



Sumário

- As taxas de juros globais apresentaram leve queda em maio, acomodando-se depois de um mês de abril bastante negativo, e após Jerome Powell praticamente descartar novas altas de juros.
- As taxas de juros locais voltaram a subir, apesar do movimento global positivo, refletindo um certo ceticismo com relação às políticas monetária e fiscal.
- O dólar se desvalorizou levemente no mercado global, devolvendo um pouco do movimento de abril. O real, no entanto, desvalorizou-se na contramão de seus pares, em função do cenário doméstico mais desafiador.
- A bolsa local teve a pior performance dentre as principais bolsas globais, em função do ceticismo com relação ao futuro das políticas monetária e, principalmente, fiscal.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

Renda Fixa Câmbio Bolsa

Após a reunião do FOMC, Jerome Powell descartou novas altas da taxa de juros nos EUA.



O payroll veio bem abaixo das expectativas.



Divisão mal explicada na decisão do Copom.

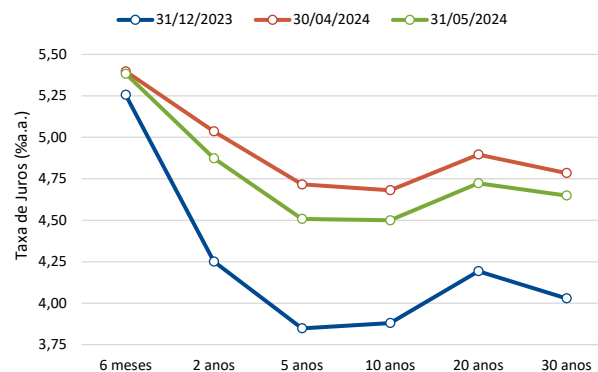


Cenário Global

Após um mês de abril bastante tumultuado, o mercado de taxa de juros nos EUA teve um mês de maio bem mais tranquilo, com uma certa acomodação da curva de juros em patamares um pouco mais baixos. O comunicado da reunião do Comitê de Política Monetária, ocorrida no primeiro dia do mês, adotou um tom ligeiramente mais hawkish, colocando dúvidas sobre a continuidade da convergência da inflação para a meta. No entanto, o presidente do Fed, Jerome Powell, em coletiva de imprensa após a reunião, afirmou que seria necessário ficar claro que a política monetária não está sendo suficientemente restritiva para que o Fed retomasse o processo de alta dos juros. O mercado celebrou esta sinalização de que a barra para subir os juros é muito alta, o que demonstra a insegurança dos agentes a respeito dos próximos passos do Fed.

De qualquer forma, a reação da curva de juros foi discreta, como podemos ver no gráfico 1.

Gráfico 1: Curva de Juros nos EUA



Fonte: Bloomberg

Podemos observar que, apesar da melhora, os juros ainda estão distantes do nível de encerramento do ano passado, em uma demonstração de que ainda há muita desconfiança no mercado de juros. Nosso cenário-base continua sendo do início do ciclo de afrouxamento monetário no fim do 3º semestre ou início do 4º trimestre.

Com relação às bolsas globais, de maneira geral as bolsas de mercados desenvolvidos apresentaram performance positiva em maio, com o S&P500 subindo 4,8%. Por outro lado, as bolsas asiáticas e latino-americanas ficaram para trás. O destaque da bolsa norte-americana foi novamente Nvidia, que subiu mais 27,9% no mês, após resultados acima do esperado. Netflix (+18,1%) e Apple (+13,5%) também foram destaques positivos.

Cenário Local

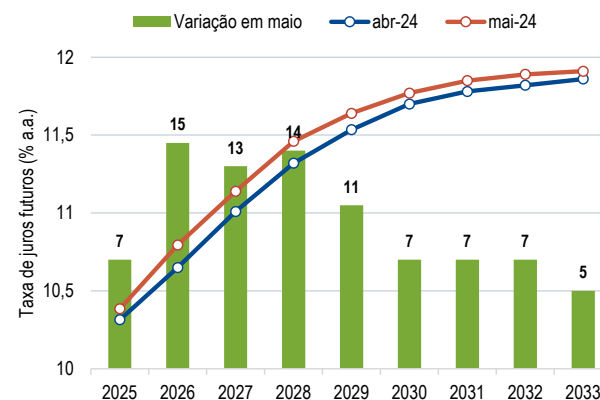
Renda Fixa

A leve melhora do cenário internacional para os juros não foi suficiente para contrapor o mal-estar crescente com as políticas monetária e fiscal no Brasil.

