



Sumário

- A política econômica errática neste início do governo Trump levou o mercado a começar a precificar uma desaceleração da atividade econômica americana, o que resultou em queda das taxas de juros e recuo da bolsa.
- A curva local de juros inclinou-se positivamente, e a parte curta precifica uma Selic de 15,50% no final do ciclo de aperto monetário. A inflação implícita na curva de juros recuou para os vencimentos mais curtos, indicando a percepção de uma desaceleração da atividade.
- O real voltou a se desvalorizar, depois de estar em alta de quase 3% em meados do mês, em uma mistura de fatores externos e domésticos.
- A bolsa voltou a cair em fevereiro, refletindo incertezas com relação ao cenário externo e doméstico, principalmente no que se refere à resposta dos bancos centrais a uma inflação ainda alta em um contexto de desaceleração da atividade econômica.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
05/02: A ata do Copom desfez a impressão <i>dovish</i> que o comunicado da decisão de janeiro havia deixado.	↓	→	→
07/02: Números do <i>payroll</i> de 2024 revisados para cima.	↓	→	→
12/02: CPI (índice de inflação ao consumidor nos EUA) saiu muito acima das expectativas.	↓	→	↓
14/02: Pesquisa Datafolha mostrou avanço na impopularidade do governo Lula.	↑	↑	↑
24/02: Governo anunciou liberação do FGTS para quem optou pelo saque-aniversário.	↓	→	→
26/02: Rumores de troca do ministro da Fazenda e Caged acima das expectativas.	↓	↓	↓

Cenário Global

Depois de um mês de janeiro relativamente positivo para os mercados globais, em fevereiro começou a crescer a percepção de que a política errática adotada pelo governo Trump pode levar a uma desaceleração da atividade americana.

Como já havia sido divulgado nos meses anteriores, o presidente dos EUA anunciou uma série de propostas de tarifas destinadas aos principais parceiros comerciais dos EUA, bem como a setores específicos. A maioria dessas tarifas, no entanto, foi adiada e ficou de ser implementada nos próximos meses. Como resultado, o consenso do mercado parecia ser de que as políticas protecionistas estavam sendo usadas mais como um mecanismo de negociação, o que poderia resultar em nenhuma tarifa, ou na sua adoção em menor escala ou duração.

No entanto, essa incerteza passou a inquietar os mercados, ao identificar sinais de que isso vem impactando negativamente a atividade econômica. Dados fracos do Índice de Gerentes de Compras (PMI) e da confiança do consumidor apontaram para uma potencial desaceleração da economia dos EUA; o primeiro apontando especificamente as tarifas como causa da fraqueza. Houve também notícias de empresas adiando decisões de investimento e contratação, dada a incerteza da política econômica do governo Trump. Isso, combinado com comentários do Secretário do Tesouro dos EUA de que o vencimento da dívida estava “muito distante”, ajudou a afetar os mercados a partir de meados do mês, com a treasury de 10 anos recuando 33 pontos-base.

Por outro lado, o CPI (índice de inflação ao consumidor) veio bem acima das expectativas, revertendo a leitura benigna de janeiro. Conjugado com a perspectiva de desaceleração da atividade, o receio de um cenário de estagflação da economia americana cresceu nos mercados no final do mês. Este seria um quadro complicado para o Fed, que não se reuniu neste mês. A curva de juros, que embutia apenas um corte de 25 pontos-base no final de janeiro, passou a embutir dois cortes em fevereiro, refletindo um cenário de maior desaceleração da atividade.

O dólar refletiu esse humor, e o DXY desvalorizou-se 0,7% em fevereiro. As moedas que mais se beneficiaram desse movimento foram o iene japonês, a coroa sueca e o peso chileno. O rublo russo foi a moeda que mais se valorizou, mas por conta da aproximação de Donald Trump com Putin, o que pode sinalizar o afrouxamento das sanções contra a Rússia.

Por outro lado, os mercados chineses vêm desempenhando bem neste ano, principalmente depois do advento DeepSeek. A bolsa de Hong Kong foi, de longe, a de melhor performance entre seus pares globais em fevereiro, com alta de 13,6%. Considerando que os mercados já haviam antecipado em muito as ameaças de tarifas adicionais por parte do governo Trump sobre as exportações chinesas, aparentemente estamos observando uma volta parcial dessas expectativas. Além disso, dados mais recentes de atividade chinesa mostram alguma estabilização no setor imobiliário e até recuperação de crescimento em alguns setores, como o de produção de automóveis, o que, inclusive,

impactou positivamente o mercado de minério de ferro. O CRB metais subiu 2,2% no mês, e o minério de ferro colocou-se firmemente acima do nível de \$100/tonelada, maior cotação em 5 meses.

