



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 desinclinou e a inflação implícita no curto prazo recuou, indicando a expectativa de uma política monetária mais austera.
- O real voltou a se valorizar, em um mês de desvalorização global do dólar.
- A bolsa valorizou-se de maneira relevante, beneficiando-se de uma rotação de recursos migrando do mercado americano para outros mercados, em função das políticas erráticas neste início de governo.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

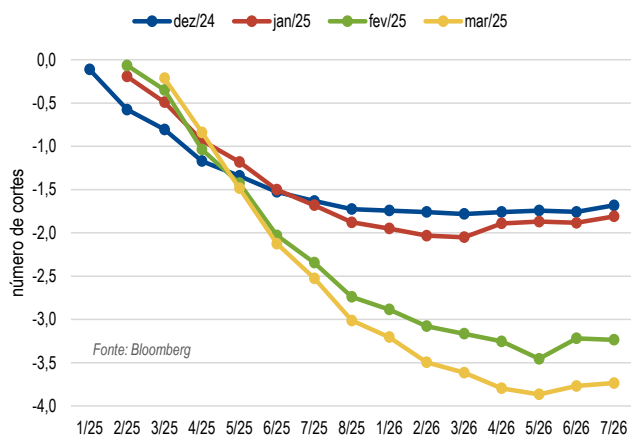
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
07/03: PIB do 4º trimestre veio bem abaixo das expectativas.	↑	—	—
Receio de recessão nos EUA em função da guerra tarifária do governo Trump	↓	↓	↓
11/03: a Ucrânia aceitou um acordo de cessar-fogo	↑	↑	↑
Atitudes erráticas do governo americano colocando em xeque a tese do excepcionalismo americano.	—	↑	↑
Comunicado e ata do COPOM considerados hawkish	↓	—	—
Receios com os efeitos do novo consignado do eSocial sobre atividade.	↓	—	↑
27/03: IPCA-15 veio abaixo das expectativas	↑	—	—

Cenário Global

O mercado global, principalmente o americano, está tentando avaliar os efeitos temporários e permanentes da política tarifária do governo Trump: se, por um lado, tarifas podem levar a um aumento do nível de preços no curto prazo, as incertezas em razão da discricionariedade desse tipo de política podem afetar a confiança dos agentes e causar desaceleração da atividade econômica. Ainda é cedo para observar esses efeitos nos dados correntes, mas as expectativas já estão fazendo preço.

Esta espécie de “cabo-de-guerra” entre esses dois efeitos contraditórios vem dominando as discussões e as operações de mercado ao longo dos últimos dois meses. O mercado não tem precificado uma reação hawkish do Fed ao potencial aumento de inflação, pois tem entendido que a função-reação da autoridade monetária é viesada para crescimento em detrimento da inflação. Em março vimos uma continuidade deste entendimento, conforme podemos observar no Gráfico 1, em que plotamos a probabilidade de cortes da taxa dos Fed Funds embutida na curva de juros.

Gráfico 1: Número de cortes previstos na curva de juros nos EUA



Podemos observar que, no final de janeiro, havia apenas 2 cortes previstos até o final de 2025 e nenhum adicional em 2026. Já no final de fevereiro, já havia quase 3 cortes previstos em 2025 e mais 50% de chance de um corte adicional em 2026. Em março, além dos 3 cortes previstos em 2025, aumentou a probabilidade de mais um corte em 2026. Assim, o mercado de juros, aparentemente, vem dando mais peso para a desaceleração da atividade do que para a ameaça de um repique inflacionário por conta das tarifas.

O dólar seguiu pelo mesmo caminho, enfraquecendo-se novamente em relação a uma cesta relevante de moedas, com o DXY desvalorizando-se 3,2% no mês. O destaque positivo foi, novamente, o Euro, que valorizou-se 4,3% contra o dólar, ainda em função da aprovação de mais gastos em defesa por parte dos países da União Europeia.

A bolsa americana, a exemplo do que já havia ocorrido em fevereiro, também continuou precificando um cenário recessivo. O S&P500 recuou 5,8% em março, o pior resultado mensal desde dezembro de 2022. As perdas foram espalhadas, não necessariamente concentradas em ações de tecnologia. Por exemplo, as ações da rede de varejo Target desvalorizaram-se 16,0%, enquanto Starbucks teve queda de 14,9% e Airbnb caiu 14,3%, indicando o receio de uma recessão na economia americana. Das chamadas Magnificent 7, Facebook (-13,0%), Nvidia (-12,5%) e Tesla (-12,3%) foram os papéis que mais se desvalorizaram.

