



Sumário

- As taxas de juros continuaram a subir nos EUA, em função da perspectiva de um afrouxamento monetário mais lento em 2025.
- A curva local de juros voltou a subir de maneira expressiva, respondendo à frustração com o pacote fiscal anunciado pelo governo, e ao choque de juros anunciado pelo BC no Copom.
- O dólar se fortaleceu no mês em função da perspectiva de juros mais altos por mais tempo nos EUA. A desvalorização do real só não foi maior por causa das intervenções do BC no mercado à vista.
- A bolsa recuou novamente em dezembro em função das incertezas no front fiscal e pela expectativa de juros reais mais altos.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

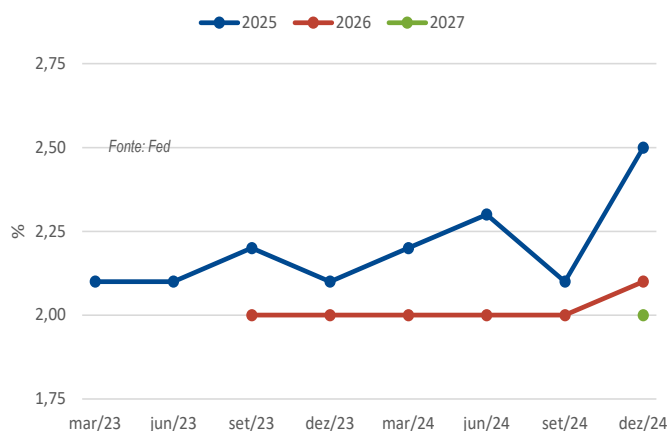
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O PIB do 3º tri veio mais forte do que as expectativas.	↓	—	↑
Dificuldades de aprovação do pacote de corte de gastos no Congresso afetaram os preços dos ativos.	↓	↓	↓
O Copom surpreendeu o mercado com uma decisão bem mais <i>hawkish</i> do que o esperado.	↓	↓	↓
O Fed sinalizou menos cortes de juros em 2025.	↓	↓	↓
Declaração de Gabriel Galípolo justificando a intervenção no câmbio, além da aprovação do pacote de corte de gastos no Congresso, acalmaram os mercados.	↑	↑	↑

Cenário Global

Dezembro fechou um terceiro trimestre de alta das taxas de juros nos EUA, com a curva de juros subindo mais 30-40 pontos-base neste mês, e fechando o 4º trimestre com alta de 60-80 pontos-base. Ao longo deste trimestre (e não foi diferente em dezembro), foi se consolidando a visão, tanto por parte do mercado quanto por parte do Fed, de que o avanço da flexibilização monetária deverá ser mais lento do que o inicialmente projetado. Dados de atividade ainda fortes e desemprego ainda nas mínimas históricas têm feito com que os diretores do Fed transmitam mais cautela em sua comunicação.

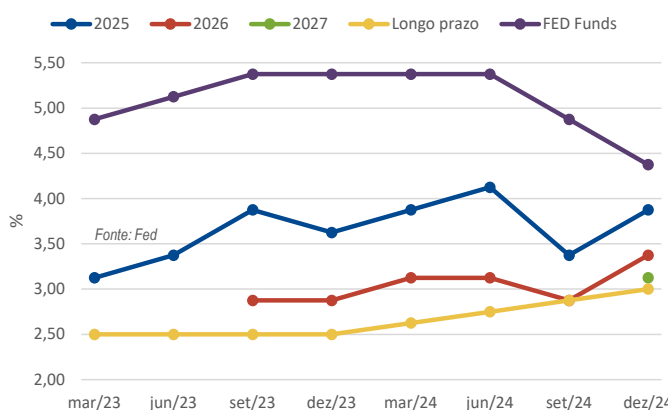
Agora em dezembro, o Comitê de Política Monetária se reuniu e, conforme o consenso, cortou a taxa básica em mais 25 pontos-base. Mas os "dots" (previsões que os diretores fazem sobre os próximos passos da política monetária) não poderiam ser mais claros: os diretores do Fed agora preveem uma convergência mais lenta da inflação para a meta de 2%, conforme podemos observar no gráfico 1, que mostra uma inflação neste nível somente em 2027.