No sentido inverso, a bolsa americana, dado o contexto de maior incerteza da política econômica americana, recuou 1,4% em fevereiro. Os destaques negativos foram Tesla, que caiu 27,3% no mês em função de resultados ruins no 4T24 e queda nas vendas nesse início de ano, e Alphabet, holding do Google, que recuou 16,7%, com as dúvidas em relação ao crescimento de gastos com IA. Por outro lado, Uber, com alta de 16,4%, e Eli Lilly, que valorizou-se 13,3%, foram os destaques positivos.

Cenário Local

Fevereiro foi um mês relativamente morno em termos de dados da economia, mas rico em termos políticos. O evento do mês foi a divulgação de várias pesquisas de popularidade do governo, indicando queda acentuada neste início de ano. Há várias hipóteses para este movimento, desde a inflação de alimentos, passando pela “crise do PIX” até uma certa fadiga de material, de um governo que prometeu muito mais do que o orçamento público é capaz de entregar. Independentemente das razões, o fato é que a queda da popularidade, aliada a pesquisas que indicam candidatos de centro-direita competitivos para 2026, chegaram a animar os mercados durante o mês.

O problema é que esta é uma faca de dois gumes: ao mesmo tempo que a queda da popularidade aumenta a probabilidade de uma eventual troca de comando, por outro lado pode levar o governo a dobrar a aposta em medidas que se antepõem à desaceleração da atividade econômica. Já tivemos duas amostras neste mês: a liberação do FGTS para aqueles que optaram pelo saque-aniversário, e a promessa do E-consignado, empréstimo consignado com base no cadastro do E-social, o que pode aumentar o acesso ao crédito. São duas medidas, em si, positivas, mas em um contexto em que a política monetária busca desaquecer a atividade para trazer a inflação para baixo, tornam-se contraproducentes.

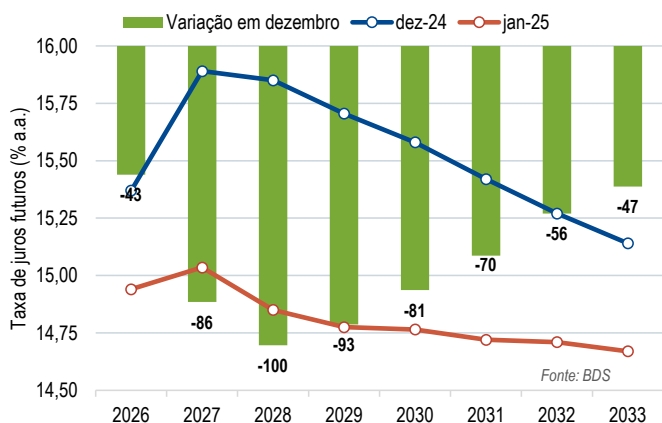
O curioso é que há uma certa unanimidade em torno do diagnóstico para a queda da popularidade, que teria sido causada pela inflação. Mas, ao mesmo tempo, o governo parece entender que seu problema está no crescimento econômico, pois todas as medidas anunciadas vão na direção de acelerá-lo, o que dificultaria a tarefa do BC. Parece haver um claro problema de diagnóstico.

Que outras medidas desse tipo sairão da cartola do governo até 2026? E qual será a reação do BC, diante de expectativas de inflação que não param de subir, justamente em função das incertezas geradas por esse tipo de medida? O novo Copom ainda será colocado à prova, e o mercado observará com lupa os seus movimentos e palavras.

Renda Fixa

A curva de juros nominais chegou a fechar 40 pontos base até meados do mês, com os sinais de desaceleração da atividade econômica doméstica e as pesquisas de popularidade do governo. No entanto, reverteu este movimento após o anúncio de medidas para estimular a atividade, como a permissão para o saque do FGTS. O gráfico 1 mostra o movimento da curva de juros nominais no mês.

Gráfico 1: Curva de Juros Brasil



Podemos observar que a curva se inclinou positivamente, com os vencimentos mais longos subindo e os mais curtos permanecendo estáveis, indicando um aumento da aversão a risco no mercado de juros. No final de fevereiro, a curva de juros precificava uma Selic de 15,50% no final do ciclo de alta, contra 15,75% no final de janeiro.