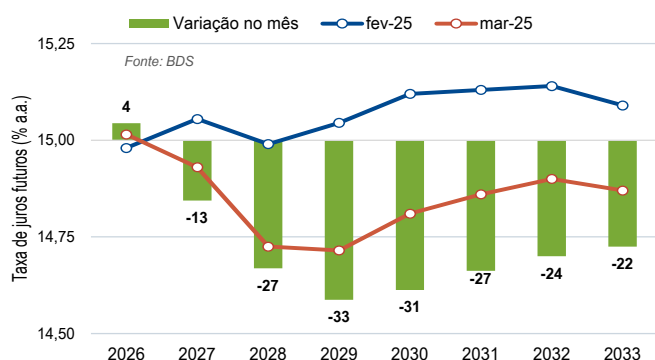
Cenário Local

Renda Fixa

No início do mês foi divulgado o crescimento do PIB em 2024. Foi um PIB que agradou a gregos e troianos. Se o governo pôde comemorar um crescimento de 3,6% em 2024, enquanto a mediana do Focus no início do ano indicava um crescimento de apenas 1,6%, o mercado também encontrou sinais de desaceleração da atividade, o que poderia indicar algum espaço para uma política monetária mais frouxa. O PIB do 4º trimestre mostrou desaceleração do componente do Consumo das Famílias, causada por inflação alta e restrições ao crédito, como o teto para a taxa de juros do consignado. Os efeitos do aperto da política monetária ainda estão por se manifestar de maneira mais acentuada, razão pela qual acreditamos em uma desaceleração mais forte da atividade neste ano, devendo o PIB fechar 2025 com crescimento de 1,8%.

Este dado do PIB, em conjunto com outros dados de atividade abaixo das expectativas, como produção industrial e vendas no varejo (conceito restrito), fizeram com que a curva de juros iniciasse o mês cedendo até atingir as mínimas na véspera do Copom. A reunião do Comitê não apresentou nenhuma surpresa, entregando o já prometido aumento de 100 pontos-base na Selic. No entanto, o BC, tanto no Comunicado como, depois, da Ata, deixou clara a preocupação com a desancoragem das expectativas de inflação, além de ter colocado a desaceleração da atividade no campo das possibilidades ainda a serem concretizadas, o que foi lido como uma manifestação hawkish por parte da autoridade monetária. A partir daí, a curva de juros devolveu toda a baixa do mês, fechando com leve alta na parte mais curta e com leve baixa na parte mais longa. O Gráfico 2 mostra este movimento da curva de juros. Esta desinclinação indica a expectativa de uma política monetária mais austera, além de uma desaceleração da atividade econômica, tanto aqui quanto no exterior.

Gráfico 2: Curva de Juros Brasil



O mesmo movimento ocorreu na curva de juros reais, com a parte curta subindo de maneira relevante, enquanto observamos um leve recuo dos cupons da parte mais longa. O resultado foi uma redução na inflação implícita, mais acentuada no curto prazo, que seria o resultado dessa política monetária mais austera mencionada.

Por fim, o crédito privado deu continuidade à tendência do ano, e o IDA-DI voltou a superar o CDI em março, com alta de 1,23%, contra um CDI de 0,96%. Esta performance foi uma combinação de fechamento dos spreads com um carregamento ainda atrativo.

Câmbio

Em mais um mês de dólar fraco, o real se destacou especialmente, e fechou com valorização de 3,1%. O real se beneficiou de uma rotação de recursos migrando do mercado americano para outros mercados, em função das políticas erráticas do governo Trump.

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 apresentou performance excepcional em março, fechando em alta de 5,9% (IbRX), o melhor resultado desde agosto do ano passado. Só não foi melhor porque a bolsa devolveu um pouco dos ganhos nos últimos dois dias do mês, em função da percepção de um aumento da probabilidade de uma recessão nos EUA. A bolsa brasileira, assim como outras bolsas de emergentes, como a da Índia, se beneficiou de uma rotação de investidores estrangeiros, procurando alternativas às opções de maior risco na bolsa americana. Os papéis que mais se beneficiaram deste movimento foram aqueles pertencentes a setores cíclicos domésticos, como Magazine Luiza (+42,0%), Movida (+37,9%) e Cogna (+37,5%). Na outra ponta, Natura (-22,7%) sofreu por conta de resultados abaixo dos esperados.

