



Sumário

- Apesar da postura um pouco mais hawkish do Fed, a curva de juros pouco se moveu em janeiro, pois já havia precificado apenas mais um corte de juros em 2025.
- A curva local de juros devolveu uma parte da elevação de dezembro, mas ainda precifica uma Selic de 15,75% no final do ciclo de aperto monetário.
- O real voltou ao mesmo patamar de novembro, devolvendo toda a desvalorização de dezembro. A falta de notícias sobre tarifas em janeiro e o nível dos juros podem ser algumas explicações.
- A bolsa voltou a subir depois de 4 meses de desvalorização, na onda da melhora dos ativos brasileiros.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O mês começou sem intervenções do BC no câmbio, o que beneficiou a curva de juros.	↑	—	—
10/01: O payroll (criação de vagas nos EUA) veio bem acima das expectativas.	↓	↓	↓
15/01: O núcleo do CPI (índice de inflação ao consumidor dos EUA) veio abaixo das expectativas.	↑	↑	↑
O presidente Donald Trump não anunciou medidas tarifárias em seus primeiros dias de governo.	↑	↑	—
Discussões no governo sobre intervenções no setor de alimentos.	↓	↓	—
Leilões bastante grandes de títulos por parte do Tesouro.	↓	—	—
30/01: Caged veio abaixo das expectativas.	↑	—	—
30/01: Lula afirmou que “se tiver que ter aumento do diesel, haverá aumento do diesel”, alinhando a postura do governo com as expectativas do mercado.	—	—	↑

Cenário Global

Dados contraditórios continuaram a ditar o tom do mercado de juros nos EUA. Inicialmente, o payroll (criação de empregos urbanos) veio bem acima das expectativas (256 mil, contra consenso de 164 mil), provocando a alta dos juros no mundo inteiro. No entanto, cinco dias depois, o núcleo do CPI (índice de inflação ao consumidor) veio abaixo das expectativas (0,2% contra consenso de 0,3%), o que foi suficiente para reverter o mau humor do mercado.

Apesar dos dados contraditórios, a leitura do Fed teve menos nuances. Em sua decisão de manter a taxa básica de juros no intervalo de 4,25%-4,50%, o Fed, através do comunicado que acompanhou a decisão, avaliou que a inflação se mantém elevada, retirando a frase de que houve progresso em direção à meta de 2%. Além disso, também retirou a frase em que reconhecia que o mercado de trabalho havia piorado na margem, mantendo apenas a avaliação de que o desemprego estabilizou-se em um nível baixo. Em resumo, o Fed escolheu um comunicado mais hawkish para justificar a interrupção do ciclo de cortes de juros. Hoje, a curva de juros precifica somente mais um corte neste ano, e depois não mais, mesmo patamar do fechamento de dezembro. Lembrando que os "dots" (previsão dos diretores do Fed) indicavam, em dezembro, mais dois cortes de juros neste ano.

Um outro fator relevante, que mexeu com os mercados no final do ano passado, foram as possíveis medidas iniciais do novo governo americano no campo das tarifas sobre o comércio exterior. O fato de Donald Trump não ter anunciado nenhuma medida nesse sentido a zero de jogo foi o suficiente para uma melhora generalizada dos mercados, principalmente o de moedas. De maneira geral, as moedas que mais sofreram em dezembro foram as que mais se recuperaram após a posse do novo presidente americano. Os destaques positivos foram o rublo (+15,0%), o real (+5,6%) e o peso colombiano (+4,7%).

Por fim, a bolsa americana voltou a subir, mesmo com a postura mais hawkish do Fed e o míssil chamado DeepSeek, a startup chinesa que lançou um mecanismo de IA que promete fazer o mesmo que os grandes provedores do Vale do Silício gastando muito menos. Nvidia foi o grande perdedor, com queda de 17% no dia do anúncio, e que fechou o mês com queda de 13,2%. Outras empresas de tecnologia também se desvalorizaram, como Apple (-5,9%) e Microsoft (-4,1%). No entanto, o índice S&P500 fechou com alta de 2,7%, demonstrando a resiliência do mercado americano de ações. Alguns destaques positivos foram Starbucks (+18,5%), Thermo Fisher (+13,8%) e Uber (+11,0%). Facebook fechou com alta de 15,5%, demonstrando que o choque da DeepSeek pode ser também benéfico para algumas empresas de tecnologia.

Cenário Local

O mercado financeiro funciona da seguinte forma: os players procuram constantemente avaliar as perspectivas futuras para os preços dos ativos e comparar com os preços praticados atualmente. Se avaliam que os

ativos podem se valorizar em relação ao preço atual, compram. Se, pelo contrário, avaliam que os ativos podem se desvalorizar em relação ao preço atual, vendem.