Gráfico 1: Previsões do Fed para a Inflação



Em função dessa avaliação mais pessimista, os diretores do Fed também previram uma política monetária mais cautelosa, conforme podemos observar no Gráfico 2.

Gráfico 2: Previsões do Fed para a Taxa Básica de Juros



Este gráfico mostra duas coisas interessantes: 1) uma deterioração generalizada das perspectivas para uma redução mais rápida das taxas de juros. Mesmo daqui a 3 anos, no final de 2027, os diretores do Fed ainda veem as taxas de juros acima do equilíbrio de longo prazo. Para 2025, os diretores agora veem apenas mais dois cortes de juros contra quatro cortes há 3 meses; 2) a própria taxa de longo prazo vem sendo ajustada para cima ao longo deste ano, e não foi diferente nesta última reunião. Agora, os diretores do Fed veem a taxa básica de equilíbrio da economia americana em 3%, contra 2,50% há um ano.

O resultado foi uma escalada da curva de juros, conforme dissemos no início, e que pode ser observada no Gráfico 3, que mostra a evolução da *treasury* de 10 anos ao longo deste ano. Note que a taxa de juros termina o ano praticamente na máxima de 2024.

Gráfico 3: Treasury 10 anos em 2024



Esse movimento das taxas de juros nos EUA acabou por dar mais gás para o dólar, que voltou a fortalecer-se em dezembro, com alta de 2,6% pelo DXY. No 4º trimestre, o dólar valorizou-se 7,6%. Dentre as moedas que mais se desvalorizaram no mês, os destaques negativos vão para o rublo russo (-6,2%), dadas as crescentes dificuldades econômicas que a Rússia vem enfrentando em função de sua guerra na Ucrânia, o won coreano (-5,5%) em função da instabilidade política do país, e o dólar australiano (-5,0%), que vem refletindo a desaceleração chinesa e a queda dos preços do minério de ferro. O real, com desvalorização de 3,3% em dezembro, até que não se saiu tão mal em comparação. Mas, no ano de 2024, foi a moeda que mais se desvalorizou, perdendo 21,4% de seu valor. Comentaremos especificamente sobre o real na seção sobre o câmbio.

Por fim, a bolsa americana fez uma pequena pausa em um ano espetacular, com o S&P500 recuando 2,5%, mas fechando o ano com expressiva alta de 23,3%. De longe, o principal destaque positivo foi novamente Tesla, que subiu 19,6% em dezembro, seguido de Alphabet, com alta de 15,2%.

Cenário Local

Renda Fixa

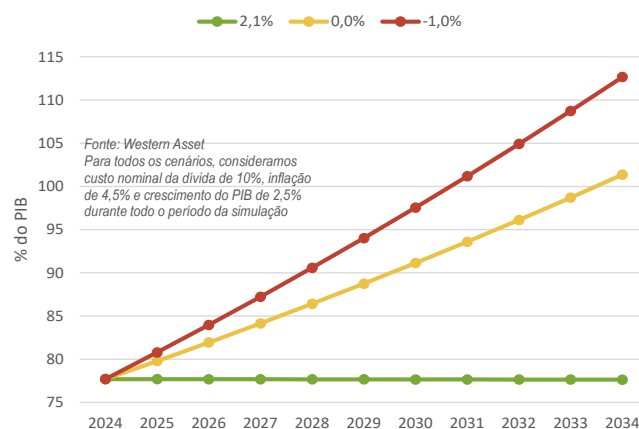
Este foi o pior mês para a renda fixa desde o fatídico outubro de 2021, quando o então governo Bolsonaro “pediu permissão” para gastar R\$ 30 bilhões acima do moribundo Teto de Gastos, com o objetivo de aumentar o valor do então “auxílio Brasil”. Para todos os efeitos, era a decretação da morte da regra fiscal nascida 5 anos antes, no governo Temer, e que somente teria um sucessor no Novo Arcabouço Fiscal, já no governo Lula. Naquele mês, a curva de juros subiu entre 150 e 300 pontos-base, a depender do vencimento. O Copom, que vinha elevando a taxa Selic em passos de 100 pontos-base, naquele mês e nos próximos dois elevou a Selic em 150 pontos-base. Qualquer semelhança não é mera coincidência.

