



Sumário

- As tensões em torno da Groenlândia determinaram o ritmo dos mercados no mês de janeiro, com a desvalorização do dólar e a valorização do ouro e das commodities. A tensão só teve algum alívio após a indicação de um nome menos controverso para a presidência do Fed.
- A curva de juros nominais local recuou em função, principalmente, da valorização do real.
- O real foi apresentado forte valorização no mês, na carona da desvalorização do dólar globalmente.
- A bolsa apresentou forte valorização, com a rotação de investidores estrangeiros de ativos americanos para outros mais desvalorizados.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
17/01: Donald Trump estabelece tarifas contra países europeus que enviaram tropas para a Groenlândia.	↑	↑	↑
30/01: Donald Trump indica o novo chairman do Fed.	↓	↓	↓

Cenário Global

O mês de janeiro foi marcado pela rotação de investimentos dos EUA para outras partes do mundo. As investidas do governo Donald Trump para adquirir a Groenlândia, incluindo ameaças veladas de uso de força militar, foram respondidas com o envio simbólico de tropas dos principais países europeus para a ilha, em um confronto há pouco tempo inimaginável dentro da OTAN. A resposta inicial do presidente americano, ameaçando com mais tarifas os europeus, serviu somente para colocar mais lenha na fogueira do desconforto dos mercados.

O episódio da Groenlândia reforçou a percepção de que os Estados Unidos, que sempre foram fonte de estabilidade para os sistemas geopolítico e financeiro globais, havia se tornado uma fonte de instabilidade. Ajudou nesse sentimento a ameaça da abertura de um inquérito criminal contra Jerome Powell por parte do Departamento de Justiça do governo Trump, o que ensejou uma inusual nota oficial por parte do presidente do Fed, reafirmando a independência do órgão.

A resposta dos mercados foi alinhada a essa nova visão: o ouro, que já vinha subindo de maneira relevante no ano passado, fechou janeiro com valorização de nada menos do que 13,3% em janeiro, depois de atingir alta de mais de 25%. Houve algum alívio somente no final no mês, quando Donald Trump apontou Kevin Warsh como o novo presidente do Fed. Dentre todas as escolhas que foram ventiladas nas últimas semanas, Warsh era a menos controversa, o que demonstrou que, apesar de toda a retórica contra o atual presidente do Fed, Trump ainda mostra-se sensível aos movimentos dos mercados.

O Fed, conforme o esperado, interrompeu o ciclo de corte de juros, apesar de toda a pressão política por parte do governo. A curva de juros manteve a expectativa de mais dois cortes neste ano, o que levaria os Fed Fundos para a faixa de 3,00%-3,25% no final de 2026.

O dólar, representado pelo DXY, também sofreu. Depois de acumular alta de 1% até meados do mês, desvalorizou-se 3% depois do episódio da Groenlândia, fechando o mês com desvalorização de 0,8% após a indicação de Warsh. As moedas de países mais dependentes da exportação de commodities, como o dólar australiano, a coroa norueguesa e as moedas latino-americanas de maneira geral, foram as que mais se beneficiaram desse movimento, em função da apreciação das commodities. O petróleo, por exemplo, fechou em alta de 7,6%.

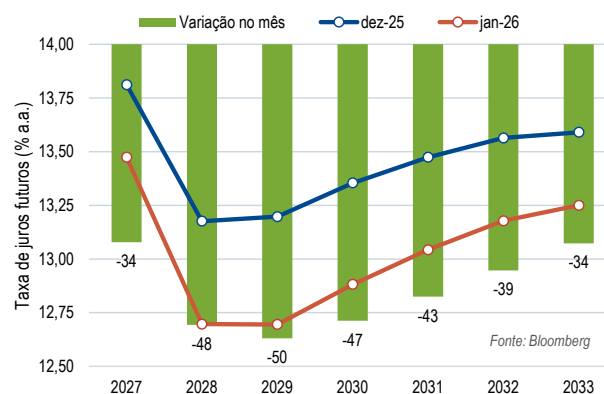
Por fim, as bolsas globais apresentaram uma performance espetacular, em parte fruto de uma realocação de capitais dos EUA. A bolsa de Seul continuou se destacando, com alta de 24,0% em dólar, seguido das bolsas de Istambul (+21,4%), São Paulo (+17,6%) e México (+8,4%). O S&P500 teve performance discreta, com alta de 1,4%. Os destaques positivos da bolsa americana foram ações ligadas à produção de semicondutores, como ASML (+33,1%) e Taiwan Semiconductors (+10,9%). Do lado negativo, tivemos Oracle (-16,4%), Microsoft (-11,0%) e Netflix (-11,0%).

