiva para ativos de risco de maneira geral, e para a bolsa em particular. O S&P500, seguindo a piora generalizada dos ativos de risco, fechou em queda de 2,6%, depois de trabalhar em leve alta até a publicação do PCE de janeiro bem acima das expectativas.

Cenário Local

Renda Fixa

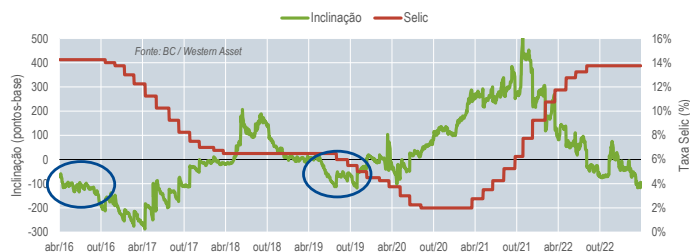
Os problemas enfrentados pelos bancos no exterior, combinado com o aperto das condições de crédito internas que começaram a se intensificar após os problemas apresentados pelas Lojas Americanas, fez crescer a convicção do mercado de juros de que a política monetária pode ser afrouxada mais cedo do que mais tarde, apesar da desancoragem das expectativas de inflação e da ainda alta e resiliente inflação de serviços. Por isso, apesar do tom hawkish do BC na última reunião do Copom, a curva de juros cedeu de maneira relevante, como podemos observar no Gráfico 1.

Gráfico 1: Curva de Juros prefixados



Podemos observar como as quedas mais relevantes ocorreram nos vencimentos mais longos, com a curva de juros assumindo a clássica inclinação positiva somente a partir do vencimento jan/26. Para termos uma ideia de quanto a curva está invertidamente inclinada no curto prazo, vamos observar como a inclinação entre a taxa Selic e o vencimento prefixado de um ano se comportou nos últimos anos, no Gráfico 2.

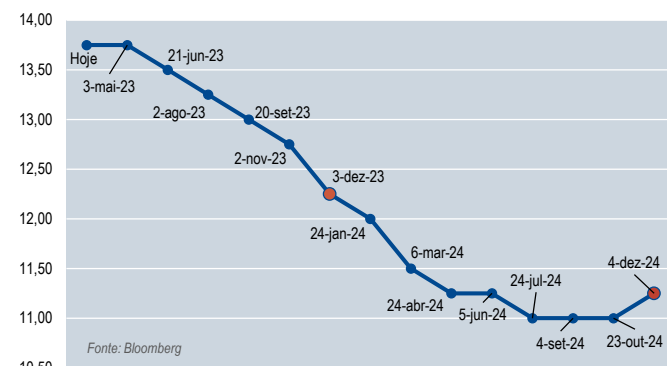
Gráfico 2: Inclinação Selic - taxa prefixada de 12 meses



Observe como, desde o início do atual processo de aperto monetário, a inclinação negativa entre o prefixado de 12 meses e a taxa Selic atingiu seu ponto mais baixo agora no final de março, em aproximadamente -100 pontos-base. É mais ou menos o mesmo nível que vigorava nas duas últimas vezes em que houve o início do afrouxamento da política monetária, no final de 2016 e em meados de 2019. Obviamente não é algo automático. No caso do ciclo de baixa de 2017, o BC de Ilan Goldfajn o fez de maneira extremamente lenta, o que fez com que a inclinação atingisse até -300 pontos-base no início do processo. Mas, no caso do BC de Campos Neto, os cortes de juros começaram logo depois que a inclinação atingiu -100 pontos-base. Claro que as condições são outras, temos uma persistência inflacionária maior, mas o mercado parece estar querendo dizer que as condições para o início da queda de juros estão dadas.

Podemos observar a mesma mensagem no Gráfico 3, em que temos a taxa Selic implícita na curva de juros, indicando que o mercado está embutindo, nos preços, uma Selic de 12,25% no final de 2023 e 11,25% no final de 2024, com o início do ciclo de cortes já no Copom de junho.

Gráfico 3: Taxa Selic implícita na curva de juros



Interessante observar que, apesar de apostar em uma redução dos juros no curto prazo, o mercado não vê um longo ciclo de cortes. A taxa terminal seria por volta de 11%, o que significaria uma taxa de juros real ex-ante ainda extremamente alta, se considerarmos a meta de inflação de 3%.

Este ceticismo do mercado com relação a quão baixa pode ser a taxa Selic parece ter relação com as inconsistências acumuladas neste início de governo, com ruídos na política fiscal e na própria política monetária, em que ataques ao BC e à meta de inflação tornaram o cenário muito confuso. Com o objetivo de endereçar uma parte desse ruído, o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, anunciou, no final do mês, o tão aguardado “arcabouço fiscal”, em que, supostamente, se garantiria a convergência da trajetória da dívida pública ao longo do tempo.

