



Sumário

- A trégua entre EUA e China na guerra tarifária estabilizou o dólar e fez com que a bolsa americana voltasse próxima às suas máximas. Por outro lado, preocupações do lado fiscal pressionaram a curva de juros americana.
- A parte curta da curva local de juros elevou-se ligeiramente, em função da elevação da alíquota do IOF sobre várias operações financeiras para fechar a conta do arcabouço fiscal.
- O real se desvalorizou na margem, mesmo em um mês de estabilidade do dólar, indicando aumento das incertezas no front fiscal.
- A bolsa voltou a subir, mas recuou da máxima histórica depois do anúncio da elevação das alíquotas do IOF.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
08/05: Comunicado um pouco mais dovish do Copom.	↑	—	↑
12/05: EUA e China entraram em um acordo provisório de 90 dias com tarifas mais baixas.	↓	—	—
Temores de novas medidas para elevar a popularidade do governo.	↓	—	—
22/05: anúncio de IOF sobre investimentos no exterior	↓	↓	↓

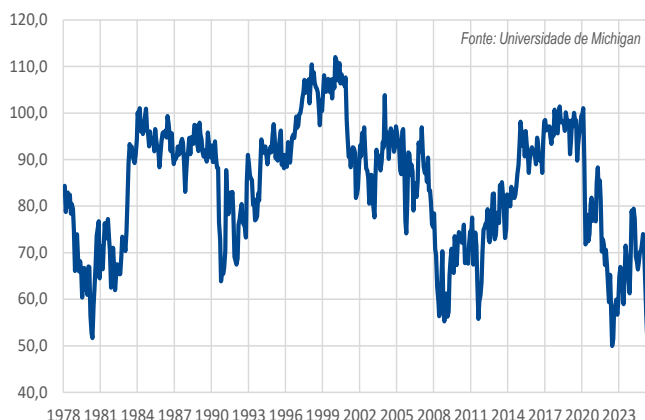
Cenário Global

Sell May And Go Away. Esse velho ditado do mercado financeiro, que manda vender bolsa no dia 30/04 e só voltar no dia de Halloween, não teria funcionado neste ano, ao menos em relação ao mês de maio. Outra expressão tomou o lugar do velho ditado, esta completamente nova e feita para o momento: “TACO trade”, sendo TACO o acrônimo para “Trump Always Chickens Out”, o que, em tradução livre, seria algo como “Trump sempre volta atrás”. O presidente americano já havia adiado a entrada em vigor do tarifaço anunciado no início de abril e, neste mês de maio, tivemos o mesmo movimento, quando EUA e China entraram em um acordo provisório, suspendendo por 90 dias as tarifas recíprocas altíssimas, que funcionavam, na prática, como um embargo.

Este comportamento errático, ainda que possa trazer algum alívio de curto prazo para os mercados, cobra o seu preço em termos de volatilidade e aumento das incertezas. Mesmo porque, ainda que desconsideremos cenários extremos, um nível de tarifas de 10% imposto globalmente pelos EUA é muitas vezes superior ao que vinha sendo praticado pelo país há várias décadas. Portanto, o alívio por se ter evitado o cenário catastrófico (ao menos no curto prazo) não deveria fazer os agentes esquecerem a piora estrutural do cenário. Mas fez, pelo menos em maio.

A percepção de Wall Street parece descolada da de Main Street. O sentimento do consumidor, medido pela Universidade de Michigan, voltou para as mínimas históricas, no mesmo patamar do fim do primeiro semestre de 2022, quando a inflação pós-pandemia atingia quase dois dígitos. É o que podemos observar no gráfico 1.

Gráfico 1: Sentimento do Consumidor

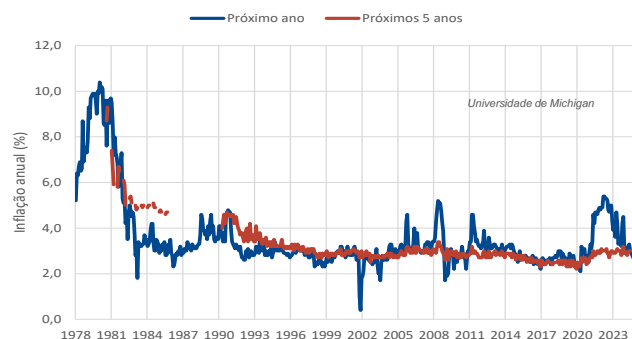


Impressiona não somente o patamar, mas a magnitude da queda do índice em um curto período de tempo. De dezembro até o maio, o índice recuou nada menos do que 23 pontos. Apenas como comparação, a queda entre fevereiro e abril de 2020, no pico da pandemia, foi de 29 pontos, e a queda entre setembro e novembro de 2008, pós quebra da Lehmann Brothers, foi de 15 pontos.

