



### Sumário

- A curva de treasuries permaneceu estável, mesmo com o FOMC mostrando-se reticente com o timing do início do ciclo de corte de juros. Por outro lado, as bolsas globais tiveram um mês positivo.
- A curva de juros local subiu pelo terceiro mês seguido, fechando um trimestre negativo para as taxas de juros, em função da resiliência da inflação e da atividade econômica.
- O dólar se valorizou marginalmente no mercado global e o real seguiu a tendência, desvalorizando-se de maneira marginal também.
- A bolsa local foi na contramão das bolsas globais, recuando e mostrando dificuldade em ultrapassar o patamar atual sem evolução consistente no cenário de juros doméstico e nos EUA.

# Visão do Gestor

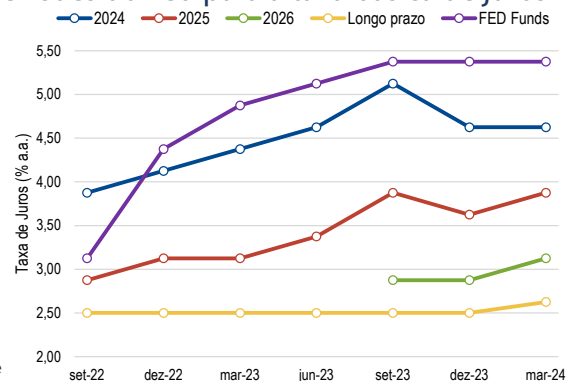
## Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Petrobras anunciou dividendos muito menores do que as expectativas.	Yellow bar	Yellow bar	Red arrow down
Vendas do varejo e Serviços vieram muito acima das expectativas.	Red arrow down	Yellow bar	Yellow bar
Número de vagas formais (CAGED) veio acima das expectativas.	Red arrow down	Yellow bar	Red arrow down
O BC retirou a menção a "próximas reuniões" para se referir à continuidade dos cortes de juros de 50 pontos-base.	Red arrow down	Green arrow up	Yellow bar

### Cenário Global

Março é um dos quatro meses do ano em que os diretores do Fed, seguindo uma tradição que se iniciou em 2012, publicam os seus prognósticos para as principais variáveis macroeconômicas da economia americana (PIB, inflação, emprego) e as suas projeções para os próximos passos da política monetária. No Gráfico 1, temos a evolução dessas projeções para a taxa de juros básica.

Gráfico 1: Previsões do Fed para a taxa básica de juros



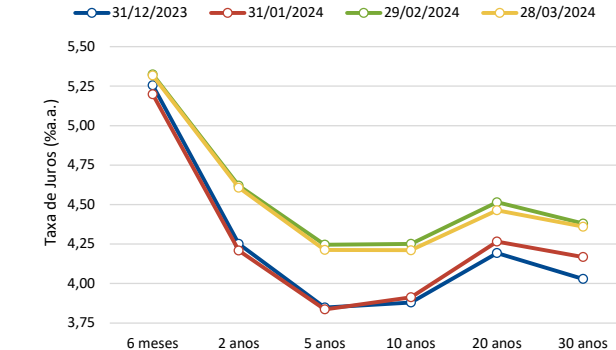
Fonte: Federal Reserve

Observe como não ocorreram mudanças relevantes entre as projeções de dezembro e as de março. Houve apenas uma pequena elevação para as taxas terminais de 2025 e 2026 e para a taxa de longo prazo, o que significa que os diretores do Fed veem espaço ligeiramente menor para derrubar as taxas de juros em prazos mais longos. Em dezembro, a previsão era de 3 cortes em 2024, 4 cortes em 2025 e mais 3 cortes em 2026. Agora em março, o número para 2025 foi reduzido para 3 cortes na taxa básica, sem compensação em 2026, o que resulta em uma taxa terminal um pouco mais alta.

