

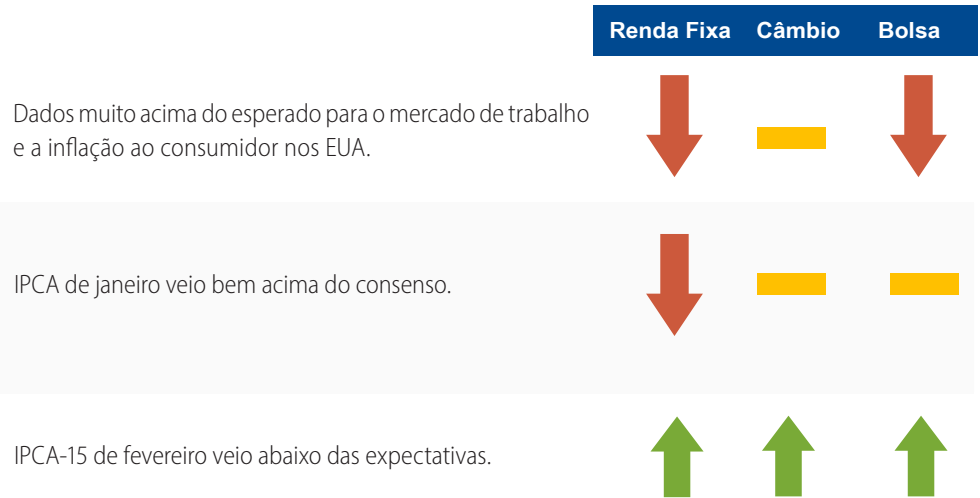


Sumário

- A curva de treasuries subiu de maneira relevante, refletindo as incertezas do mercado em relação aos próximos passos do Fed.
- A curva de juros local também subiu, mas em intensidade menor do que a curva norte-americana, provavelmente porque os juros reais já se encontram em patamar razoavelmente alto.
- Com a alta dos juros, o dólar se valorizou marginalmente no mercado global. O real ficou praticamente estável no mês.
- A bolsa local subiu muito menos que as bolsas asiáticas e a bolsa de Nova York, mostrando dificuldade em ultrapassar o patamar atual.

Visão do Gestor

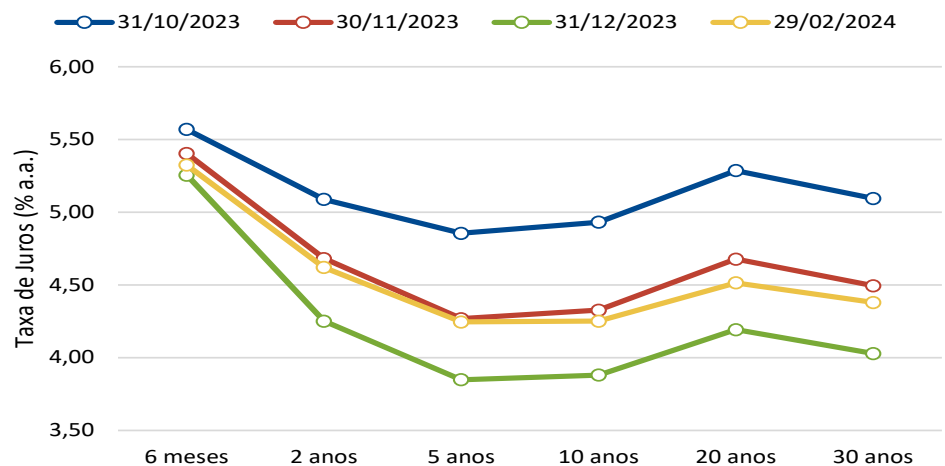
Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês



Cenário Global

O ano definitivamente não começou de maneira positiva para o mercado de treasuries e, por extensão, para as taxas de juros globais. Depois de um mês de janeiro em que os mercados reverteram parte das expectativas otimistas com que encerraram o ano de 2023 em relação aos passos seguintes da política monetária nos EUA, o mês de fevereiro foi marcado por uma deterioração ainda pior das expectativas. No Gráfico 1, podemos observar a evolução recente da curva de juros nos EUA, do pior ponto em outubro do ano passado, passando pelo melhor ponto em dezembro, e retornando para o nível de novembro do ano passado agora em fevereiro. Ou seja, estamos acompanhando uma acomodação do mercado de juros nos EUA, em busca de um ponto de equilíbrio.