Se a inflação foi o principal motivo para a queda da confiança em 2022, desta vez não há nada semelhante. A inflação ao consumidor, nos últimos 12 meses, acumula alta de 2,3%, contra 9,1% em junho/22. Mas é a inflação que preocupa o consumidor americano. Não a atual, mas a futura.

A Universidade de Michigan, na mesma pesquisa, pergunta qual a inflação esperada pelo consumidor para o próximo ano e para os próximos 5 anos. O Gráfico 2 mostra a série histórica até maio.

Gráfico 2: Expectativas de Inflação



Observe como a expectativa para o próximo ano está em sua máxima desde o início dos anos 80, ultrapassando, com folga, o pico de meados de 2022, quando a inflação corrente estava bem mais alta. Mas é a expectativa para a inflação dos próximos 5 anos que mais preocupa, por tratar-se de uma percepção de um deslocamento estrutural das pressões inflacionárias. Note que essa expectativa de mais longo prazo não se mexeu em meados de 2022, mesmo com a inflação corrente rodando próxima de 10% ao ano. O consumidor sabia tratar-se de um fenômeno passageiro. Agora, mesmo com a inflação corrente em seu menor patamar em 4 anos, as expectativas dos consumidores explodiram.

Por outro lado, o mercado parece bem menos alarmado. A taxa de inflação implícita nas treasuries não indica nada de anormal, conforme podemos observar no Gráfico 3

Gráfico 3: Inflação implícita 5Y/5Y



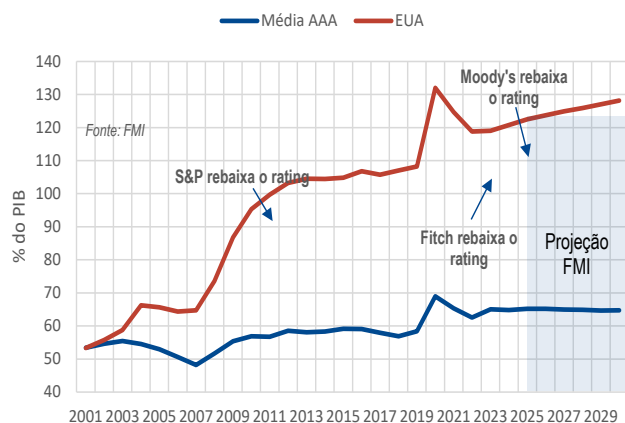
Temos então uma dicotomia entre as expectativas de Main Street e de Wall Street. O Fed tem dado mais ouvidos a esta última, ao ponto de membros do FOMC falarem abertamente que a boa notícia é que as expectativas de inflação de longo prazo continuam ancoradas.

Em um cenário como este, deveríamos ver as taxas de juros caindo, para refletir um cenário de maior desaceleração da atividade. De fato, era o que vinha ocorrendo até o dia 02/04. Desde o início do ano, as treasuries de 10 anos, por exemplo, recuaram de 4,65% para a mínima de 4,00%. A partir do “Liberation Day”, no entanto, as taxas voltaram a subir e, no final de maio, o mesmo papel estava pagando 4,40%.

Muito dessa alta na curva de juros se deve à questão fiscal que veio com as discussões a respeito do BBB (Big, Beautiful Bill, o projeto de corte de impostos ora discutido no Congresso) e aos dados econômicos (principalmente do mercado de trabalho) ainda fortes e, secundariamente, ao receio de inflação descontrolada no futuro. Além disso, muito se tem dito sobre a reversão do trade de excepcionalismo americano, com a demanda por treasuries mais longas arrefecendo um pouco.