Isto é o óbvio. O que não é óbvio é a avaliação das perspectivas futuras dos ativos. Para fazer esta avaliação, os players usam as informações atuais, e sobrepõem a estas a sua própria análise. Ninguém tem certeza de nada, tudo é questão de probabilidades. O futuro é sempre incerto, e cada player dará uma certa probabilidade para cada cenário futuro possível, determinando uma certa distribuição de probabilidades para os preços futuros dos ativos. Some-se a isso os desvios comportamentais, movimentos de manada que podem acompanhar ou até mesmo se sobrepor a avaliações racionais sobre os cenários e os preços dos ativos.

Todo esse longo preâmbulo vem auxiliar a explicar o comportamento do mercado brasileiro em dezembro e janeiro. Depois de um mês de dezembro terrível, em que as perspectivas pareciam as piores possíveis, o mês de janeiro foi bastante positivo mesmo sem uma mudança significativa do cenário. Todos os pontos negativos continuam exatamente onde estavam no final do ano passado: um governo Trump imprevisível, um governo Lula com dificuldade de lidar com uma dívida pública em franco crescimento, expectativas de inflação desancoradas. O que mudou para que tivéssemos um janeiro bem melhor do que o esperado?

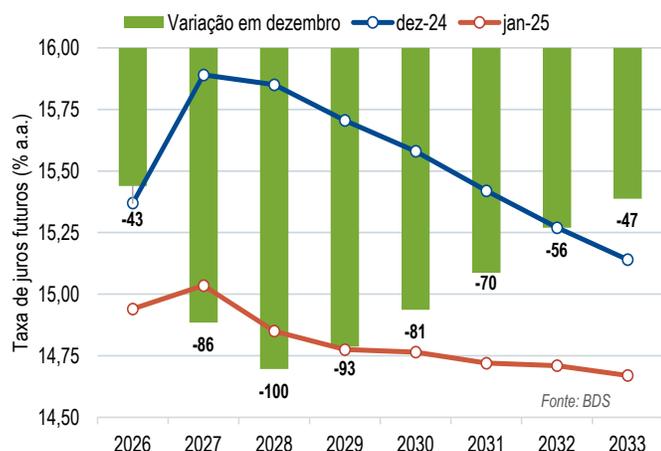
A resposta é: nada. O mercado está apenas procurando o novo nível de preços correspondente a esse cenário. Aparentemente houve um exagero em dezembro e, na ausência de novas notícias ruins, o mercado ajustou-se um pouco. É assim que funciona: como os players verdadeiramente não sabem o preço justo dos ativos, uma mudança brusca de cenário faz com que os preços se movam rapidamente em determinada direção, e os exageros são comuns, pois há também um componente comportamental envolvido. Certa vez alguém disse que o mercado é semelhante a uma gaiola com periquitos. Se alguém dá uma pancada na gaiola, os periquitos começam a se movimentar e a gritar loucamente. Aos poucos, no entanto, na ausência de outra pancada, os periquitos vão se acalmando, até que entram em repouso novamente.

Isso não significa, de maneira alguma, que nada aconteceu. Mesmo depois dessa volta a uma certa normalidade, a curva de juros ainda precifica uma Selic de 15,75%, o dólar fechou em janeiro ainda em R\$ 5,84 e a bolsa ainda está operando com um P/L extremamente baixo, níveis muito diferentes de um passado não tão distante. Assim, os preços indubitavelmente mudaram de patamar, e provavelmente não voltarão para os níveis anteriores sem uma mudança substancial na política econômica brasileira. Se nada mudar, é só uma questão de tempo para que haja uma outra pancada na gaiola dos periquitos.

Renda Fixa

Mesmo com um Fed um pouco mais hawkish na margem, a falta de notícias negativas no front externo, assim como no front interno, foi o suficiente para que a curva de juros devolvesse parte da forte alta do mês de dezembro, conforme podemos observar no gráfico 1.

Gráfico 1: Curva de Juros Brasil



Podemos observar que a curva de juros mudou de nível (para baixo) mas também mudou de formato: no final de dezembro, a parte mais curta da curva estava mais elevada, indicando uma política monetária mais austera e, em seguida, espaço para a queda dos juros. No final de janeiro, no entanto, a curva está quase flat, o que significa que ganhou inclinação em relação a dezembro. Neste nível de juros, isto pode estar precipitando a incerteza em relação aos graus de liberdade que o BC terá no futuro para reduzir a Selic sem desancorar as expectativas de inflação. Em resumo, houve uma reprecificação da curva de juros para baixo, mas a inclinação subiu, o que pode estar indicando que a aversão a risco não necessariamente tenha se reduzido.