Já a curva de juros reais apresentou um comportamento inverso: subiu mais na parte mais curta e menos na parte mais longa. O efeito foi uma redução significativa da inflação implícita nos vencimentos mais próximos, o que está mais conforme com um cenário de desaceleração da atividade econômica.

Por fim, o crédito privado deu continuidade à tendência de janeiro, e o IDA-DI voltou a superar o CDI em fevereiro, com alta de 1,27%, contra um CDI de 0,99%. Esta performance foi uma combinação de fechamento dos *spreads* com um carregamento ainda atrativo.

Câmbio

Em um mês de dólar mais fraco, o real não se destacou especialmente, e fechou com leve desvalorização de 0,7%. A questão é que a moeda brasileira chegou a se valorizar quase 3% no mês, em uma continuidade do movimento visto em janeiro, mas não sustentou a alta. Fatores externos, como a política errática do governo Trump, que também afetou outras commodities e moedas, como o dólar australiano, poderiam ser apontados como responsáveis por essa performance. No entanto, moedas como o peso chileno, o peso colombiano e mesmo o dólar canadense e o peso mexicano, tiveram performances superiores ao real, o que pode indicar que fatores domésticos também influenciaram

a moeda brasileira em fevereiro.

Continuamos sendo da opinião de 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. 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

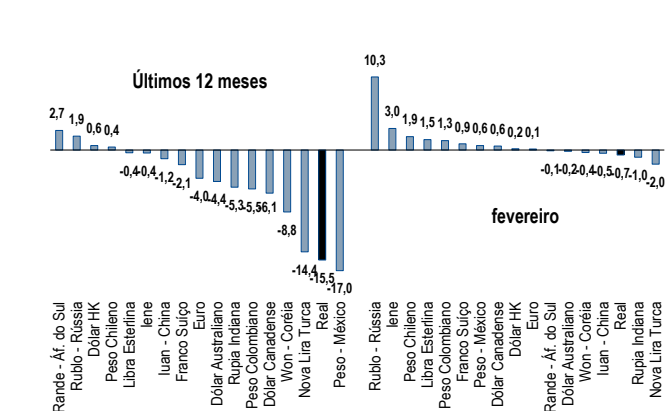
A bolsa brasileira chegou a estar subindo 2% no mês, após a divulgação da pesquisa de popularidade do Datafolha, mas, com a perspectiva de medidas que se antepõem à política monetária e um certo mal-estar com a política econômica nos EUA, a bolsa não conseguiu segurar a valorização, e fechou em queda de 2,7% em fevereiro (IBrX). Alguns destaques negativos foram Lojas Renner, que recuou 17,0%, JBS, com queda de 12,6%, e Weg, que recuou 12,0%. Os papéis das três empresas desvalorizaram-se após a divulgação de balanços fracos no 4Q24. Do lado positivo tivemos Eletrobrás, que subiu 5,9% após a divulgação do acordo com a União a respeito da nova composição do Conselho e da não responsabilidade da empresa na eventual continuidade das obras de Angra 3.

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 fevereiro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,4x). Estimamos crescimento de lucros de 19% em 2025, 10% em 2026 e 6% em 2027. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,0x daqui a um ano (em fev/26), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até fev/27) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 26% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em fev/25.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 9,0x. 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)

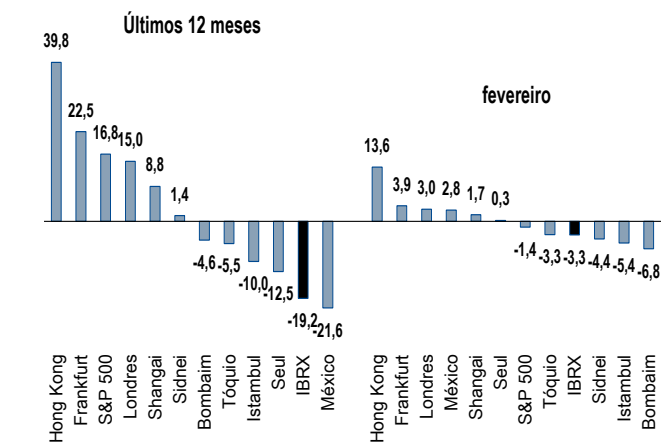
O real apresentou performance fraca mesmo em um mês de dólar mais desvalorizado na média, em função das perspectivas de desaceleração da economia americana.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