Ainda faltam muitos detalhes, pois a ideia central do arcabouço foi desenhado em apenas um slide de uma apresentação em Powerpoint, mas cálculos preliminares indicam que os objetivos de superávit primário (de até 1% em 2026) não poderiam ser atingidos somente com a regra de controle de gastos apresentada, necessitando de um aumento relevante e permanente de arrecadação (cerca de 1% do PIB, de acordo com cálculos preliminares e dependendo das premissas adotadas). Além disso, ao usarmos um superávit primário de 1%, a possibilidade da convergência da trajetória da dívida também necessita de algumas premissas relativamente fortes.

Podemos analisar este plano fiscal como o copo meio cheio ou meio vazio. O copo meio cheio é o fato de o plano incorporar alguma regra de controle de gastos, que teriam seu crescimento disciplinado de alguma forma. O copo meio vazio, por outro lado, é o fato de que não está nada claro como este plano irá, de fato, controlar o crescimento da dívida pública ao longo do tempo. De qualquer forma, trata-se ainda de um esboço rudimentar, que deverá ser detalhado ao longo dos próximos dias e semanas, com a redação do projeto de lei e o anúncio de medidas complementares de arrecadação. Aguardemos.

Câmbio

Em um mês de fraqueza do dólar, o real valorizou-se 3,4% contra a moeda norte-americana, sendo uma das moedas de melhor performance em março. A sinalização de fim do ciclo de aperto monetário por parte do Fed atuou para a desvalorização do dólar, mas a performance da moeda brasileira tem chamado a atenção, indo na contramão dos outros ativos de risco locais. Talvez o grande diferencial de juros reais explique uma parte desse comportamento.

Continuamos sendo da opinião de que uma valorização adicional mais consistente da moeda deveria ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais definitivo da questão fiscal.

Bolsa

A bolsa brasileira apresentou uma das performances mais fracas dentre as bolsas globais, valorizando-se 0,2% no mês, graças principalmente à boa performance da moeda. O cenário para as empresas brasileiras, que já não vinha bem com as taxas de juros altas e o aperto de crédito, deteriorou-se com o anúncio do novo marco fiscal. Na ocasião, o ministro da Fazenda citou a necessidade de mudança de regime de tributação de alguns setores, sem citar quais deixando uma sombra de incerteza sobre

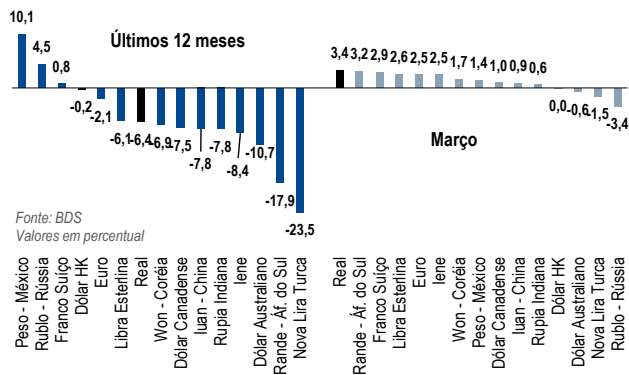
a projeção de lucros futuros de uma série de empresas.

Para avaliar o potencial de alta da bolsa neste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,0x ao final deste período (no final de janeiro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,0x). Estimamos queda de lucros de 17% em 2023, crescimento de 6% em 2024 e de 9% em 2025. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 8,0x daqui a um ano (em mar/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mar/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 29% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em mar/23.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está significativamente abaixo da média dos últimos 5 anos, de 10,6. Obviamente, um eventual re-rating da bolsa local para múltiplos P/L mais altos é dependente de uma melhora na percepção de risco-país e de uma redução do custo de oportunidade no mercado local (juros reais longos mais baixos).