No final de janeiro, a curva de juros precisava uma Selic de 15,75% no final do ciclo de alta, contra 17,00% no final de dezembro. Ajudou nessa reprecificação a postura considerada dovish por uma parte do mercado a respeito do comunicado do Copom que acompanhou a esperada decisão de aumento da Selic em um ponto percentual. O fato de o Comitê não ter sinalizado uma continuidade da alta após o aumento já encomendado de mais um ponto percentual na próxima reunião, foi interpretado por uma parte do mercado como uma sinalização de que o próximo aumento pode ser o último. A curva de juros respondeu de acordo, recuando de maneira relevante. Vale destacar que foi a primeira vez desde julho do ano passado em que o IRF-M (índice que reflete o comportamento dos títulos prefixados) rendeu acima do CDI.

O comportamento da inflação implícita nas NTN-Bs seguiu, de certa forma, o comportamento geral dos mercados. Na parte mais curta da curva, a inflação implícita não se mexeu, refletindo a visão de um BC mais dovish. Por outro lado, na parte mais longa da curva, a inflação implícita seguiu a redução da percepção de risco que vimos nos outros ativos domésticos.

Por fim, depois da performance ruim do crédito em dezembro, a classe de ativo se recuperou em janeiro, na esteira dos outros ativos de risco domésticos. O IDA-DI subiu 1,58%, contra um CDI de 1,01%, o que sugere que o comportamento de dezembro não foi um problema

específico da classe de ativo, mas um reflexo do aumento generalizado de risco naquele mês.

Câmbio

O real destacou-se positivamente em janeiro, com valorização de 5,6%, e voltando ao nível de novembro do ano passado. Aqui tivemos a influência da falta de ação do governo americano no campo das tarifas em janeiro, e a ausência de novas notícias negativas no campo do equilíbrio fiscal local. Além disso, o patamar atual da curva de juros torna muito caro o carregamento de posições vendidas no real.

Avaliamos que a questão fiscal ainda deve permanecer como um fator de pressão dominante no prêmio de risco da moeda, mas que pode ser compensado parcialmente por um eventual enfraquecimento do dólar globalmente, como ocorreu neste mês. 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

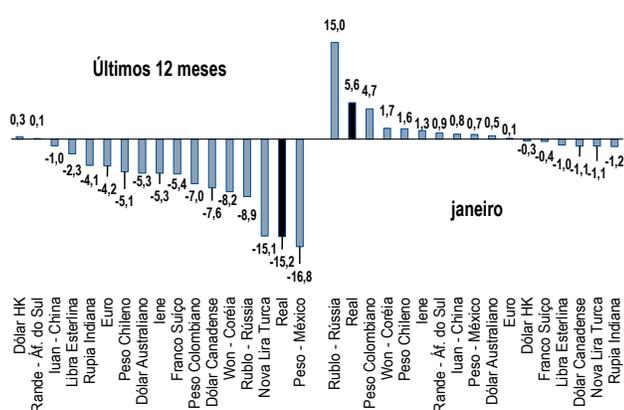
Assim como outros ativos locais, a bolsa recuperou-se de maneira forte neste mês de janeiro. O IBrX subiu 4,9%, com destaques para Equatorial (+33,8%), Cury (+23,8%) e Banco BTG Pactual (+20,4%). Do lado negativo tivemos principalmente as exportadoras, que haviam sido as grandes vencedoras com a desvalorização do real: Gerdau (-5,1%), JBS (-2,4%) e Vale (-0,7%).

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 janeiro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,6x). Estimamos crescimento de lucros de 30% em 2025, 9% em 2026 e 8% em 2027. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,0x daqui a um ano (em jan/26), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jan/27) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 23% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jan/25.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 9,1x. 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)

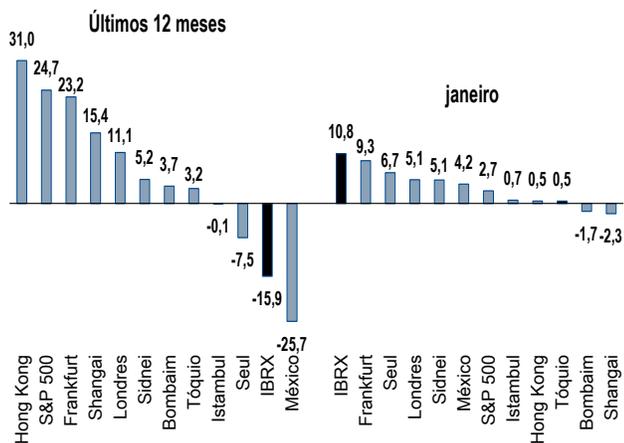
Em um mês de dólar mais fraco, o real destacou-se positivamente em janeiro, devolvendo uma parte da desvalorização de 2024.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