Com relação à questão fiscal, tivemos o downgrade da dívida americana pela Moody's, a última agência que ainda mantinha o AAA dos títulos do tesouro dos EUA. A razão foi a mesma alegada pela Fitch, quando fez o mesmo movimento em agosto de 2023: a preocupante elevação do nível da dívida e o consequente aumento do custo para carregá-la, de um governo (Executivo e Legislativo) disfuncional, que não consegue um acordo político mínimo para atacar o problema. O Gráfico 4 mostra a evolução da dívida americana, em relação ao PIB, comparado com a média do grupo de países AAA¹ pelas principais agências de rating.

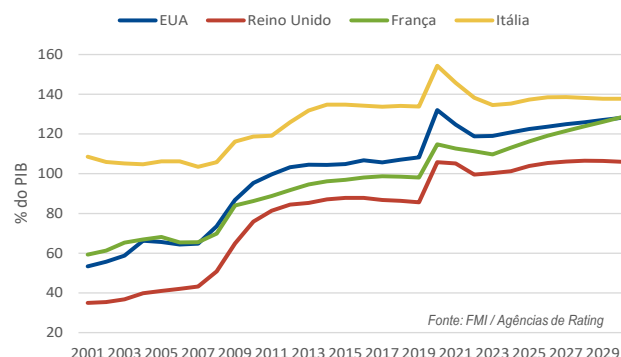
Gráfico 4: Dívida Bruta (% PIB)



No início dos anos 2000, a relação dívida/PIB dos EUA era semelhante à dos países AAA. Hoje é superior em 56 pontos percentuais do PIB, e o FMI projeta que daqui a 5 anos essa diferença será de 63 pontos percentuais do PIB. É certo que os Estados Unidos ainda se aproveitam do seu “privilegio exorbitante”, por emitirem a moeda de reserva internacional, mas mesmo o país mais privilegiado do mundo bate no muro

mais cedo ou mais tarde se não cuidar dos fundamentos de sua moeda. Observando o Gráfico 3, concluímos que o AAA durou até demais, e outro país na mesma situação não teria a mesma boa vontade das agências. Para ilustrar este ponto, veja o Gráfico 5.

Gráfico 5: Dívida Bruta (% PIB)



A dívida americana é mais ou menos comparável às dívidas de Reino Unido, França e Itália. No entanto, esses países europeus têm rating AA, AA- e BBB+, respectivamente, todos inferiores ao agora AA+ dos EUA, o que demonstra a força do “privilegio exorbitante”.

Assim, temos uma economia que já vinha acumulando incertezas em relação à trajetória de sua dívida, e que, agora, adiciona incertezas em relação aos próximos passos de sua política de comércio exterior.

Mas o dólar e, principalmente, a bolsa, não parecem refletir essas questões. O alívio proporcionado pelo adiamento das tarifas foi o suficiente para que o dólar parasse de se desvalorizar, com o DXY fechando estável em relação ao mês anterior. Assim, as principais moedas, que tiveram valorização expressiva desde o “Liberation Day”, permaneceram praticamente estáveis em maio em relação ao dólar.

A bolsa americana, por sua vez, fechou o mês com alta expressiva de 6,2% (medida pelo S&P500), a apenas 4% da sua máxima histórica. Além do adiamento das tarifas, a bolsa se beneficiou de uma posição técnica favorável, com um excesso de posições vendidas sendo revertidas. O destaque positivo foi Tesla (+23,0%), que se beneficiou com a notícia da saída de seu fundador, Elon Musk, do governo Trump. Também Nvidia (+21,6%) e Taiwan Semiconductors (+15,9%) foram destaques, com a trégua entre EUA e China na guerra tarifária. Na outra ponta, United Health (-26,7%) foi afetada por uma investigação do Departamento de Justiça em relação a um caso de fraude contra o Medicare.

Cenário Local

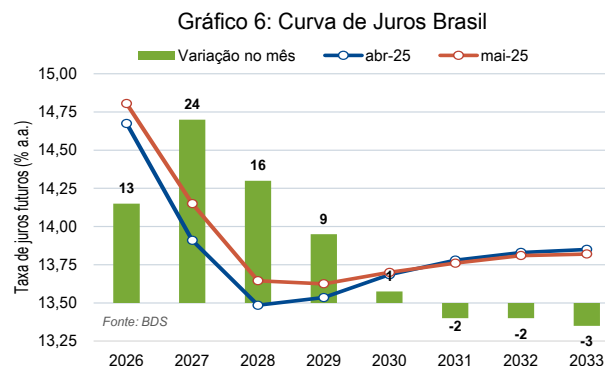
Renda Fixa

O mercado de renda fixa equilibrou-se entre um Copom relativamente dovish, um cenário externo negativo e renovadas incertezas na questão fiscal doméstica.