Começamos pela monetária. No Copom do início do mês, a votação, com uma divisão inusitada, levantou sérias dúvidas no mercado sobre a postura dos diretores apontados pelo atual governo, e que serão maioria a partir do ano que vem. Não que não possa haver divergências técnicas a respeito do curso futuro da política monetária. No entanto, o que chamou a atenção foi o fato de que justamente os quatro diretores apontados pelo atual governo terem apresentado a mesma ressalva (respeito ao forward guidance) para votar por um corte maior dos juros. Apesar de a ata ter tentado explicar essa divergência, ficou a impressão de que a nova diretoria pode ter uma postura mais leniente com a política monetária no futuro.

A ata do Copom, no entanto, carregou nas tintas, talvez até como uma forma de compensar a divisão da votação, desenhando um cenário em que vê desancoragem das expectativas combinada com atividade econômica aquecida, o que levou o mercado a praticamente precificar o encerramento do ciclo de corte de juros já na próxima reunião. Com isso, a parte mais curta da curva de juros subiu mais que a mais longa, em um movimento de desinclinação, conforme podemos observar no Gráfico 2.

Gráfico 2: Curva de Juros prefixados



Fonte: BDS

Já com relação à política fiscal, não houve nenhum evento novo após a mudança da meta de superávit primário de 2025, que foi proposta em abril. No entanto, o mal estar gerado por este evento, em combinação com uma série de análises e reportagens na imprensa sobre a insustentabilidade do atual arcabouço fiscal face à rigidez do orçamento (indexação da Previdência ao salário mínimo e pisos constitucionais indexados à receita) contribuíram para a elevação da curva de juros, em um mês em que os juros recuaram globalmente.

Enquanto isso, os cupons das NTN-B recuaram, refletindo a real consequência do desequilíbrio fiscal e de uma política monetária potencialmente leniente: o aumento da inflação esperada. A inflação implícita na curva das NTN-Bs subiu cerca de 20 pontos-base em maio, atingindo, para os vencimentos mais longos, uma inflação esperada acima de 5%.

Câmbio

O real chegou a se valorizar 2,5% no início do mês, levado pelo movimento benigno dos mercados globais pós-FOMC, mas foi escorregando ao longo do mês, para fechar em queda de 1,0% em relação ao dólar. Novamente, foi a pior performance entre os seus pares emergentes, demonstrando o mau humor dos investidores com o Brasil.

Os crescentes superávits na balança comercial vinham atenuando as oscilações na conta de capital e ajudando a manter o câmbio relativamente estável, e este efeito continua valendo. Alguma apreciação adicional pode ocorrer no momento em que ficar claro que o Fed terá espaço para começar a relaxar a política monetária.

Continuamos sendo da opinião de que uma valorização 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

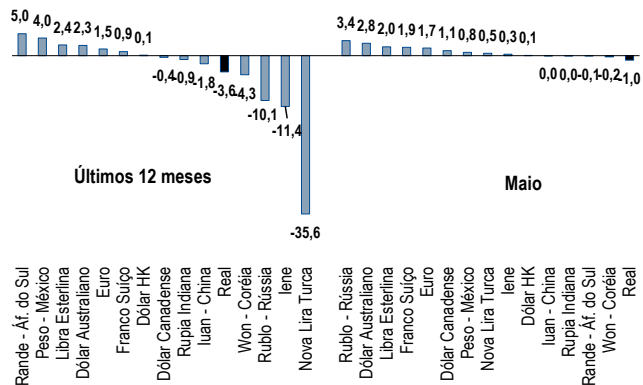
Em maio, a bolsa brasileira, medida pelo IBrX, recuou 3,2%, destacando-se negativamente em relação às bolsas globais. Aqui também temos o efeito de um certo mal-estar com as condições macroeconômicas locais. Os destaques negativos ficaram por conta de Suzano, com queda de 16,7%, PetroRio, com recuo de 13,3%, Localiza, que recuou 12,9%, Bradesco, que caiu 9,4%, e Eletrobrás, com queda de 8,1% no mês.

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 8,5x ao final deste período (no final de maio, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,7x). Estimamos crescimento de lucros de 14% em 2024, 8% em 2025 e 8% em 2026. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,5x daqui a um ano (em mai/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mai/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 28% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em mai/24.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 9,8x. 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)