Mas a grande questão não é realmente este pequeno ajuste. O problema é que os diretores do Fed ainda demonstram, em geral, bastante desconforto com relação à convergência da inflação, o que se traduz em um ciclo de afrouxamento monetário extremamente lento. Os três últimos ciclos de redução dos juros foram muito mais rápidos: em 2001, a taxa básica veio de 6,50% para 1,75% em um ano; em 2007/2008, a taxa foi reduzida de 5,25% para zero em um ano e três meses; e, finalmente, em 2019/2020, os Fed Funds vieram de 2,25% para zero em meros 8 meses. Em comum, esses três ciclos tiveram como pano de fundo recessões brutais. O primeiro foi uma reação ao estouro da bolha da Nasdaq, o segundo foi disparado pela Grande Crise Financeira e o terceiro foi devido à Covid. Nos últimos 25 anos, não tivemos a experiência de redução de juros sem que houvesse uma grande recessão. A única exceção foi o início do último ciclo, entre julho e novembro de 2019, quando o Fed reduziu a taxa de juros de 2,50% para 1,75% em três reuniões seguidas e depois parou, retomando os cortes emergencialmente no início da pandemia. Este mini-ciclo, no entanto, não nos permite inferir nada, dado que estamos em um ambiente completamente diferente.

Fato é que a inflação vem convergindo para a meta de 2% de maneira muito lenta e, como frisado no comunicado pós-reunião do Comitê de Política Monetária (FOMC), “o Comitê está fortemente comprometido em trazer a inflação para o seu objetivo de 2%”. Explica-se, então, essa trajetória até certo ponto estranha da política monetária apontada pelos diretores do Fed, em que se levaria ao menos dois anos para reduzir os juros em 3 pontos percentuais. De qualquer modo, a reunião de março não trouxe nenhuma novidade significativa, o que se traduz em taxas de juros praticamente estáveis no mês de março, conforme podemos observar no Gráfico 2.

Gráfico 2: Curva de Juros nos EUA



Fonte: Bloomberg

Nosso cenário-base é que o atual nível das taxas de juros é mais do que suficiente para manter a trajetória de crescimento dos EUA em desaceleração, sem chegar a uma recessão. No que diz respeito à inflação, a demanda mais fraca por produtos industriais em vários países e as pressões deflacionárias vindas da China, além dos efeitos das condições monetárias mais restritivas, continuarão aliviando as pressões sobre os preços globalmente. Continuamos a manter esta visão a longo prazo, mesmo que os dados recentes de inflação e consumo venham desafiando esta tese.

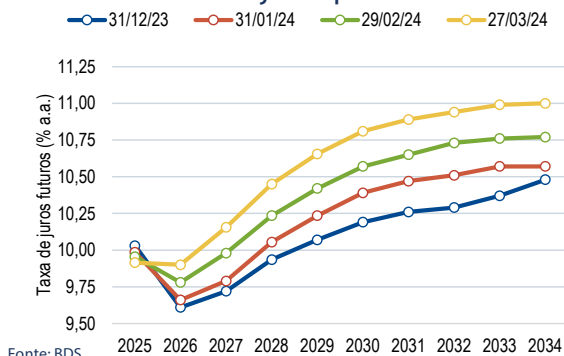
Com relação à bolsa americana, o S&P500 continua desafiando a gravidade, subindo mais 3,1% em março e fechando o 1º trimestre com alta de 10,2%. Segundo estimativa da Bloomberg, o P/L da bolsa americana atingiu 21x, nível que havia abandonado após o início da Guerra na Ucrânia, mas ainda abaixo do nível acima de 22x que prevaleceu até meados de 2021. O grande destaque continuou sendo Nvidia, que subiu mais 15,1% no mês. No entanto, não foi uma performance uniforme no setor de tecnologia, principalmente entre as chamadas “Magnificent Seven”: Apple, por exemplo, recuou 3,6%, enquanto Tesla, que continua sofrendo com a concorrência chinesa, caiu 11,6%. Facebook, Microsoft, Netflix e Amazon, por sua vez, tiveram performance inferior ao índice, o que demonstra que esta performance do S&P500 não está baseada somente em ações de tecnologia. Como exemplo, um dos destaques positivos foi Target, uma varejista, que subiu 17,0% no mês.

## Cenário Local

### Renda Fixa

A curva de juros local subiu mais um pouco em março, completando um trimestre negativo para posições prefixadas. Ao contrário do que ocorreu na curva de treasuries, que subiu somente em fevereiro, reagindo a uma mensagem mais hawkish do Fed e números ruins de inflação, aqui a subida da curva de juros se deu de maneira uniforme e constante ao longo do trimestre, conforme podemos observar no Gráfico 3.