Começamos pelo Copom. O comunicado (e, depois, a ata), trouxe um balanço de riscos mais equilibrado em relação ao que vinha sendo a tônica nas reuniões anteriores. A “assimetria altista” foi substituída por “riscos tanto de alta quanto de baixa” da inflação. Esse reequilíbrio se deu principalmente pela introdução de um componente mais forte de desaceleração da atividade, importada das incertezas introduzidas pelo tarifaço patrocinado pelo governo Trump. A queda dos preços das commodities, causada pela perspectiva dessa desaceleração, também seria um fator positivo para o controle da inflação. Assim, a mensagem do Copom foi de um fim próximo do ciclo de aperto monetário. A curva de juros já vinha precificando esse fim do ciclo em sua parte mais curta, de forma que a decisão do Copom não teve grande influência. Já a parte mais longa se beneficiou da continuidade do movimento de rebalanceamento dos portfólios por parte dos investidores globais. Esses investidores geralmente preferem a parte longa da curva, pois maximiza a duration de cada dólar alocado.

Por outro lado, a piora na percepção do risco fiscal americano, discutido na sessão anterior, provocou alguns momentos de estresse no mercado local de juros. Mais para o final do mês, foi a vez do nosso risco fiscal influenciar a curva. Se, por um lado, o anúncio de contingenciamento e bloqueio de recursos (cerca de R\$ 30 bilhões) veio acima do esperado pelo mercado, esse mesmo anúncio foi acompanhado pelo aumento das alíquotas do IOF sobre várias operações. Essa última parte foi anunciada como uma substituição de receitas incertas advindas de julgamentos tributários no CARF. Há problemas de três naturezas aqui: 1) o aumento do IOF encarece certas atividades, como o crédito ao consumidor; 2) a tributação de transferências ao exterior e de investimentos de fundos no exterior (esta última revogada) pode ser entendida como um protocontrole de capitais; 3) o uso do IOF, um imposto regulatório que não precisa da aprovação do Congresso e nem necessita de anterioridade para ser implementado, para fins puramente arrecadatários, transmite a ideia de que a caixa de ferramentas para manter o arcabouço fiscal em pé está no fim. Assim, essa medida influenciou negativamente a curva de juros, que fechou o mês com leve alta na parte mais curta, conforme podemos ver no Gráfico 6.

Gráfico 6: Curva de Juros Brasil



A curva de juros reais apresentou um comportamento semelhante, com a parte curta subindo e a parte mais longa recuando. Com isso, a inflação implícita na parte mais curta caiu mais um pouco, enquanto na parte longa subiu ligeiramente.

Por fim, o crédito privado deu continuidade à tendência do ano, e o IDA-DI voltou a superar o CDI em maio, com alta de 1,38%, contra um CDI de 1,14%. Esta performance foi uma combinação de fechamento dos spreads com um carregamento ainda atrativo.

Câmbio

Após um período de desvalorização do dólar em função da tarifaço patrocinado pelo governo Trump, o mercado de moedas deu uma trégua em maio, com oscilações menos acentuadas do que nos dois meses anteriores. Nesse contexto, o real ficou para trás, com desvalorização de 0,9%, ganhando apenas da rúpia indiana e da lira turca. Esse comportamento pode ser creditado ao aumento das incertezas com relação à questão fiscal, após o anúncio da elevação das alíquotas do IOF sobre várias operações, o que demonstra a fragilidade dos fundamentos do arcabouço fiscal, que depende de um imposto regulatório para ser cumprido. Além disso, essa questão foi especialmente delicada para a moeda, dado que trouxe consigo a discussão sobre a possibilidade da introdução de controles de capitais no país, no caso do IOF sobre investimentos no exterior.

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 nos últimos três meses. 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 continuou apresentando boa performance em maio, fechando em alta de 1,5%. A bolsa chegou a renovar a máxima do ano, com o Ibovespa ultrapassando a marca dos 140.000 pontos, mas não resistiu às incertezas no campo fiscal, depois que o governo anunciou o aumento das alíquotas do IOF sobre várias operações.