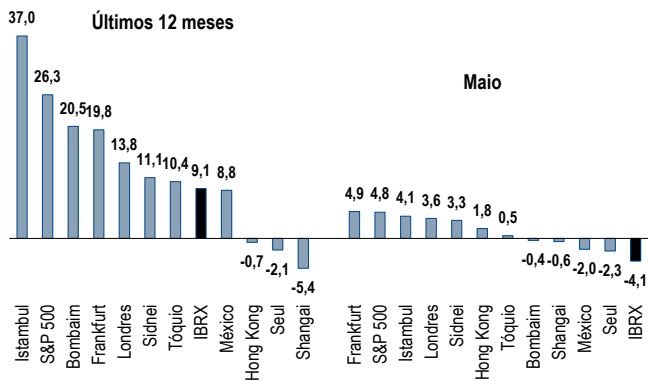
Mesmo em um mês em que houve desvalorização global do dólar, o real se desvalorizou diante da moeda norte-americana, em função das incertezas domésticas.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

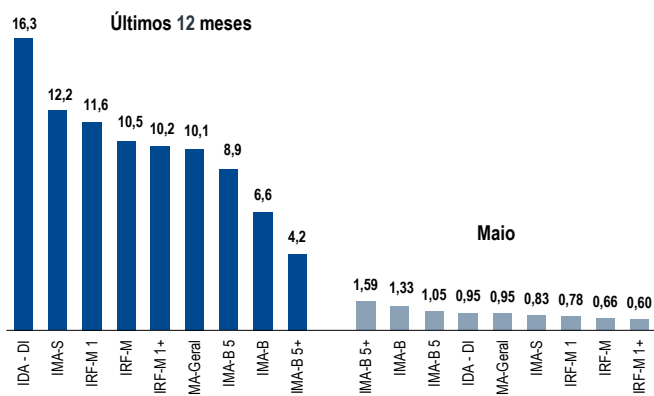
A bolsa brasileira acompanhou os seus pares dos mercados emergentes, recuando em contraposição às bolsas das economias desenvolvidas.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

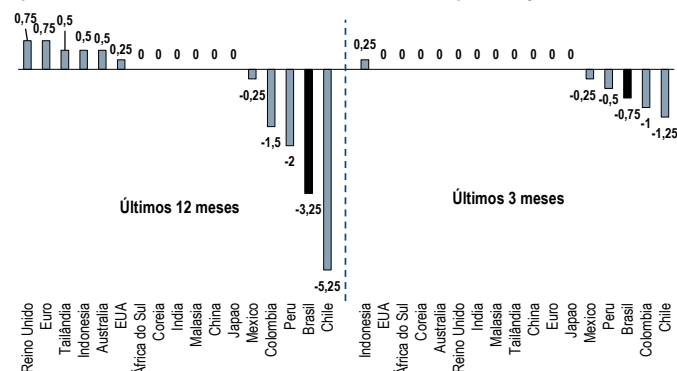
Com as incertezas em relação às políticas monetária e fiscal, a inflação implícita se elevou em maio, com os prefixados subindo e os cupons das NTN-B recuando. Com isso, os IMAs-B apresentaram performance superior neste mês.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

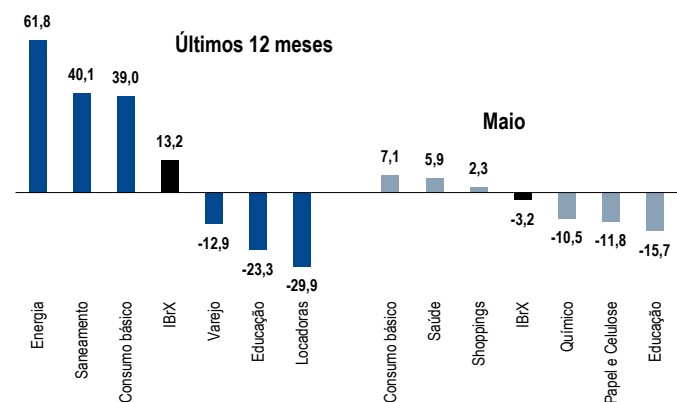
As economias latino-americanas ainda são as únicas, por enquanto, a embarcarem em ciclos de redução de juros.



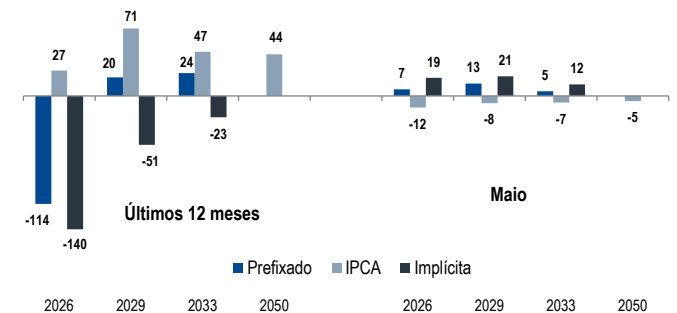
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

O setor de educação continua sendo o mais penalizado na bolsa brasileira. Por outro lado, os processadores de proteínas tiveram performance positiva.



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.