Gráfico 1: Curva de Juros nos EUA



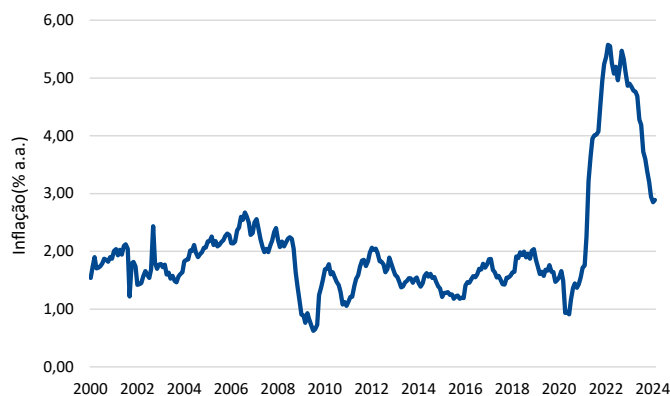
Fonte: Bloomberg

Este ponto de equilíbrio considera, principalmente, as avaliações sobre o provável caminho a ser adotado pelo Fed na administração da taxa básica de juros, o que está longe de estar claro. No final do ano, a curva de juros embutia 80% de chance do início do ciclo de cortes começar agora em março. Dois meses depois, essa mesma probabilidade caiu para menos de 5%. As chances de algum corte em maio, por sua vez, caíram para 25% de uma quase certeza dois meses atrás. Dados negativos de inflação e emprego, além de declarações mais hawkish de dirigentes do Fed, serviram para colocar água no chopp do mercado.

A questão que se coloca, para aqueles que não estão preocupados com o timing do início do corte de juros mas com o nível geral da curva de juros, é até qual nível o Fed terá condições de levar a taxa básica de juros. A curva de juros a termo sugere que a taxa terminal para os Fed Funds no final desse ciclo de relaxamento monetário poderia ser algo entre 3,50% e 3,75%. Assumindo que a inflação se aproxime de 2% em algum momento no futuro, os preços correntes sinalizam que a taxa de juros real de longo prazo estaria entre 1,5% e 2,0% a.a., em claro contraste com as expectativas do próprio Fed, de uma taxa de juros neutra no longo prazo em torno de 0,5%. Assim, a parte mais longa da curva está em 4,25%-4,50%, o que consideramos ser um nível alto, levando em conta que a meta de inflação do Fed é 2%. Por isso, avaliamos que ainda há espaço para recuos substantivos da curva de juros dos EUA, independentemente do momento do início do ciclo de cortes. Este cenário, claro, depende da convergência consistente da inflação para a meta, o que já está em curso, conforme podemos observar no Gráfico 2, onde mostramos o núcleo do deflator do PIB (PCE), o índice de inflação preferido pelos diretores do Fed.

Depois de mais de uma década rodando entre 1% e 2% ao ano, a inflação explodiu no pós-pandemia para algo acima de 5%, e começou a recuar de maneira mais consistente somente a partir de meados do ano passado. Há ainda um longo caminho a percorrer, e talvez o Fed precise perseverar um pouco mais em sua política monetária mais restritiva, mas acreditamos que a inflação retornará para o seu nível anterior à pandemia, trazendo consigo as taxas de juros de prazos mais longos.

