



## Sumário

- A diminuição da percepção de uma crise bancária mais aguda fez com que as taxas de juros voltassem a subir nos EUA.
- A curva de juros local recuou mais uma vez, refletindo surpresas positivas de inflação e precificando o início do ciclo de corte de juros por parte do BC.
- O real seguiu a tendência global de desvalorização em relação ao dólar.
- A performance da bolsa brasileira foi positiva em comparação com a média global, liderada pelos setores mais sensíveis às taxas de juros.

## Visão do Gestor

### Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O projeto do arcabouço fiscal ficou mais austero em sua passagem pela Câmara dos Deputados.	↑	↑	↑
O IPCA-15 veio abaixo das expectativas.	↑	↓	↓
Um acordo foi alcançado para elevar o teto da dívida nos EUA	↑	↑	↑

## Cenário Global

O Comitê de Política Monetária do Fed (FOMC, na sigla em inglês) mudou ligeiramente o texto do comunicado após a reunião de maio em relação à última, em março, sinalizando uma possível pausa no ciclo de aperto monetário. Até março, o comunicado afirmava que “o Comitê antecipa que algum aperto monetário adicional poderia ser apropriado”. Neste último comunicado, o FOMC retirou o trecho “o Comitê antecipa”, o que deixa em aberto os seus próximos movimentos, mensagem que foi lida como pausa. Por outro lado, a curva de juros acabou por devolver parte do alívio de março, quando o mercado precificou uma crise bancária sistêmica e as taxas de juros recuaram de maneira relevante. Na medida em que a crise foi ficando para trás, e as conversas sobre a elevação do teto da dívida foram avançando, a curva de juros voltou a subir. Também contribuiu para esse movimento alguns dados mais fortes de atividade econômica, principalmente vendas no varejo acima das expectativas. No Gráfico 1, podemos observar o comportamento da Treasury de 10 anos neste ano, em que fica clara a mudança de patamar das taxas de juros agora em maio.

Gráfico 1: Treasury 10 anos



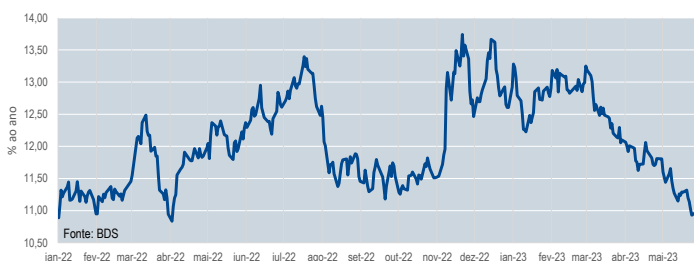
Sem grandes triggers, a bolsa norte-americana andou de lado no mês, com baixa volatilidade. Os destaques positivos foram, novamente, as ações de tecnologia, lideradas pelos papéis de Nvidia, que apresentou resultados acima do esperado e apontou um guidance bastante otimista com base nos desenvolvimentos de inteligência artificial. A IA parece ser a nova fronteira tecnológica, repetindo o papel da popularização da internet nos anos 2000.

## Cenário Local

### Renda Fixa

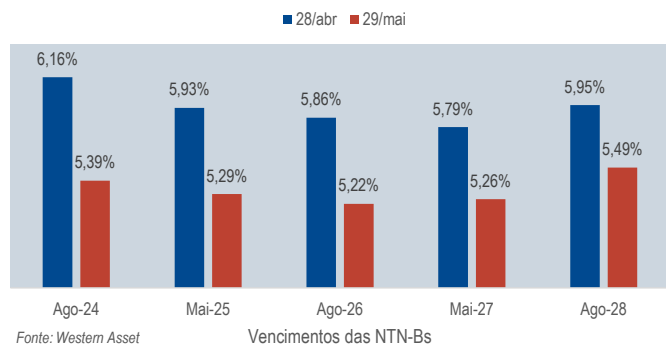
Mai completou o terceiro mês seguido de rally das taxas de juros. Conforme podemos observar no Gráfico 2, o DI Jan27, vencimento na parte intermediária da curva, atingiu o ponto mais baixo dos últimos 12 meses, abaixo dos 11% ao ano.

### Gráfico 2: DI Jan 27



Mas o que realmente chamou a atenção no movimento das curvas de juros foi o fechamento brutal da inflação implícita no curto prazo. Como podemos observar no Gráfico 3, a inflação implícita na NTN-B com vencimento em ago-2024 recuou quase 80 pontos-base em apenas um mês, resultado do recuo do prefixado deste prazo e da abertura do cupom das NTN-Bs mais curtas.

### Gráfico 3: Inflações Implícitas



Além do efeito positivo de curto prazo da redução dos preços dos combustíveis, é o mercado reconhecendo os efeitos de uma política monetária austera, que vem obtendo, aos poucos, importantes avanços na convergência da inflação para a meta. Conforme podemos ver no Gráfico 4, desde o pico das leituras da inflação de serviços e dos núcleos, em agosto do ano passado, a inflação de serviços recuou

quase 3 pontos percentuais, enquanto os núcleos recuaram 4 pontos percentuais. Ambas as medidas ainda se encontram bem acima do desejável, mas a trajetória é positiva. Provavelmente por isso, a inflação implícita para 2024 apresentou recuo relevante agora em maio.