Cenário Local

Renda Fixa

A fuga do dólar afetou positivamente a curva de juros no Brasil. Depois de um início de mês morno, as taxas de juros recuaram de maneira relevante a partir do evento Groenlândia, descrito na sessão anterior. O Gráfico 1 mostra o movimento da curva de juros nominais.

Gráfico 1: Curva de Juros Brasil



Janeiro foi mês de Copom, e o comunicado surpreendeu, telegrafando o início do ciclo de corte de juros para março. Não que o consenso já não fosse exatamente este, mas o mercado não esperava um comunicado explícito. A questão, agora, é entender como será esse processo. A palavra “serenidade”, usada no comunicado, sugere que a abordagem será cautelosa, autorizando apostas de um início de ciclo mais tímido, com um corte de 25 pontos-base. No entanto, o que verdadeiramente ditará os próximos passos do Copom são os dados de atividade e a leitura das expectativas de inflação. Por enquanto, o que vemos é uma atividade resiliente e expectativas convergindo de maneira muito lenta. Por outro lado, a forte valorização do real é um fator desinflacionário importante. Assim, é difícil antecipar o próximo movimento do Copom.

Já os juros reais continuam desafiando a gravidade, apesar do movimento forte dos juros nominais. A curva de juros reais permaneceu praticamente flat, com leve queda na parte mais curta e leve alta na parte intermediária/longa. Com isso, a inflação de break-even (diferença entre juros nominais e reais) recuou, em função, principalmente, da valorização do real.

Com relação ao crédito, o IDA-DI, mais uma vez, rendeu acima do CDI (1,36% contra 1,16%), demonstrando que, apesar de os spreads terem fechado de maneira relevante em 2025, este movimento continuou em janeiro. Uma explicação possível foi o pagamento do FGC para os detentores de CDBs do Banco Master, dinheiro este que pode ter sido canalizado para comprar ativos de crédito, o que pode ter pressionado os spreads mais para baixo.

Câmbio

O real foi uma das moedas de melhor performance dentre as principais do mercado global, acompanhado de outras ligadas a commodities, como vimos na sessão sobre o Cenário Global. A moeda brasileira valorizou-se 4,4% contra o dólar, atingindo o maior nível desde maio de 2024.

Continuamos sendo da opinião de que a questão fiscal ainda deve permanecer como um fator de pressão dominante no prêmio de risco da moeda, mesmo mitigado por fatores conjunturais mais positivos. Uma valorização mais permanente do câmbio deveria ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais estrutural da questão fiscal.

Bolsa

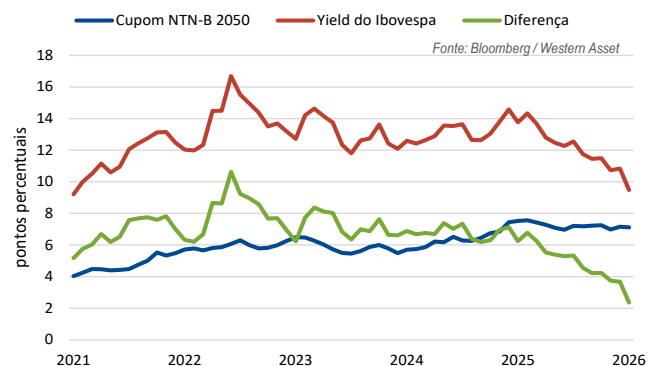
A bolsa foi o ativo brasileiro que mais se beneficiou com a rotação dos investidores globais em direção aos mercados emergentes. A alta de 12,6% em janeiro (Ibovespa) foi a maior valorização mensal desde novembro de 2020.