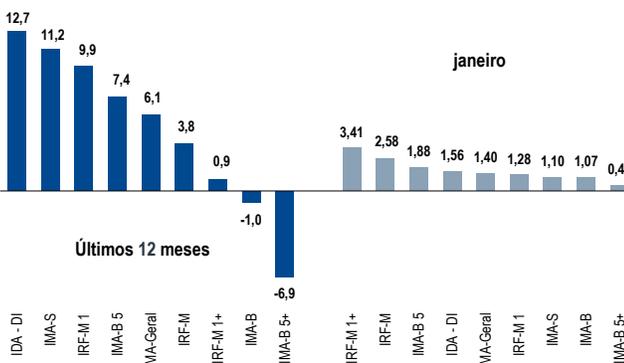
A bolsa brasileira se destacou em janeiro, também por conta da valorização do real.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

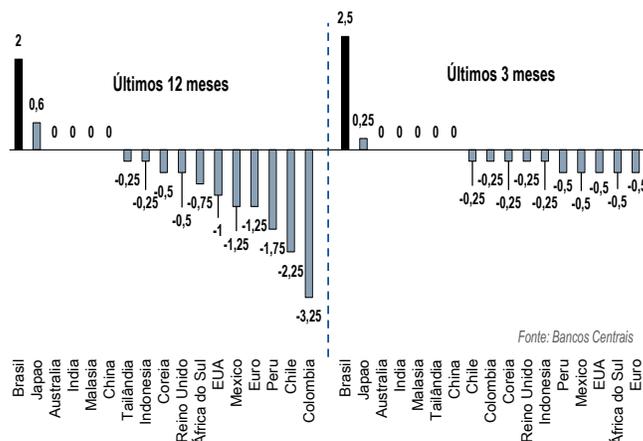
A curva de juros prefixados recuou de maneira relevante em janeiro, acompanhando a melhora da percepção de risco. Já a curva de juros reais teve comportamentos distintos: recuou mais na parte mais curta, com a inflação implícita pouco se movendo, e não se mexeu na parte mais longa, traduzindo-se em um recuo significativo da inflação implícita neste setor da curva.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

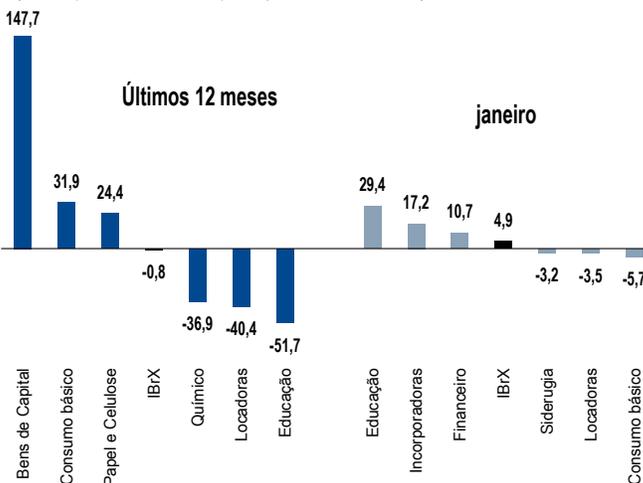
Os BCs brasileiro e japonês são os únicos que estão em ciclo de alta de juros. O Brasil se destaca pela magnitude do ajuste.



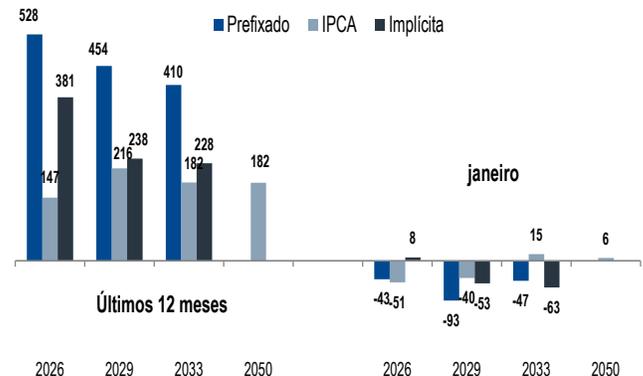
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

Setores que haviam ficado para trás em janeiro, em função do choque de juros, puxaram a recuperação do bolsa em janeiro.



Fonte: Econômicã
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 ("SPDJI"). 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.