Esse movimento positivo de curto prazo, no entanto, esconde alguns desafios estruturais, que podem limitar a queda da Selic ao longo do tempo. O primeiro é a dúvida sobre a meta de inflação desejada pelo governo ao longo do tempo. Mesmo que a reunião de junho do CMN confirme a meta de 3% para o ano que vem e os dois anos seguintes, a preferência revelada deste governo é por uma meta mais elevada, se considerar ser esta uma condição necessária para que o BC reduza os juros. Assim, seria uma questão de tempo para que este assunto volte à pauta, caso o BC interrompa o ciclo de queda de juros antes de atingir um nível aceitável pelo governo. O segundo desafio é fiscal: apesar de termos um arcabouço fiscal com algumas amarras importantes, está-se longe de garantir a produção de superávits primários em um horizonte razoável, a menos que haja um aumento importante (e, até o momento, improvável) de carga tributária. Ou seja, ao longo do tempo, o mais provável é que tenhamos a continuidade do impulso fiscal expansionista, dificultando a vida do Banco Central. Hoje, a curva de juros embute uma Selic terminal de 9,75%, o que, dadas essas condições de contorno, parece ser um piso. Claro, as condições externas podem eventualmente continuar favoráveis, com o desaquecimento da atividade e o recuo das pressões inflacionárias em nível global, o que permitiria ao BC avançar no afrouxamento monetário mesmo em condições domésticas não ideais. Mas essas condições domésticas, se não endereçadas, sempre constituirão um piso para a taxa de juros.

Por fim, um comentário sobre o mercado de crédito, que vem sofrendo desde o evento Americanas, com aumento de spreads causado por vendas forçadas de papéis e pelo aumento da percepção de risco sistêmico de crédito. Observamos uma pausa nesse aumento dos spreads de crédito neste mês de maio, provavelmente porque o fluxo de resgates de fundos de crédito diminuiu de maneira relevante. Além disso, a percepção do risco sistêmico de crédito melhorou com a perspectiva do início, em breve, do ciclo de afrouxamento monetário por parte do Banco Central. Assim, os investimentos em crédito, hoje, contam com spreads bastante elevados, o que contribui para performances bem acima do CDI, mesmo sem que os spreads voltem aos níveis pré-Americanas. Nossa avaliação é que, ao longo do tempo, os spreads de crédito irão recuar, ainda que lentamente, o que deve ajudar ainda mais a performance dessa classe de ativo.

### Câmbio

Depois de ter atingido a mínima de R\$ 4,91 no fim da primeira quinzena do mês, o real voltou a desvalorizar-se, fechando maio novamente acima do nível de R\$ 5,00, com desvalorização de 1,3%, em resposta, principalmente, à perspectiva do início do ciclo de afrouxamento monetário por parte do BC. Ainda que este início ainda seja incerto, o mercado começou a colocar nos preços uma taxa de juros mais baixa,,

e isso acabou por afetar negativamente a moeda. De qualquer forma, não foi uma má performance do real, considerando-se que o dólar, de maneira geral, se fortaleceu ao longo do mês no mercado global de moedas, seguindo a elevação da curva de juros nos EUA durante o mês.

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

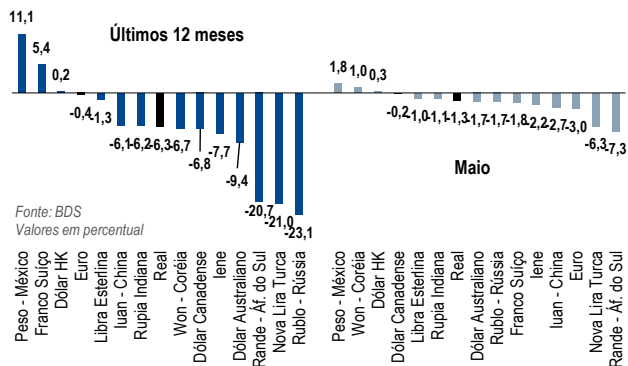
Com a perspectiva do início do ciclo de afrouxamento monetário, a bolsa brasileira apresentou boa performance, puxada pelos setores mais sensíveis às taxas de juros. O IBrX subiu 3,6%, voltando ao nível do início do ano. No entanto, avaliamos que o cenário para as empresas brasileiras continua delicado, em função da necessidade de o governo aumentar a arrecadação para manter em pé o novo arcabouço fiscal. Para tanto, pode ser necessária a mudança do regime de tributação de alguns setores, o que deixa 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 maio, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,3x). 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 mai/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mai/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 24% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em mai/23.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está significativamente abaixo da média dos últimos 5 anos, de 10,4x. 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).