É certo que a piora do cenário externo, principalmente com um Fed mais cauteloso, não ajudou. Mas cenários externos ruins costumam punir com mais severidade as economias mais desbalanceadas. A questão fiscal é um fantasma que vem assombrando o mercado desde que o governo Dilma Rousseff, em 2015, enviou para o Congresso um orçamento deficitário pela primeira vez desde o estabelecimento do tripé macroeconômico em 1999, e que incluía a produção de superávits primários.

Desde então, o Estado brasileiro vem lutando para caber dentro de um orçamento cada vez mais pressionado por gastos obrigatórios que só fazem subir. O estresse deste mês de dezembro foi causado justamente pela constatação de que o governo Lula não tem a convicção ideológica e o espaço político para fazer um ajuste de contas que devolva a capacidade ao Estado brasileiro de fazer superávits primários suficientes para estabilizar e, eventualmente, reduzir a relação dívida/PIB. O próprio nível atual da dívida, que causa um gasto muito alto com juros, é um complicador importante.

No gráfico 4, mostramos trajetórias da dívida bruta em relação ao PIB, com base em três cenários para o superávit primário. O primeiro cenário supõe um superávit de 2,1% do PIB, o que, com as premissas adotadas, estabiliza o crescimento da dívida/PIB. No segundo cenário supomos superávit zero, enquanto no terceiro temos um déficit de 1% ao longo dos anos. Em todos esses cenários, assumimos taxa de juros nominal de 10%, inflação de 4,5% e crescimento do PIB de 2,5% para todo o horizonte da simulação.

Gráfico 4: Trajetórias da Dívida Bruta/PIB em função do superávit primário



Antes de comentarmos sobre os resultados dessa simulação, vamos falar um pouco sobre as premissas adotadas. Em primeiro lugar, é preciso ter em mente que essas variáveis (juros, inflação e PIB) são endógenas ao processo, ou seja, elas mudam de acordo com a evolução da própria variável dependente, no caso, a relação dívida/PIB. Se a dívida subir, é provável termos uma taxa de juros mais alta, em um círculo vicioso. Esse processo pode causar uma desaceleração do PIB ou, até uma contração, como vimos em 2015/16. Por fim, déficits podem causar pressões inflacionárias. Assim, a adoção de variáveis imutáveis ao longo do tempo não é realista, mas decidimos assim fazer para simplificar a simulação. Tenha em mente que a trajetória verde é benigna, ou seja, se ocorrer, o custo da dívida tende a cair, melhorando ainda mais essa trajetória. Já no caso da trajetória vermelha, o custo da dívida tende a aumentar, piorando ainda mais essa trajetória, que somente não será explosiva se houver surpresa inflacionária, que é normalmente a forma como esse tipo de problema é equacionado no Brasil.

Com relação ao custo da dívida em 10%, veja o gráfico 5.