Gráfico 2: Núcleo do PCE - variação anual



Fonte: Fed St. Louis

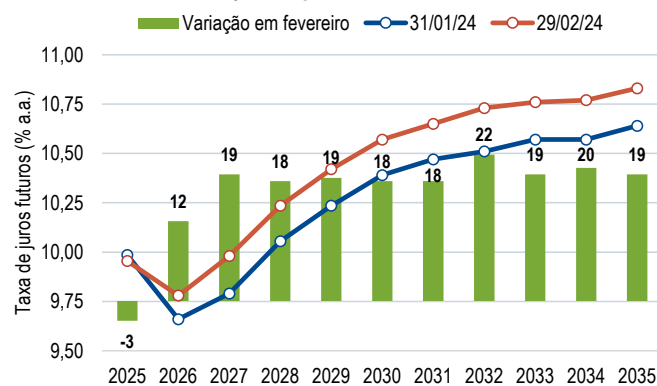
E, por incrível que possa parecer, mesmo em um mês em que o mercado de juros apresentou um ajuste forte, a bolsa americana continuou a subir como se nada estivesse acontecendo, voltando a desafiar a gravidade. O S&P500 subiu 5,2% no mês e ultrapassou a barreira psicológica dos 5.000 pontos. O destaque ficou por conta da fabricante de placas de circuitos integrados Nvidia, com alta de 29%, após a publicação de balanço com lucros muito acima das expectativas. No vácuo de Nvidia, outras empresas de tecnologia, como Facebook (+26%) e Uber (+22%) também foram destaques da bolsa americana.

Cenário Local

Cenário Local

A curva de juros no Brasil seguiu a tendência global e também subiu, conforme podemos observar no Gráfico 3.

Gráfico 3: Curva de juros prefixados



Fonte: BDS

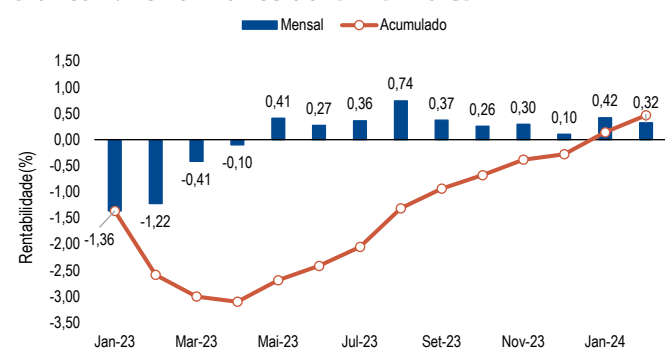
No entanto, a elevação dos juros aqui foi menor do que nos EUA, demonstrando uma certa resiliência do mercado local, provavelmente porque os juros já estão em patamar bastante elevado. Além disso, os dados econômicos não mostraram uma direção única. Um exemplo foram os dados de inflação: o IPCA de janeiro, publicado no início do mês, veio acima das expectativas, mas o IPCA-15 de fevereiro, publicado no final do mês, veio abaixo das expectativas. Em ambos os casos, o núcleo da inflação veio mais ou menos em linha com o consenso, não se constituindo em uma evidência que poderia fazer o BC mudar de rumo.

Com relação aos dados fiscais, as notícias foram marginalmente positivas, com uma arrecadação acima das expectativas em janeiro. No entanto, a mudança da meta fiscal para este ano continua sendo o cenário mais provável e, neste caso, não houve nenhuma novidade.

A curva de juros reais subiu levemente na parte mais longa e de maneira mais intensa na parte mais curta, resultando em um marginal da inflação implícita nos vencimentos mais longos e uma redução da inflação implícita na parte mais curta da curva de juros, principalmente após a publicação do IPCA de janeiro. Assim, a curva de inflação implícita em fevereiro ficou mais inclinada com as implícitas curtas caindo bastante e as implícitas longas subindo.

Por fim, o crédito apresentou mais um mês de performance positiva, completando dez meses de recuperação após o impacto de Americanas no primeiro trimestre. No Gráfico 4, podemos observar os retornos mensais do IDA-DI (um índice que mede a performance de títulos corporativos de crédito atrelados ao CDI) em relação ao CDI.