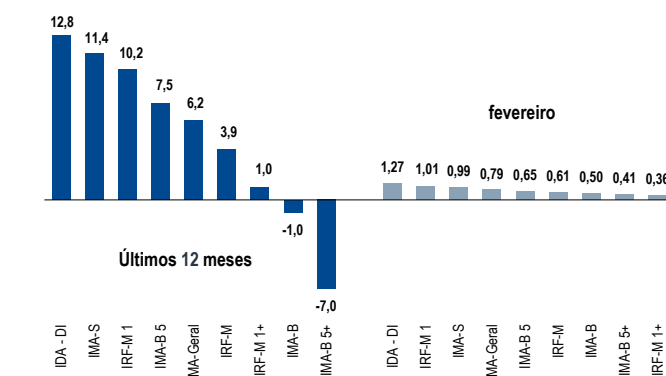
A bolsa de Hong Kong se destacou em fevereiro em função das perspectivas de novos estímulos do governo chinês e pelo efeito "DeepSeek".



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

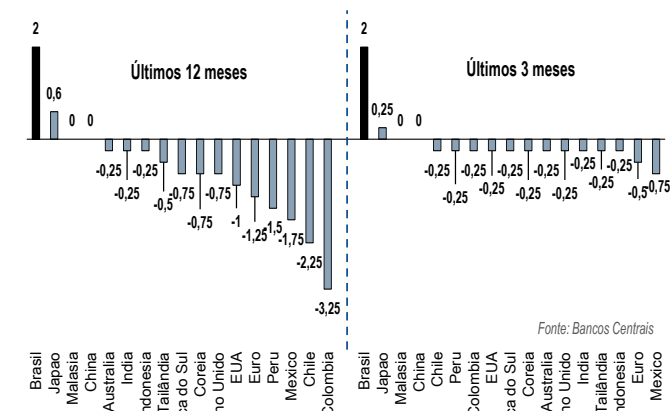
A curva prefixada inclinou-se positivamente em fevereiro, com a parte curta permanecendo estável e a parte longa subindo. Na curva de juros reais observamos o movimento inverso, com a parte curta subindo mais. O efeito final foi a queda da inflação implícita de curto prazo, refletindo a perspectiva de desaceleração da atividade.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

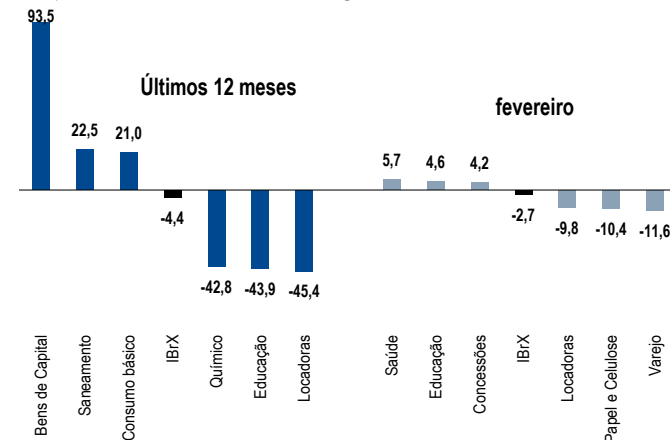
Os BCs brasileiro e japonês são os únicos que estão em ciclo de alta de juros. O Brasil se destaca pela magnitude do ajuste.



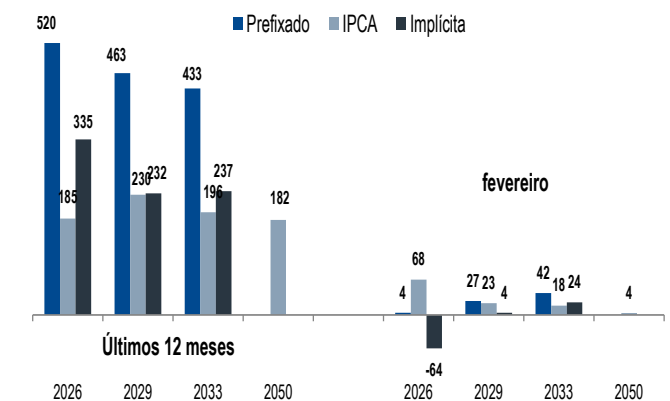
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

A performance do setor de Bens de Capital deve-se a Embraer, que se valorizou nada menos do que 185% nos últimos 12 meses, compensando a performance mais fraca de Weg.



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.