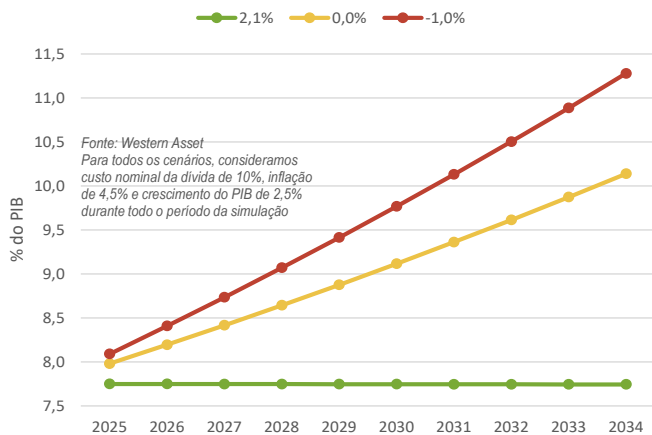
Gráfico 5: Taxa de juros implícita na dívida bruta



Observe como, com exceção do curto período entre 2018 e 2021, o custo da dívida nunca ficou abaixo de 10% ao ano. Portanto, assumir este custo da dívida é uma premissa otimista, e podemos esperar trajetórias ainda piores da relação dívida/PIB.

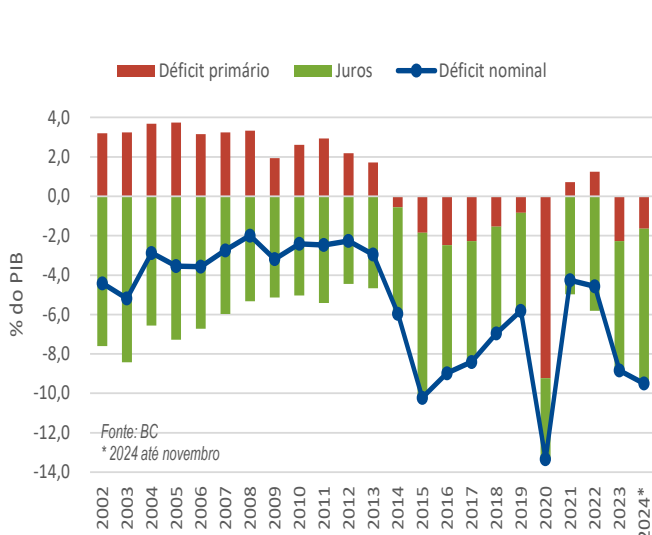
Por que é tão importante estimar essa trajetória da relação dívida/PIB? Porque é ela que vai ditar, ao lado da taxa de juros e do resultado primário, o déficit nominal do governo. É o que podemos observar no gráfico 6.

Gráfico 6: Trajetórias da Déficit Nominal/PIB em função do superávit primário



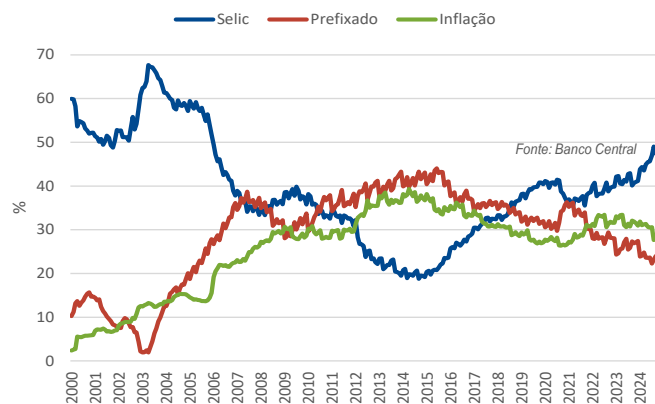
Tudo o mais constante, quanto maior a relação dívida/PIB, maior será o déficit nominal. E déficits nominais de dois dígitos costumam acender todas as luzes vermelhas nos painéis dos detentores da dívida, por indicarem uma dívida que dificilmente será paga. O déficit nominal de 2025 está por volta de 8% porque adotamos juros de 10%. Mas em 2025 o custo da dívida será maior, o que deve levar o déficit nominal para mais perto dos dois dígitos. Observe como, mesmo assumindo um custo da dívida de 10%, o déficit nominal ultrapassa os dois dígitos em algum momento, em função do tamanho da dívida. Veja no gráfico 7 a evolução do déficit nominal no Brasil.