De qualquer forma, a sinalização do fim do ciclo de alta de juros por parte do BC beneficiou os setores mais ligados à atividade econômica doméstica, dentre os quais se destacaram Educação, Incorporadoras e Varejo. No setor de Educação, Cogna (+15,1%) e Yduqs (+10,9%) foram os destaques. Dentre as incorporadoras, Tenda (+43,0%) e Direcional (+11,9%) foram as que mais subiram. Por fim, no setor de Varejo, Lojas Renner valorizou-se 24,3%.

Do lado negativo tivemos a queda de 19,0% de Banco do Brasil, após a divulgação de resultados decepcionantes. Minerva, com queda de 14,7%, também foi um destaque negativo em maio, com o receio do mercado em relação à sua alavancagem após o anúncio da compra da Brasil Foods.

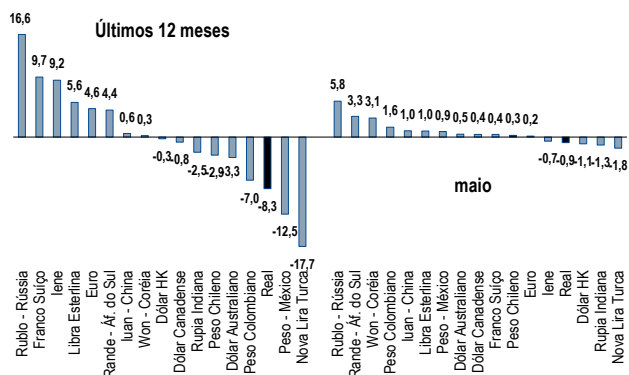
Para avaliar o potencial de alta da bolsa neste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,0x ao final deste período (no final de maio, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,0x). Estimamos crescimento de lucros 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 mai/26), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mai/27) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 17% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em mai/25.

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

	Indicador	Mês	Valor	MoM	YoY	Consenso
Inflação	IPCA	Abr/25	-	0,4%	5,5%	=
	IGP-DI	Abr/25	-	+0,3%	8,1%	↓
Atividade Econômica	Crescimento PIB	1T25	-	1,4%	2,9	↓
	Índice de Atividade do BC	Mar/25	-	0,8%	+3,5%	↑
	Produção Industrial	Mar/25	-	+1,2%	+3,1%	↑
	Vendas no Varejo	Mar/25	-	+0,8%	+1,0%	↓
	Vendas de Serviços	Mar/25	-	+0,3%	+1,9%	↓
	Desemprego	Abr/25	6,6%	-20 bps	-90 bps	↑
Contas Externas	Bal. Comercial (1Y - US\$)	Abr/25	56,7bn	-0,4bn	-37,1bn	↓
	C/C (1Y - % do PIB)	Abr/25	-3,2%	=	-200 bps	
Contas Fiscais (% do PIB)	Resultado primário (1Y)	Abr/25	-0,1%	=	+200 bps	↑
	Resultado nominal (1Y)	Abr/25	-7,8%	=	+160 bps	
	Dívida bruta	Abr/25	76,2%	+30 bps	+90 bps	
	Dívida líquida	Abr/25	63,8%	=	+340 bps	
Expectativas Focus	IPCA 2025	Abr/25	5,4%	-10 bps	+160 bps	
	IPCA 2026	Abr/25	4,5%	=	+90 bps	
	PIB 2025	Abr/25	2,2%	+20 bps	+20 bps	
	PIB 2026	Abr/25	2,0%	+30 bps	=	
	SELIC 2025 (fim do ano)	Abr/25	14,75%	=	+575 bps	
	SELIC 2026 (fim do ano)	Abr/25	12,50%	=	+350 bps	

Moedas (contra o dólar)