Gráfico 3: Curva de juros prefixados

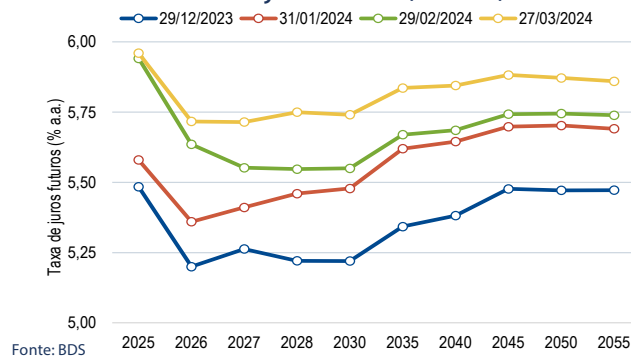


Claro, a elevação da curva de juros nos EUA certamente teve a sua influência no comportamento da curva local, mas temos os nossos fatores domésticos também. Números de inflação e de atividade incomodamente acima das expectativas fizeram com que o BC mudasse o forward guidance em sua última reunião do Copom, sinalizando apenas mais um corte de 50 pontos-base na Selic e deixando os próximos passos em aberto, a depender dos dados. Considerando que a taxa Selic está hoje em 10,75% e que na reunião de 08/maio será reduzida para 10,25%, teremos ainda 125 pontos-base até os 9% que hoje é o consenso do relatório Focus para a taxa Selic no fechamento de 2024. Para alcançar este patamar de juros, seria preciso cortar 25 pontos-base em cada uma das 5 reuniões começando em junho. É possível, mas trata-se de um ritmo mais lento do que o mercado esperava no final do ano passado, se é que vai ocorrer. Hoje, a curva de juros embute uma taxa terminal de 9,75% para a Selic, indicando um certo grau de ceticismo com relação ao espaço que o BC teria para trazer a Selic muito abaixo do nível que se espera que alcance em maio.

Apenas para lembrar, estamos falando de uma inflação de aproximadamente 3,5% para os próximos 12 meses e adiante de acordo com o relatório Focus, o que significaria uma taxa de juros real acima de 6% para uma Selic de 9,75%. Mesmo a 9%, a Selic embutiria uma taxa de juros real de 5,5%, o que ainda estaria no campo restritivo. A não ser que o Focus esteja muito otimista com a inflação.

E por falar em taxas de juros reais, o Gráfico 4 mostra a sua evolução neste primeiro trimestre do ano.

Gráfico 4: Curva de juros reais (NTN-B)



Podemos observar que, a exemplo da curva de juros prefixados, os juros reais também subiram de maneira constante ao longo do trimestre, indicando que o mercado vem precificando taxas de juros reais mais altas ao longo do tempo, aproximando-se dos 6%. Em uma perspectiva de mais longo prazo, ainda estamos distantes dos piores momentos do início do ano passado quando, à falta de uma regra fiscal, o cupom das NTN-Bs mais longas chegaram a bater 6,50%, conforme podemos observar no Gráfico 5.

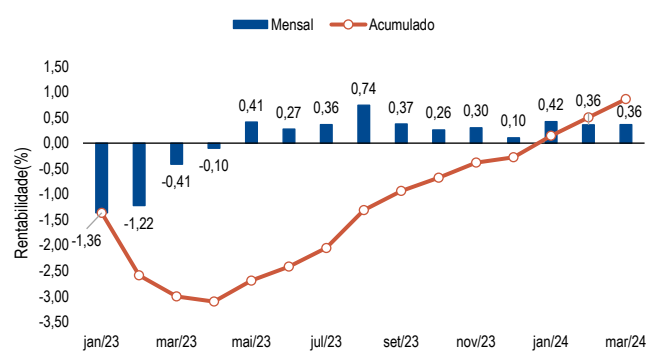
Mas, de qualquer forma, aparentemente estamos em um novo regime, com taxas reais acima de 5,5% desde o início de 2022. Vivemos um período semelhante entre 2014 e 2016, quando as incertezas fiscais mantiveram a taxa real consistentemente acima de 5,5%. Hoje, além das incertezas fiscais, vivemos em um cenário pós-pandemia, com as taxas de juros reais mais altas no mundo inteiro. Assim, será preciso muito trabalho duro para trazer essa taxa para baixo de 5% novamente.