Gráfico 7: Evolução do Déficit



Um sinal de que isso já está acontecendo é o perfil da dívida. Veja no gráfico 8, onde mostramos a participação dos diferentes tipos de títulos na dívida pública ao longo do tempo.

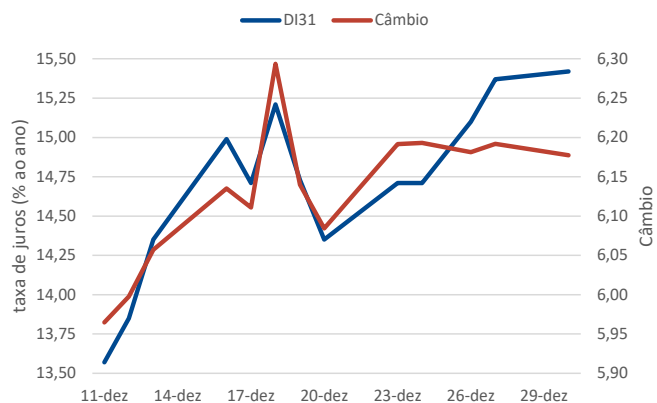
Gráfico 8: Dívida Pública - Participação por tipo de título



Observe como a participação dos títulos indexados à taxa Selic cresceu nos últimos 2 anos, atingindo quase 50% do estoque, maior nível dos últimos quase 20 anos. Esta é uma sinalização de que o mercado não está disposto a comprar títulos a taxas prefixadas, mesmo com taxas muito altas. Este comportamento traduz o receio de surpresas inflacionárias no futuro, que é o usual método brasileiro de fechar as contas.

Para tentar evitar esse desfecho, o BC decidiu acelerar o processo de ajuste da taxa Selic, elevando a taxa básica em 100 pontos-base e já prometendo mais dois ajustes de mesma magnitude, o que levará a Selic para 14,25% em março. Diante de um choque dessa magnitude, era de se esperar uma reação positiva da parte mais longa da curva de juros e do câmbio, mas não foi o que vimos, como podemos observar no gráfico 9.

Gráfico 9: Comportamento pós-Copom



No dia 11/12, dia do Copom, a parte longa da curva de juros estava no patamar de 13,50% e o câmbio estava ligeiramente abaixo de R\$ 6,00. A partir do dia seguinte, vimos uma deterioração forte desses ativos, com os juros fechando quase 200 pontos-base acima do nível pré-Copom, e o câmbio se estabilizando por volta de R\$ 6,20 graças a seguidas vendas de dólar no mercado à vista por parte do BC, que comentaremos na

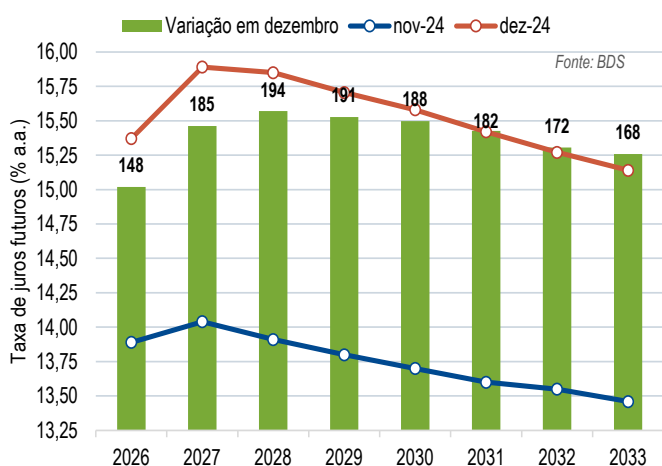
sessão do câmbio.