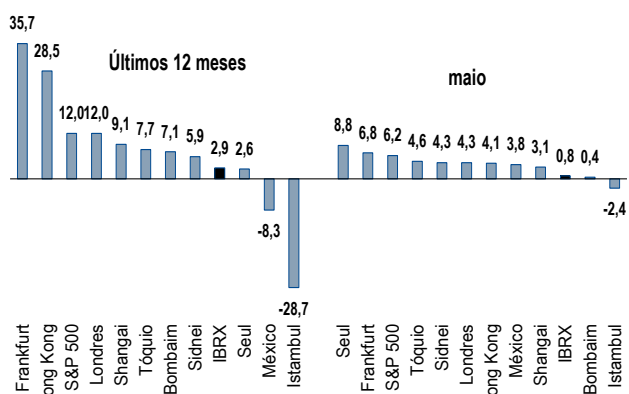
Em um mês sem grandes oscilações no mercado de moedas, o real fechou com leve desvalorização em relação ao dólar, em função de um cenário fiscal ainda desafiador.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

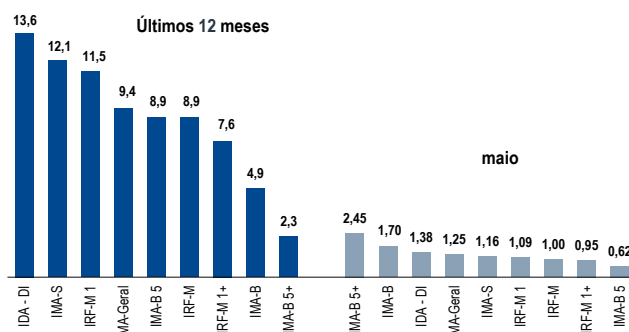
A bolsa brasileira fechou próxima de suas máximas, mas o seu desempenho foi fraco comparado aos seus pares internacionais, em função das incertezas fiscais.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

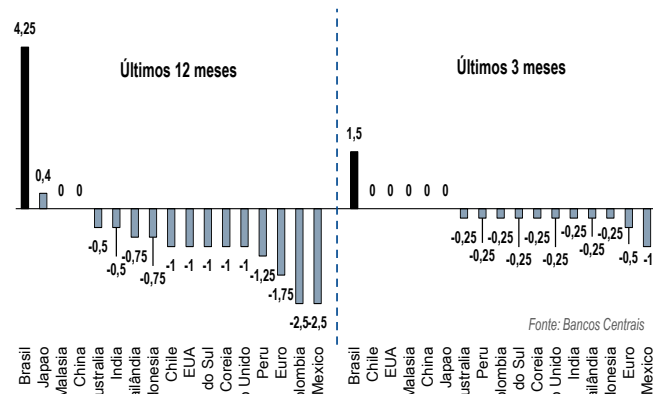
Maio foi um mês de ajuste para a curva prefixada, que havia tido um comportamento espetacular em abril. A parte mais curta abriu ligeiramente, enquanto a parte longa permaneceu flat. A curva real teve o mesmo comportamento, mas com mais intensidade, com a parte curta subindo de maneira relevante, provocando nova redução da inflação implícita, enquanto os cupons longos recuaram.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

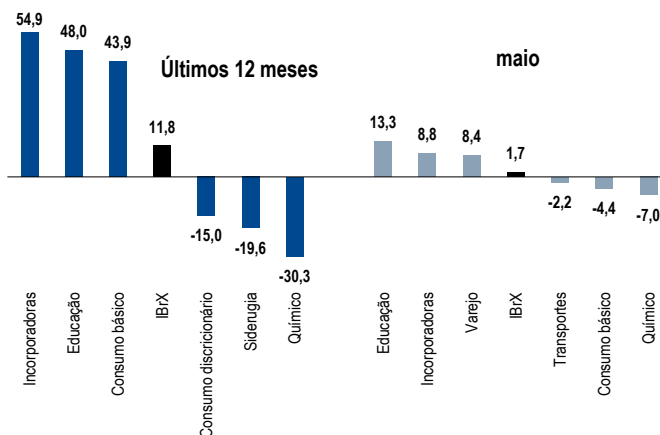
O BC brasileiro continua na contramão do mundo, sendo o único que está em ciclo de alta de juros.



Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

A performance da bolsa em maio foi novamente puxada pelos setores que haviam sido mais castigados, principalmente os que dependem das taxas de juros.



Fonte: Economática
Valores em percentual

¹ Austrália, Canadá, Dinamarca, Alemanha, Holanda, Noruega, Singapura, Suécia e Suíça.

Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company Limitada 2025 ("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 ("SPDJII"). 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 Limitada 2025. 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.