Gráfico 5: Cumpom da NTN-B 2050



Por fim, o crédito apresentou mais um mês de performance positiva, completando onze meses de recuperação após o impacto de Americanas no primeiro trimestre do ano passado. No Gráfico 6, 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. O fechamento de spreads continuou em março, demonstrando que, apesar do aumento da oferta no mercado primário de crédito, a demanda pela classe de ativo continua firme.

Gráfico 6: Performance do IDA-DI vs. CDI



## Câmbio

Mais um mês sonolento no câmbio, apesar de o real ter ultrapassado a marca psicológica dos R\$ 5,00. No final, a moeda brasileira fechou com desvalorização de 0,9% em relação ao dólar, tendo a pior performance em relação a moedas comparáveis, como o peso mexicano, o peso colombiano e o rande sul-africano no mês.

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 março, a bolsa brasileira, medida pelo IBrX, recuou 0,7%, sendo uma das piores performances entre as bolsas globais, que tiveram, em geral, um mês positivo.

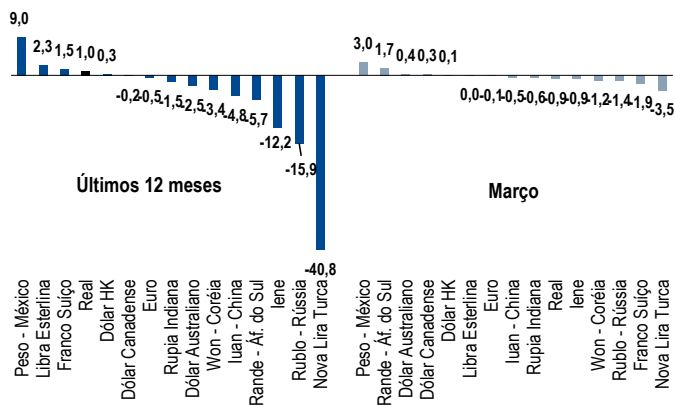
Depois de atingir a sua máxima histórica no final do ano passado, a bolsa agora necessita de gatilhos renovados para passar a outro patamar. Esses gatilhos devem ser suficientes para se contrapor a uma taxa de juros real ainda bastante alta, à desaceleração chinesa, às tentativas de intervenção em empresas como a Vale ou a Eletrobras, e a planos de investimentos duvidosos por parte da Petrobras. São desafios que limitam uma valorização mais consistente da bolsa doméstica. 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 março, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,2x). 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 mar/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mar/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 25% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em mar/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)

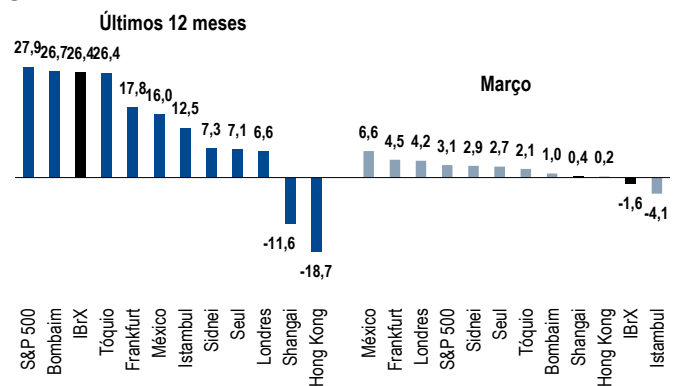
Em mais um mês de valorização do dólar mas de baixa volatilidade global do câmbio, o real permaneceu praticamente estável.