Este comportamento dos juros e do câmbio fez esquentar o debate a respeito de um tema que aterroriza o mercado: a dominância fiscal. Como dissemos, em um mercado normal, era de se esperar que um choque de juros por parte do BC levasse a uma expectativa de inflação menor no futuro, o que deveria ser positivo para os juros longos e para o câmbio. O comportamento do mercado, no entanto, pareceu refletir um cenário pior, como se o choque de juros tivesse sido a gasolina jogada sobre a fogueira inflacionária, o que define o conceito de dominância fiscal.

Ainda é cedo para afirmarmos qualquer coisa nesse sentido. É preciso observar, ao longo do tempo, o comportamento das expectativas de inflação e da própria inflação corrente para concluir que a política monetária não funciona mais, e isso leva algum tempo. No entanto, o comportamento dos preços dos ativos neste mês de dezembro precipitou alguma probabilidade de já estarmos em dominância fiscal.

O gráfico 10 mostra o movimento da curva de juros nominais no mês, que subiram entre 170 e quase 200 pontos-base a depender do vencimento.

Gráfico 10: Curva de Juros Brasil



A curva de juros real subiu entre 60 e 70 pontos-base, resultando em uma elevação expressiva da inflação implícita, da ordem de 110-120 pontos-base. Como já dissemos, a escapatória para o nó górdio da dívida pública é a surpresa inflacionária, e o mercado está colocando isso nos preços.

Por fim, como não poderia deixar de ser, o crédito também sentiu o aumento generalizado do risco, afetando os spreads e fazendo com que o IDA-DI, pela primeira vez desde abril de 2023, fechasse abaixo do CDI no mês.

Câmbio

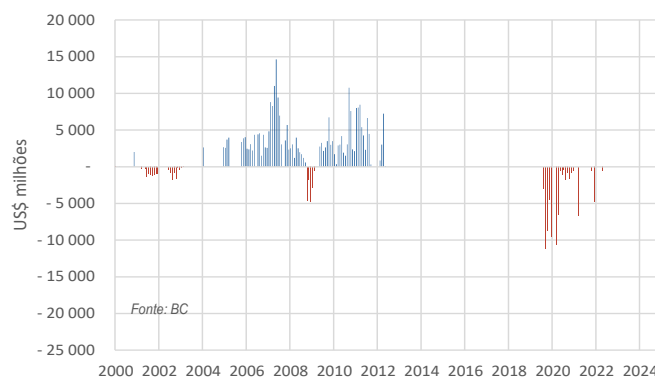
O real, pelo terceiro mês consecutivo, desvalorizou-se de maneira relevante (-3,3%), consolidando-se acima do novo nível psicológico de

R\$ 6,00. Este novo patamar do câmbio, se se mostrar permanente, pode ter implicações danosas para a inflação. A moeda talvez tenha sido a face mais chamativa da deterioração da percepção de desequilíbrio fiscal.

É importante destacar que, em dezembro, o real não ficou sozinho. Outras *commodity currencies*, como o dólar australiano e o dólar neozelandês, além do won coreano, se desvalorizaram de maneira semelhante no mês. Mas, quando consideramos o ano de 2024, o real destaca-se pela sua performance negativa, tendo se desvalorizado 21,4%. A segunda pior moeda dentre as principais foi o rublo russo, que se valorizou 0,2% em relação ao real no ano.

Chamou a atenção os seguidos leilões de moeda no mercado à vista por parte do BC, o que é pouco comum, mesmo considerando que o final do ano é marcado por remessas de dividendos por parte das empresas. No total, foram US\$ 20,7 bilhões vendidos neste mercado, na maior intervenção em um único mês desde que foi adotado o sistema de câmbio flutuante, conforme podemos observar no gráfico 11.

Gráfico 11: Intervenções no mercado à vista de câmbio



Resta saber se esta é um novo modus operandi da nova diretoria do BC, ou se foi uma atuação mais pontual.

Avaliamos que a questão fiscal ainda deve permanecer como um fator de pressão no prêmio de risco da moeda. Continuamos sendo da opinião de que uma valorização mais consistente do câmbio deveria ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais definitivo da questão fiscal.