Moedas (contra o dólar)

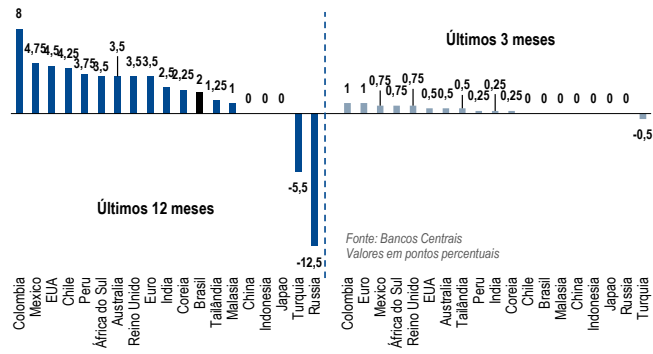
Mês de desvalorização global do dólar, em função da confirmação de que o fim do aperto monetário está próximo. O real destaca-se pela alta taxa real de juros.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

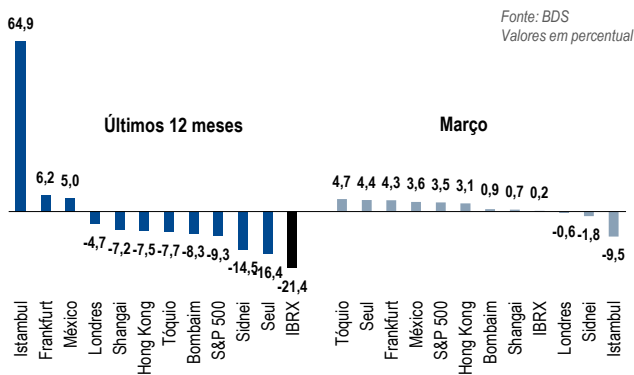
O Brasil continua no restrito grupo de países que não mexeram na taxa básica de juros nos últimos 3 meses, dado que começou antes o ciclo de aperto monetário.



Fonte: Bancos Centrais
Valores em pontos percentuais

Bolsas do mundo (em dólar)

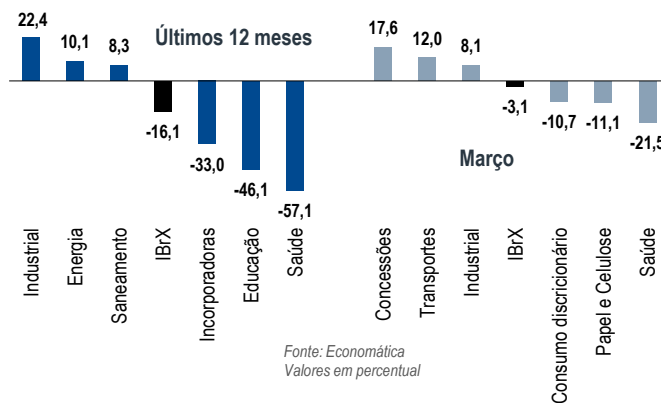
A bolsa brasileira novamente ficou entre as piores do mundo em março, sendo a que mais recuou nos últimos 12 meses.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

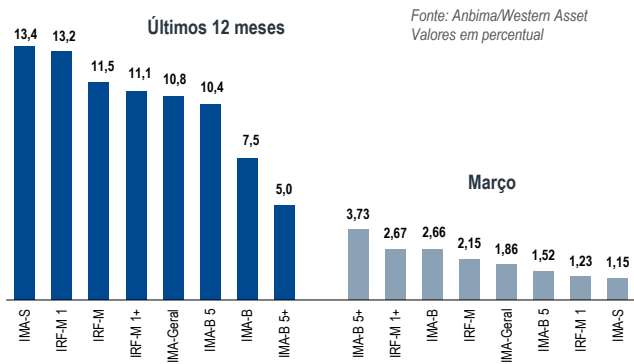
Com o recuo das taxas de juros no mês, o destaque foi para o setor de Concessões. Por outro lado, Saúde continua sendo o setor mais problemático da bolsa local.



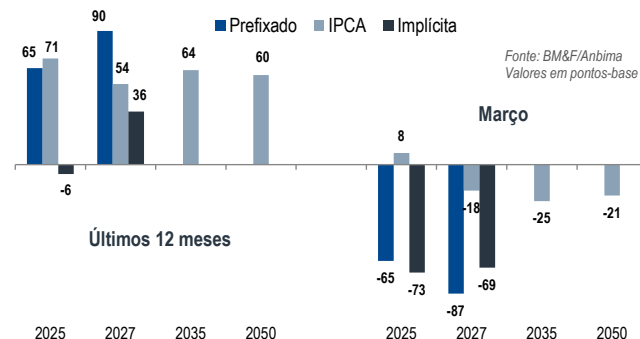
Fonte: Economática
Valores em percentual

Renda fixa local

Em um mês bastante positivo para as taxas de juros, os destaques ficaram com os índices mais longos em função do movimento praticamente paralelo da curva de juros. Na parte mais curta, tivemos um recuo expressivo da inflação implícita.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual



Fonte: BM&F/Anbima
Valores em pontos-base

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 2023. 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.