Fonte: BDS  
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

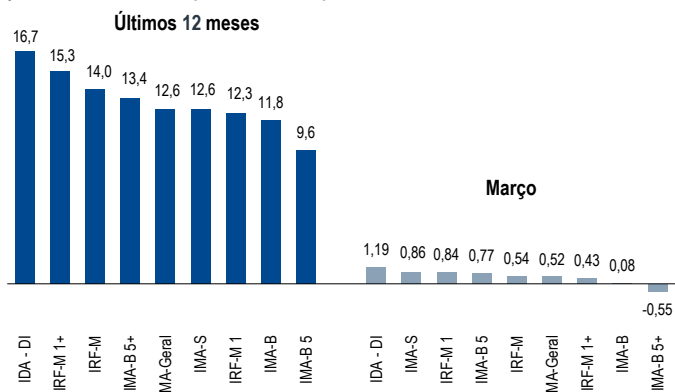
A bolsa brasileira foi exceção em um mês positivo para as bolsas globais.



Fonte: BDS  
Valores em percentual

Renda fixa local

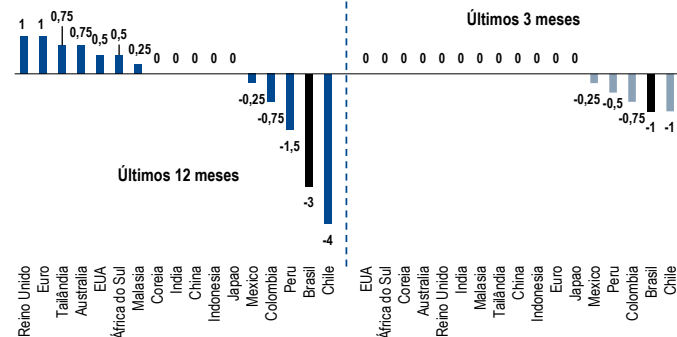
A curva de juros local continuou a subir em março. Desta vez, não houve a desculpa dos juros globais, que permaneceram estáveis ou até recuaram, como foi o caso dos juros na Europa. Os juros mais longos subiram mais, aumentando a inclinação da curva de juros. O IDA-DI, que mede a performance do crédito, foi novamente o grande destaque positivo.



Fonte: Anbima/Western Asset  
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

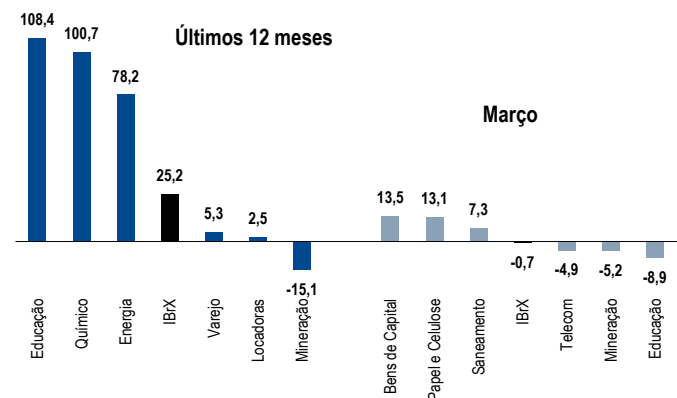
O México foi a última grande economia latino americana a iniciar o ciclo de corte de juros. Agora, todos aguardam o primeiro movimento do Fed nessa direção.



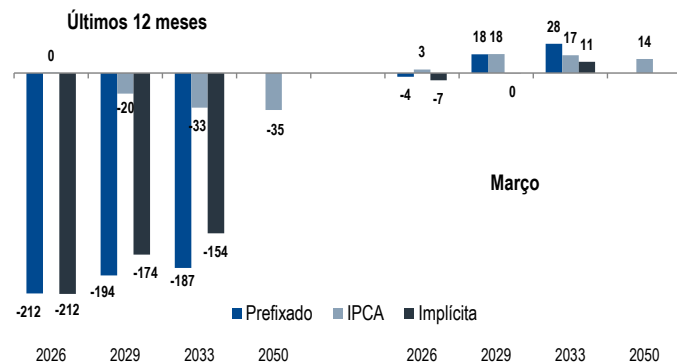
Fonte: Bancos Centrais  
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

A fraqueza da economia chinesa continua castigando o setor de minério de ferro, destaque negativo no mês. Por outro lado, Embraer continuou sendo o destaque positivo.



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](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 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.