O mais notável, no entanto, é a performance acumulada nos últimos 6 meses, de 36,3%, a maior alta semestral desde o primeiro semestre de 2016, pós impeachment de Dilma Rousseff. O que diferencia esta alta daquela é a absoluta falta de um driver identificável. O fluxo estrangeiro foi o único responsável por este movimento, dado que o investidor local há muito abandonou a bolsa. Todos sabemos que a bolsa era um ativo barato, mas isto é verdade desde, pelo menos, 2022. Por que somente agora o investidor estrangeiro “acordou”? A fuga dos EUA, conforme descrito na sessão do Cenário Global, pode ser uma explicação, mas agora, o ativo já não está tão barato quanto há seis meses. O Preço/Lucro (P/L) da bolsa brasileira, que chegou a atingir níveis abaixo de 6 vezes nos piores momentos, já está acima de 10,5 vezes, nível próximo do pré-pandemia.

Uma forma de medir a força desse rally da bolsa é compará-la com o cupom da NTN-B de longo prazo. A ideia é que a bolsa deveria proporcionar, ao longo do tempo, um yield real que compense o seu risco. Para encontrar esse yield, calculamos o inverso do índice Preço/Lucro. O P/L nos dá o número de anos necessários para que o lucro pague o investimento em ações. Ao invertê-lo, temos a taxa de retorno. Assim, por exemplo, se o P/L for 10, o yield será de 10% (1/10). Ou seja, o retorno será de 10% ao ano, e serão necessários 10 anos para pagar o investimento.

No gráfico 2, temos a comparação do cupom da NTN-B 2050 com o yield da bolsa (o inverso do P/L).

Gráfico 2: Ibovespa x NTN-B



Observe como a diferença entre essas duas medidas vinha permanecendo na faixa de 6 a 8 pontos percentuais desde 2021. A partir de 2025, com a valorização da bolsa e a estabilidade das taxas de juros reais, essa diferença fechou para cerca de 2 pontos percentuais no final de 2025. Ou seja, temos aqui um padrão pouco usual, com o yield da bolsa já bem próximo do cupom das NTN-B longas. A tendência é voltar para o padrão anterior, seja pela desvalorização da bolsa, seja pela queda das taxas de juros reais ao longo do tempo.

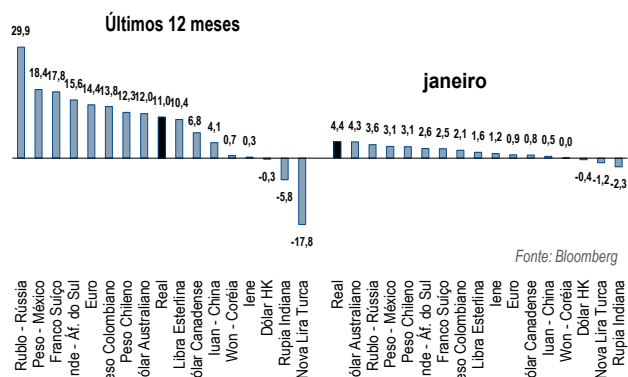
O setor de educação foi o destaque positivo, com Anima (+58,0%) e Cogna (+44,0%) liderando a valorização no mês. Também Petrobrás (+22,5%) e PetroRio (+23,1%) apresentaram valorização expressiva, em função da alta do preço do petróleo, que subiu 13,6% no mês, em função das tensões entre EUA e Irã.

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 10,0x ao final deste período (no final de janeiro, o P/L da bolsa considerando os lucros dos próximos 12 meses estava em 10,6x). Estimamos crescimento de lucros de 5% em 2026, 16% em 2027 e 9% em 2028. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 10,0x daqui a um ano (em jan/27), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jan/28) conforme descrito acima, o IBRX deveria subir cerca de 14% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jan/26.