Bolsa

Juros para cima e a questão fiscal mal resolvida têm sido uma combinação indigesta para a bolsa. Assim, a bolsa brasileira, medida pelo IBrX, recuou mais 4,4% em dezembro, acumulando uma performance negativa de 9,7% no ano.

Os setores que menos sofreram na bolsa neste mês foram os exportadores (papel & celulose e energia), beneficiados pela intensa desvalorização do real. Os principais destaques nesta área foram Petrobras (+0,3%) e Klabin (+5,4%). Vale (-6,2%) e o setor siderúrgico não surfaram essa onda, em função dos temores de desaceleração da China e a consequente

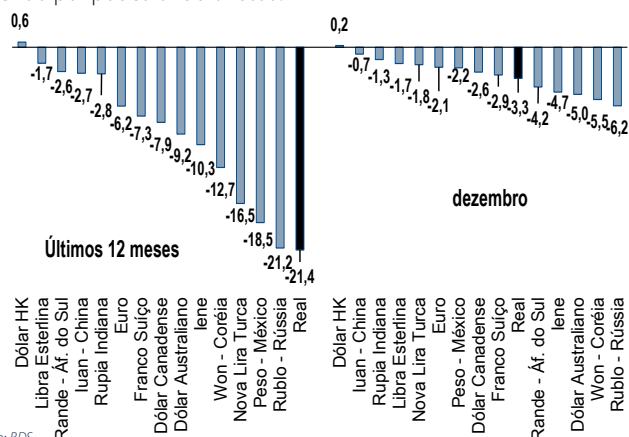
desvalorização dos preços do minério de ferro e dos produtos siderúrgicos.

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 dezembro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,3x). Estimamos crescimento de lucros de 7% em 2024, 18% em 2025 e 8% em 2026. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,0x daqui a um ano (em dez/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até dez/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 27% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em dez/24.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 9,2x. 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)

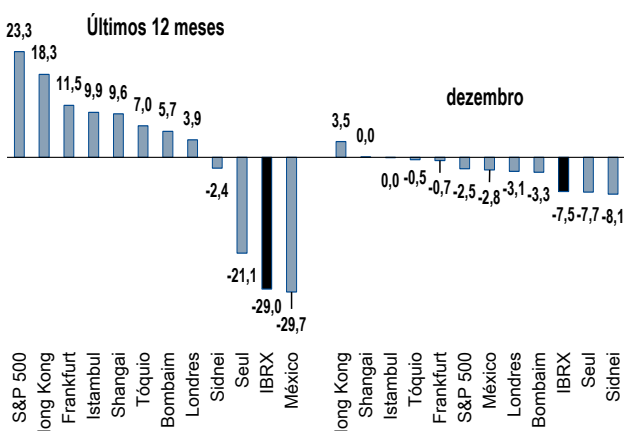
No campeonato global de desvalorização, o real não precisou chegar em primeiro lugar na etapa de dezembro para sagrar-se o campeão de 2024, batendo por pouco o rublo russo.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

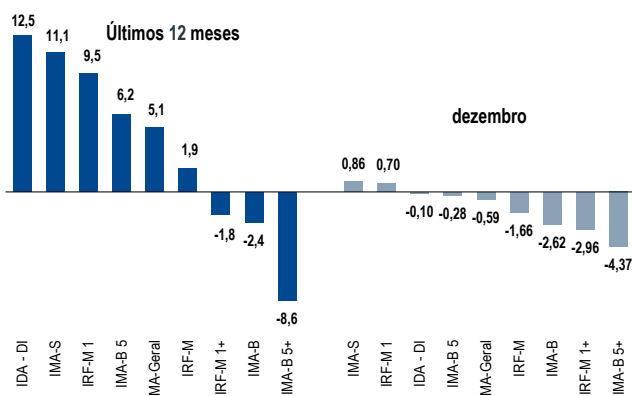
No mês, a bolsa brasileira esteve entre as que mais recuaram, incluindo a bolsa da Coreia com dois impeachments seguidos, e da Austrália, que sofre com a desaceleração chinesa.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