Gráfico 4: Performance do IDA-DI vs CDI



Fonte: BDS

Câmbio

Com a elevação dos juros nos EUA, era de se esperar uma valorização global do dólar, o que acabou ocorrendo, mas de maneira muito menos intensa do que se poderia esperar dado o movimento dos juros. Nessa linha, o real permaneceu praticamente estável em fevereiro, com desvalorização de apenas 0,3% em relação ao dólar. A volatilidade da moeda continua baixa, com o real operando, em grande parte do tempo, no intervalo de R\$4,80 a R\$5,00. Essa estabilidade tem sido notável, principalmente se considerarmos a grande volatilidade das taxas de juros globais. Vale mencionar que os crescentes superávits na balança comercial têm atenuado as oscilações na conta de capital e ajudado a manter o câmbio relativamente estável. Alguma apreciação adicional poderia ocorrer no momento em que ficar claro que o Fed poderá começar a relaxar a política monetária.

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

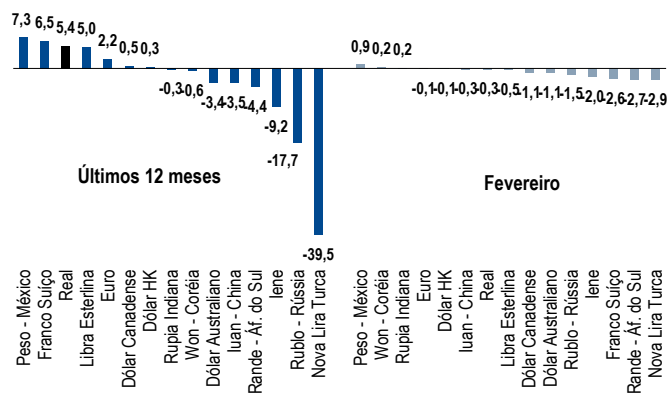
Em fevereiro, a bolsa brasileira subiu 1,0%, ficando para trás em relação às bolsas asiáticas e à bolsa americana. A correlação com as bolsas asiáticas (Hong Kong, Seul e Shanghai subiram entre 6% e 8%) em janeiro não se repetiu neste mês. Depois de atingir a sua máxima histórica no final do ano passado, a bolsa agora necessita de gatilhos renovados para passar a outro patamar. Esses gatilhos devem ser suficientes para se contrapor a uma taxa de juros real em queda, mas ainda bastante alta, à desaceleração chinesa, às tentativas de intervenção em empresas como a Vale ou a Eletrobrás, e a planos de investimentos duvidosos por parte da Petrobrás. São desafios que limitam uma valorização mais consistente da bolsa local. No médio prazo, a performance da bolsa parece também estar atrelada à trajetória da política monetária americana, no sentido de que alguma apreciação adicional poderia ocorrer no momento em que ficar claro que o Fed poderá começar a cortar os juros.

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 9,0x ao final deste período (no final de fevereiro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,3x). Estimamos crescimento de lucros de 14% em 2024, 11% em 2025 e 9% em 2026. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 9,0x daqui a um ano (em fev/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até fev/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 25% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em fev/24.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 9,9x. 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)

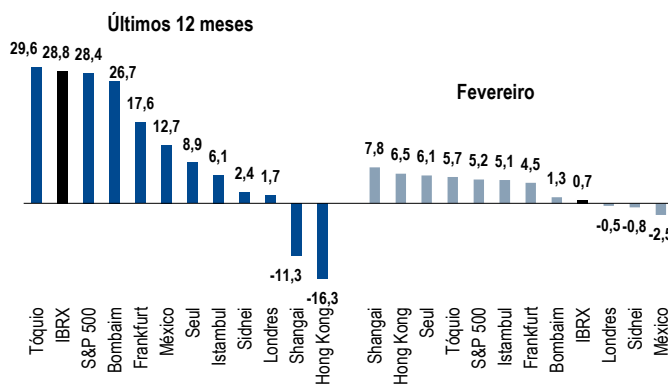
Em um mês de valorização do dólar mas de baixa volatilidade global do câmbio, o real permaneceu praticamente estável.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