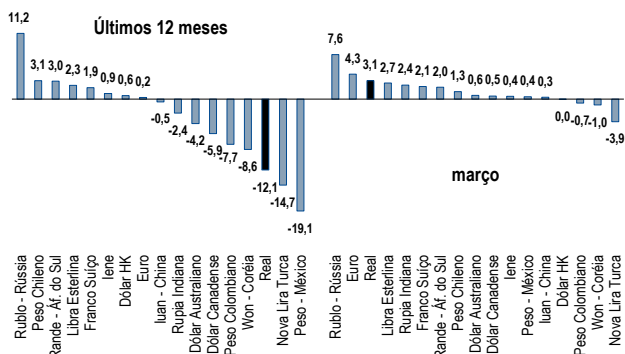
Para avaliar o potencial de alta da bolsa neste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,0x ao final deste período (no final de março, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,7x). Estimamos crescimento de lucros 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 mar/26), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mar/27) conforme descrito acima, o IbRX deveria subir cerca de 22% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em mar/25.

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

	Indicador	Mês	Valor	MoM	YoY	Consenso
Inflação	IPCA	Fev/25	-	1,3%	5,1%	=
	IGP-DI	Fev/25	-	1,0%	8,8%	↓
Atividade Econômica	Índice de Atividade do BC	Jan/25	-	+0,9%	+3,6%	↑
	Produção Industrial	Jan/25	-	0,0%	+1,4%	↓
	Vendas no Varejo	Jan/25	-	-0,1%	+3,1%	↓
	Vendas de Serviços	Jan/25	-	-0,2%	+1,6%	↓
	Desemprego	Fev/25	6,8%	=	-100 bps	=
Contas Externas	Bal. Comercial (1Y - US\$)	Fev/25	56,2bn	-5,4bn	-41,5bn	=
	C/C (1Y - % do PIB)	Fev/25	-3,3%	-30 bps	-220 bps	=
Contas Fiscais (% do PIB)	Resultado primário (1Y)	Jan/25	-0,4%	=	+180 bps	=
	Resultado nominal (1Y)	Jan/25	-8,1%	+40 bps	+90 bps	
	Dívida bruta	Jan/25	75,3%	-80 bps	+80 bps	
	Dívida líquida	Jan/25	63,2%	+10 bps	+400 bps	
Expectativas Focus	IPCA 2025	Mar/25	5,7%	=	+220 bps	
	IPCA 2026	Mar/25	4,5%	+10 bps	+100 bps	
	PIB 2025	Mar/25	2,0%	=	=	
	PIB 2026	Mar/25	1,6%	-10 bps	-40 bps	
	SELIC 2025 (fim do ano)	Mar/25	15,0%	=	+650 bps	
	SELIC 2026 (fim do ano)	Mar/25	12,5%	=	+400 bps	

Moedas (contra o dólar)

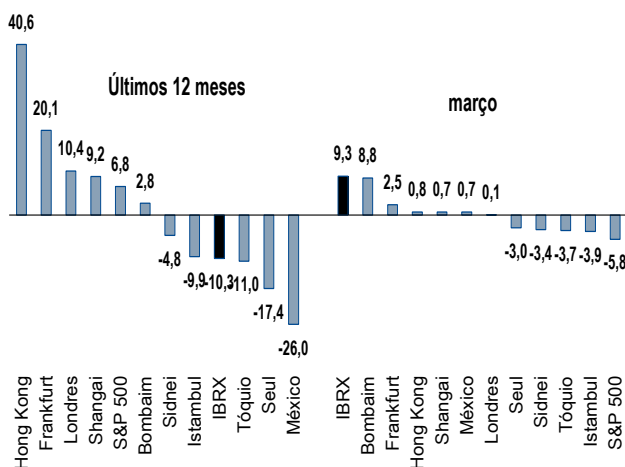
Em um mês de desvalorização global do dólar, o real destacou-se como uma das moedas de maior valorização, ao lado do euro e a da libra esterlina.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