Indicador	Mês	Valor	MoM	YoY	Consenso
IPCA	Dez/25	-	+0,3%	4,3%	=
IGP-DI	Dez/25	-	+0,1%	-1,2%	↓
Índice de Atividade do BC	Nov/25	-	+0,7%	+1,3%	↑
Produção Industrial	Nov/25	-	+0,0%	-1,2%	↓
Vendas no Varejo	Nov/25	-	+1%	+1,3%	↑
Vendas de Serviços	Nov/25	-	-0,1%	+2,5%	↓
Desemprego	Dez/25	5,1%	-10 bps	-110 bps	=
Bal. Comercial (1Y - US\$)	Dez/25	59,9n	+4,6bn	-5,9bn	↓
C/C (1Y - % do PIB)	Dez/25	-3,0%	+40 bps	=	
Resultado primário (1Y)	Dez/25	-0,4%	=	=	
Resultado nominal (1Y)	Dez/25	-8,3%	-20 bps	+10 bps	↑
Dívida bruta	Dez/25	78,7%	-30 bps	+240 bps	
Dívida líquida	Dez/25	66,9%	+40 bps	+360 bps	
IPCA 2025	Jan/25	4,0%	=	-30 bps	
IPCA 2026	Jan/25	3,8%	=	-10 bps	
PIB 2025	Jan/25	1,8%	=	+10 bps	
PIB 2026	Jan/25	1,8%	=	-20 bps	
SELIC 2025 (fim do ano)	Jan/25	12,25%	=	-25 bps	
SELIC 2026 (fim do ano)	Jan/25	10,50%	=	+10 bps	

Moedas (contra o dólar)

Em um mês negativo para o dólar, moedas ligadas a commodities, incluindo o real, se destacaram positivamente.

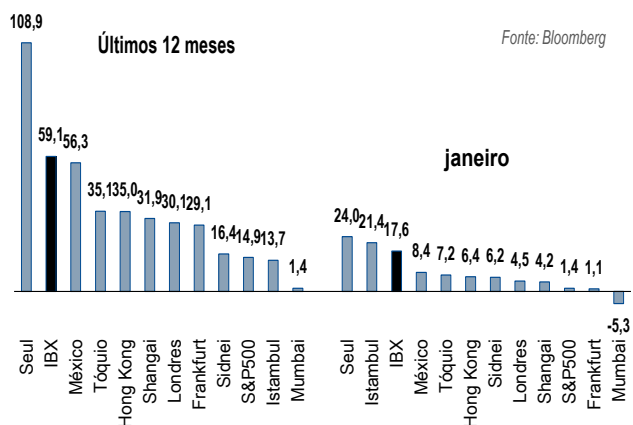


Fonte: Bloomberg

Fonte: B3S
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

Em mais um mês positivo para as bolsas globais, a bolsa brasileira se beneficiou do fluxo estrangeiro buscando barganhas.

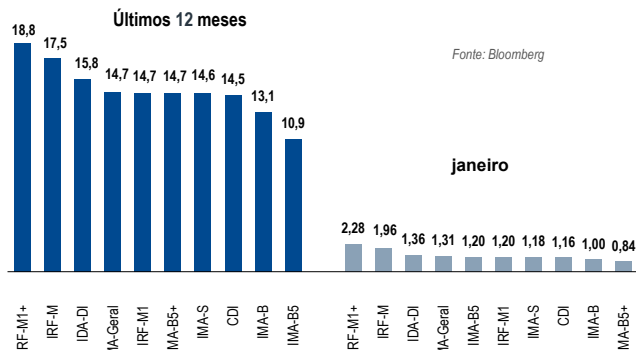


Fonte: Bloomberg

Fonte: B3S
Valores em percentual

Renda fixa local

Os juros nominais recuaram em janeiro, em função do potencial impacto da valorização do real na inflação. Da mesma forma, a inflação implícita recuou, com as taxas reais recuando menos que as nominais. As taxas reais longas, por sua vez, subiram, fazendo com que o IMA-B5+ fosse o pior índice do mês. O IDA-DI voltou a render acima do CDI, mostrando a força do crédito.

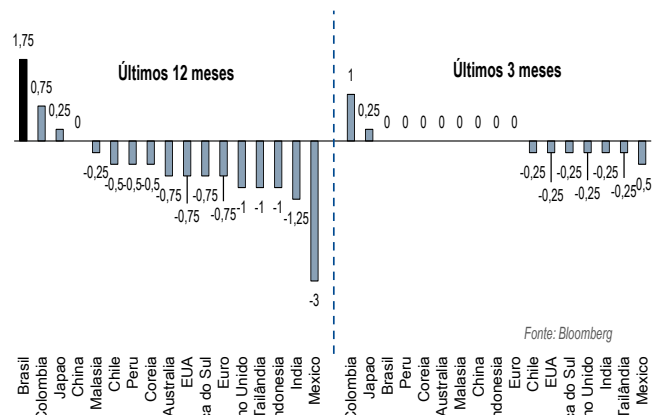


Fonte: Bloomberg

Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

A Colômbia junta-se ao Japão em um ciclo de aperto monetário contra a tendência global.