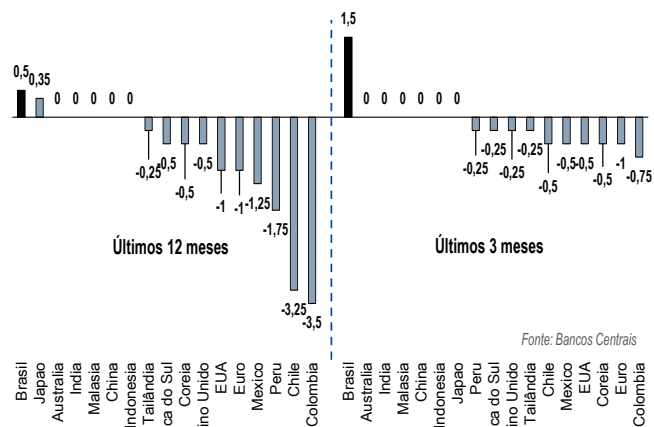
A curva de juros voltou a subir fortemente em dezembro, puxada novamente pelas preocupações no front fiscal. As taxas reais subiram bem menos que as nominais, com o mercado embutindo uma inflação significativamente maior nas NTN-Bs.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

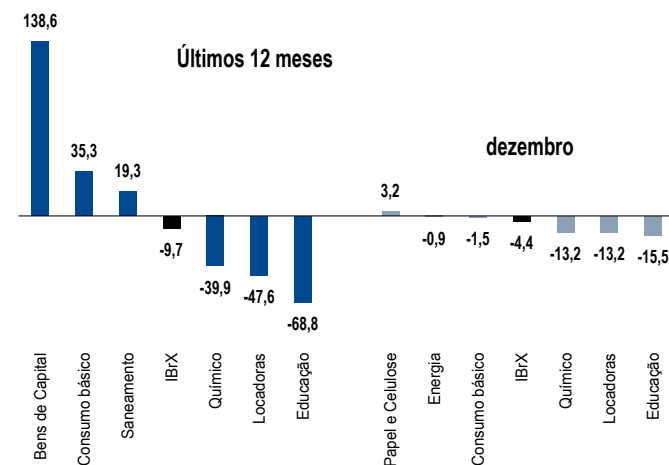
O BC brasileiro continua sendo o único que está em ciclo de alta de juros.



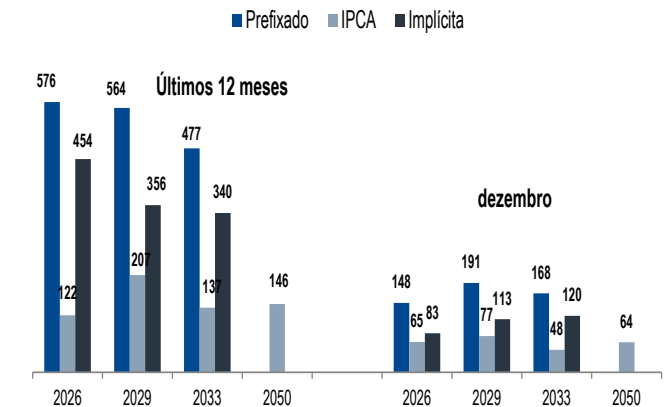
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

A má performance da bolsa, tanto no mês quanto no ano, foi liderada por setores mais sensíveis ao ciclo de juros, que virou no ano.



Fonte: Economática
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.

O Índice S&P 500®, mencionado acima, é uma mera referência econômica, não se tratando de uma meta ou parâmetro a ser seguido. O índice é um produto da S&P Dow Jones Índices LLC ("SPDJL") 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 2025. 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.