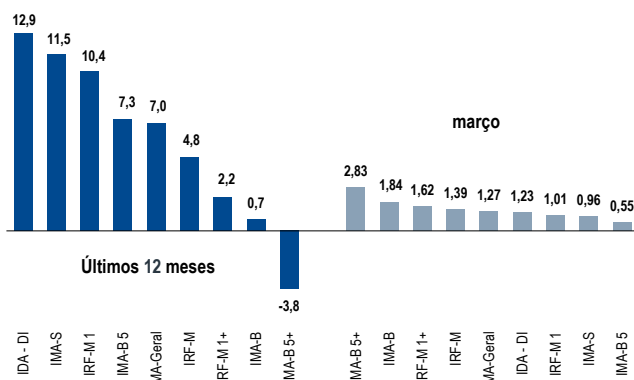
A bolsa brasileira beneficiou-se de uma rotação de recursos saindo do mercado americano, além da valorização do real.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

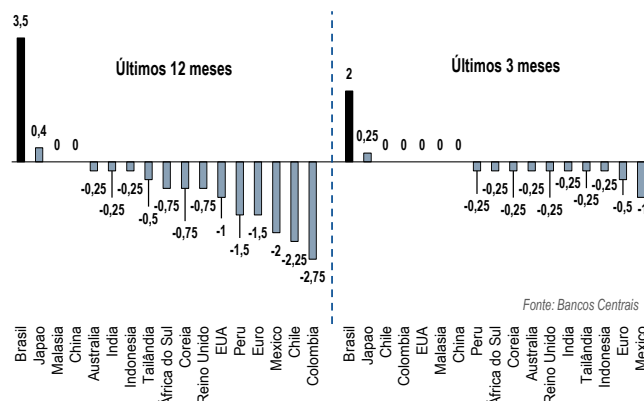
A curva prefixada desinclinou em março, com a parte curta permanecendo estável e a parte longa recuando, principalmente até o vértice 2029. Na curva de juros reais observamos o movimento inverso, com a parte curta subindo mais. O efeito final foi a queda relevante da inflação implícita de curto prazo, refletindo a perspectiva de desaceleração da atividade.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

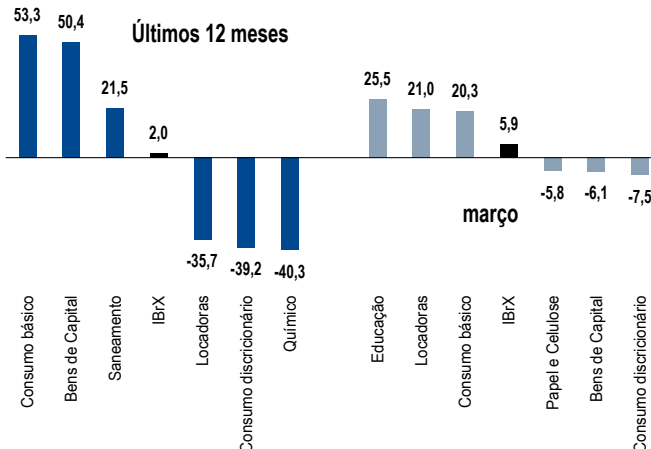
Os BCs brasileiro e japonês continuam na contramão do mundo, sendo os únicos que estão em ciclo de alta de juros. O Brasil se destaca pela magnitude do ajuste.



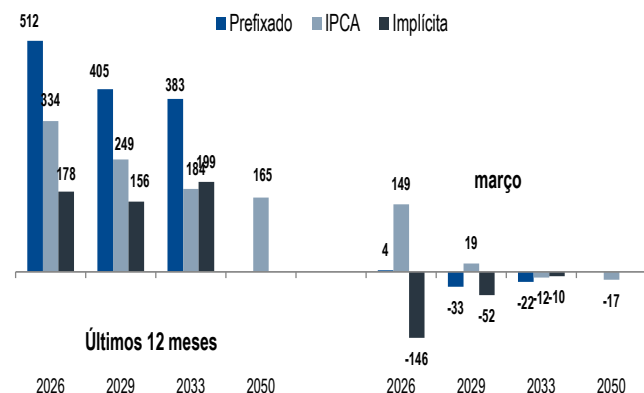
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

A performance da bolsa em março foi puxada pelos setores que haviam sido mais castigados, principalmente os dos setores cíclicos domésticos.



Fonte: Economidica
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 2025 (em processo de alteração junto à Receita Federal do Brasil e à Junta Comercial para WESTERN ASSET MANAGEMENT COMPANY 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 ("SPDJ") 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 (em processo de alteração junto à Receita Federal do Brasil e à Junta Comercial para WESTERN ASSET MANAGEMENT COMPANY LIMITADA). Esta publicação é de propriedade da Western Asset 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.