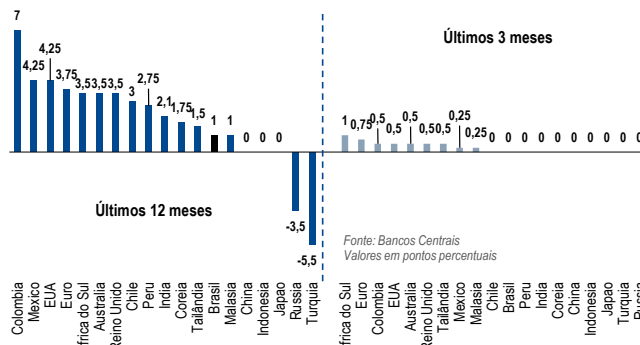
### Moedas (contra o dólar)

Interrompendo uma série de meses de valorização, o real seguiu a tendência global de desvalorização em relação ao dólar, em função da elevação da curva de juros nos EUA.



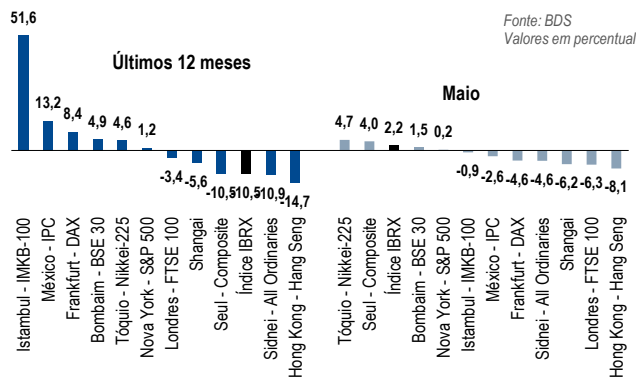
### Taxas básicas de juros - variação

O Brasil está no cada vez menos restrito grupo de países que não mexeram na taxa básica de juros nos últimos 3 meses. O aperto monetário global vai chegando ao fim.



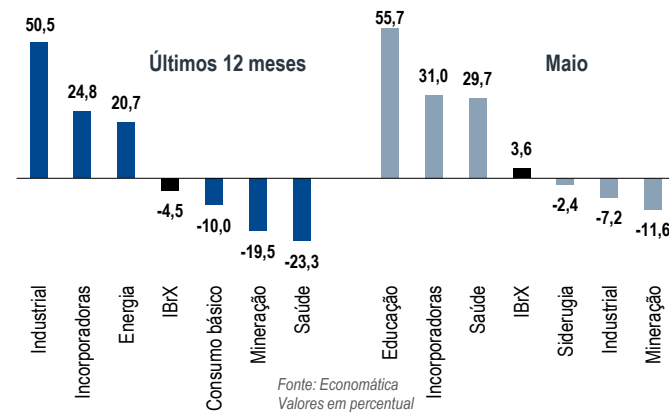
### Bolsas do mundo (em dólar)

Apesar da realização no final do mês, a bolsa brasileira apresentou performance razoável em maio, se comparada com seus pares globais.



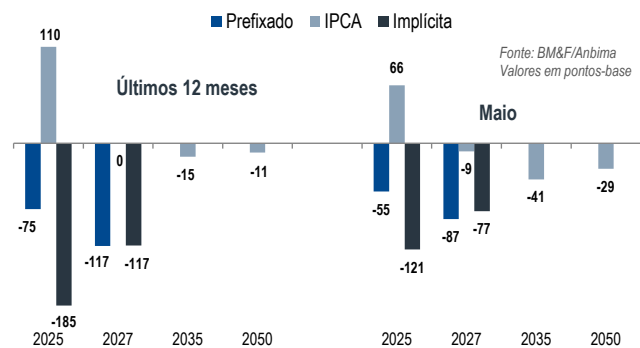
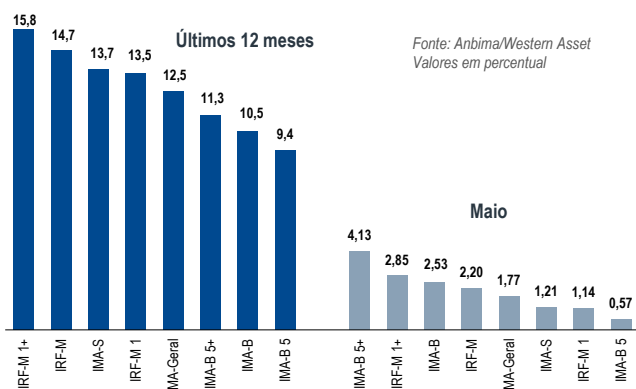
### Principais destaques da bolsa

Setores mais sensíveis à taxa de juros foram os que mais se destacaram no mês, em que dominou a perspectiva do início do ciclo de redução dos juros.



### Renda fixa local

Com o IPCA-15 vindo bem abaixo das expectativas e a redução dos preços dos combustíveis, o mercado embarcou em uma revisão mais intensa das projeções de inflação, o que causou o recuo das taxas prefixadas e a elevação dos cupons das NTN-Bs de curto prazo, o que se refletiu negativamente na performance do IMA-B5.



*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](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.*

*© 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.*