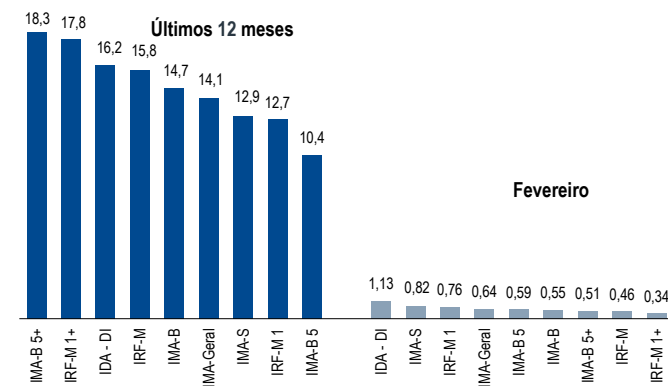
Mês muito positivo para as bolsas asiáticas (que vinham sendo o “patinho feio”), e para a bolsa americana, que continua desafiando a lei da gravidade.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

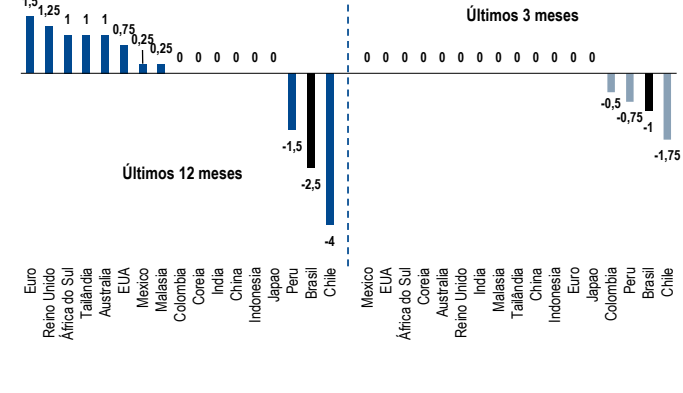
Novamente, a curva de juros local seguiu o mercado global e subiu em fevereiro, ainda que com menor intensidade do que nos EUA. Na ponta mais curta, as NTN-Bs subiram mais, resultando em queda da inflação implícita no mês, enquanto nos vencimentos mais longos a inflação implícita subiu. O IDA-DI, que mede a performance do crédito, foi o grande destaque positivo do mês.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

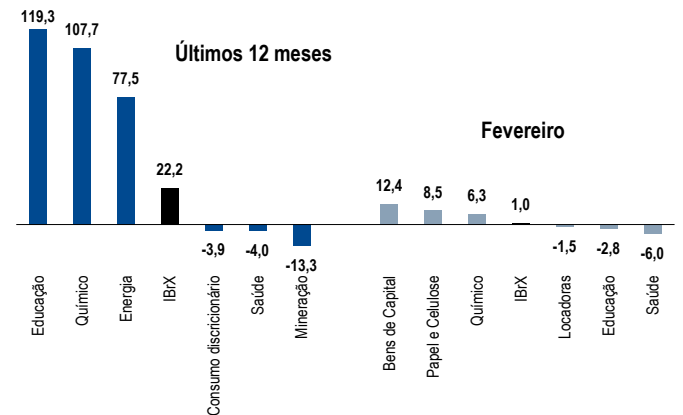
A América Latina lidera o movimento de corte de juros, que deve ser seguido pelas economias mais desenvolvidas em 2024.



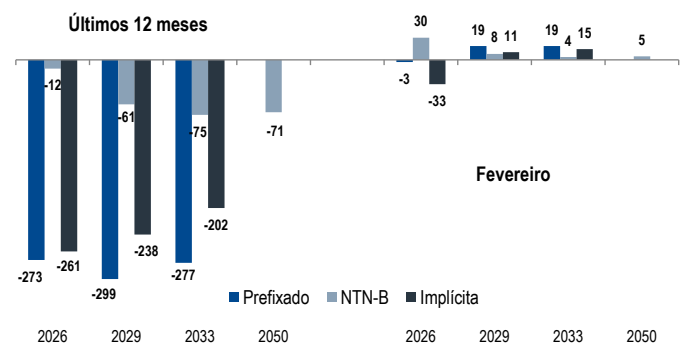
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

Embraer, Marcopolo e Weg puxaram a performance do setor de bens de capital em fevereiro, ao passo que as empresas do setor de saúde voltaram a sofrer.



Fonte: Econômica
Valores em percentual



Fonte: BM&F/Anbima
Valores em percentual

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 2024. 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.