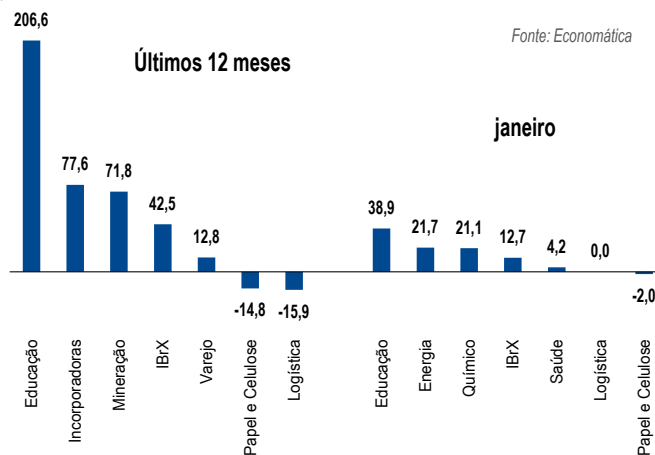


Fonte: Bloomberg

Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

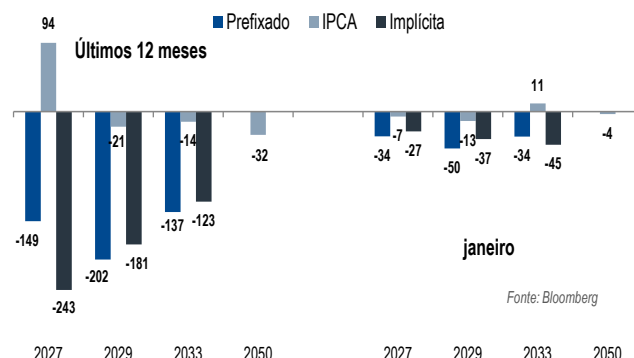
Principais destaques da bolsa

As ações do setor de educação continuaram sendo o destaque positivo da bolsa, acompanhadas de Petrobrás, em função da alta do preço do petróleo.



Fonte: Economática

Fonte: Economática
Valores em percentual



Fonte: Bloomberg

Fonte: BM&F/Anbima
Valores em percentual

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC

LEIA O REGULAMENTO, O ANEXO-CLASSE E O APÊNDICE SUBCLASSE, CONFORME O CASO, ANTES DE INVESTIR

Supervisão e Fiscalização - Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Serviço de Atendimento ao Cidadão - www.cvm.gov.br

A Western Asset Management Company não realiza a distribuição ou venda de cotas de Fundos, exceto aqueles de sua própria gestão e para determinados investidores institucionais. Se houver qualquer dúvida sobre a forma de aquisição de cotas, procure um distribuidor habilitado.

O "Índice S&P 500" é um produto da S&P Dow Jones Indices LLC, uma divisão da S&P Global, ou de suas afiliadas ("SPDJI") e foi licenciado para uso pela Western Asset Management Company Limitada ("Western Asset"). Standard & Poor's® e S&P® são marcas comerciais da Standard & Poor's Financial Services LLC, uma divisão da S&P Global ("S&P"); Dow Jones® é marca registrada da Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones") e essas marcas comerciais foram licenciadas para uso pela SPDJI e sublicenciadas para propósitos específicos da Western Asset. *S&P 500 em reais. O fundo não é patrocinado, endossado, vendido ou promovido pela SPDJI, Dow Jones, S&P, suas respectivas afiliadas e nenhuma das partes faz nenhuma declaração relativa à conveniência de investir em tal produto, nem têm nenhuma responsabilidade por erros, omissões, ou interrupções do "Índice S&P 500".

Este material 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 Management Company Limitada ("Western Asset"). Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimentos tomadas a partir das informações contidas neste material.

Em <https://www.westernasset.com.br/pt/about/privacy.cfm> você encontra mais informações sobre nossa política de privacidade.

© Western Asset Management Company Limitada 2026

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material constituem julgamento dos gestores e são baseadas nas condições atuais do mercado estando sujeitas a mudanças sem aviso prévio.