



Sumário

- A curva de treasuries subiu de maneira relevante, em função de dados de atividade mais aquecida e inflação acima das expectativas.
- A curva de juros local subiu pelo quarto mês seguido, mas o movimento de abril superou aquele de todo o primeiro trimestre acumulado, acompanhando o stress na curva de treasuries.
- O dólar se valorizou no mercado global em função do movimento das treasuries. O real apresentou a segunda pior performance, somente ganhando do iene.
- A bolsa local teve performance melhor que as bolsas globais, mas em função apenas da excelente performance das ações de Petrobrás, que subiram na esteira do anúncio do pagamento de dividendos.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
PMI nos EUA veio bem acima das expectativas, avançando no campo de expansão econômica, o que não acontecia desde meados de 2022.	↓	↓	▬
Payroll nos EUA veio acima das expectativas.	↓	▬	▬
Inflação ao consumidor nos EUA veio bem acima das expectativas.	↓	↓	↓
O Irã, pela primeira vez na história, atacou Israel diretamente de seu território.	▬	↓	↓
Vendas no varejo nos EUA vieram bem acima das expectativas	↓	↓	▬
O governo mudou a meta fiscal de 2025 de superávit de 0,5% para zero.	↓	↓	↓
O IPCA-15 veio abaixo das expectativas.	↑	▬	▬
Roberto Campos, em um evento público, abriu mão da indicação de mais um corte de 50 pontos-base na Selic.	↓ Curto	↑ Longo	▬

Cenário Global

No comunicado pós reunião do Comitê de Política Monetária (FOMC, na sigla em inglês) de janeiro, o Fed trocou todo um parágrafo em relação aos comunicados que vinham sendo publicados regularmente no ano anterior. O parágrafo trocado foi o seguinte:

“O Comitê continuará a avaliar informações adicionais e as suas implicações para a política monetária. Ao determinar a extensão de qualquer reforço adicional da política que possa ser apropriado para fazer recuar a inflação a 2% ao longo do tempo, o Comitê terá em conta o aperto cumulativo da política monetária, as defasagens com que a política monetária afeta a atividade econômica e a inflação, e os efeitos econômicos e desenvolvimentos financeiros.”

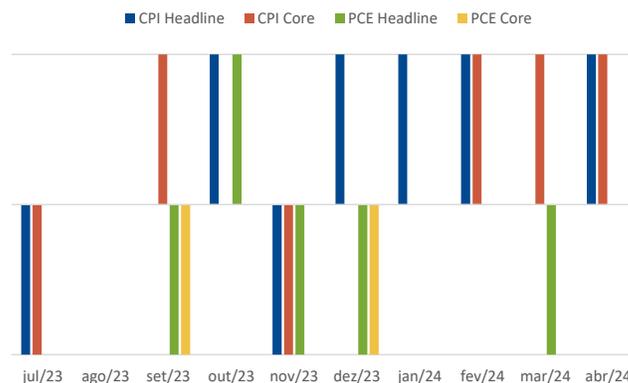
Aquele parágrafo foi trocado por este:

“Ao considerar quaisquer ajustes no intervalo-alvo para a taxa básica de juros, o Comitê avaliará cuidadosamente os dados recebidos, a evolução do cenário e o balanço de riscos. O Comitê não espera que seja apropriado reduzir o intervalo da meta até que tenha ganho maior confiança de que a inflação está evoluindo de forma sustentável para 2%.”

Em resumo, o Fed comunicou que mudou a forma como iria avaliar a possibilidade de começar a reduzir os juros: ao invés de avaliar os efeitos que a política monetária tem sobre a inflação e a atividade econômica ao longo do tempo, passa a olhar os dados e o cenário. Ou seja, passa de um plano de voo em que a crença nos efeitos da política monetária tem um papel preponderante para outro que poderíamos chamar de abordagem São Tomé, em que a fé só se firma depois de ver o milagre com os próprios olhos. É o que chamamos de um Fed “dependente dos dados”.

O efeito disso é que o mercado se tornou muito mais sensível aos dados, principalmente, mas não só, de inflação. No Gráfico 1, temos as surpresas tanto no CPI (índice de inflação ao consumidor) como no PCE (deflator do PIB), tanto na leitura do índice cheio (headline) quanto no seus núcleos (core). As barras para cima são surpresas negativas (inflação observada maior do que as expectativas), e vice-versa.

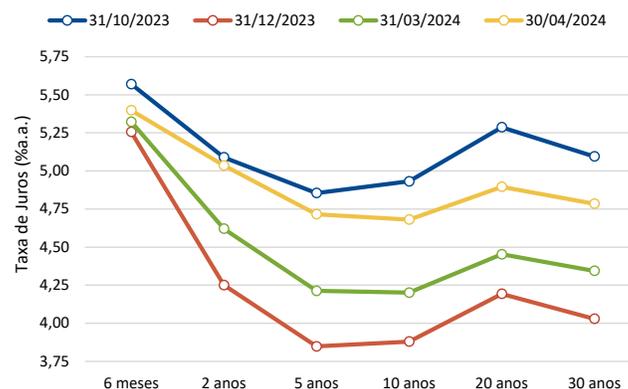
Gráfico 1: Surpresas nas leituras de inflação - EUA



Fonte: Bloomberg

Podemos observar como, ao contrário do segundo semestre do ano passado, quando houve mais surpresas positivas do que negativas, neste ano tivemos apenas uma surpresa positiva, do headline do PCE em março. O headline do CPI vem surpreendendo negativamente desde dezembro do ano passado (com exceção de março), e o core do CPI vem surpreendendo negativamente nos últimos três meses. Para um Fed que quer ver para crer, não poderia haver notícias piores. O efeito nos mercados não poderia ser outro: a curva de juros voltou a subir com força neste mês de abril, como podemos observar no Gráfico 2.

Gráfico 2: Curva de juros - EUA

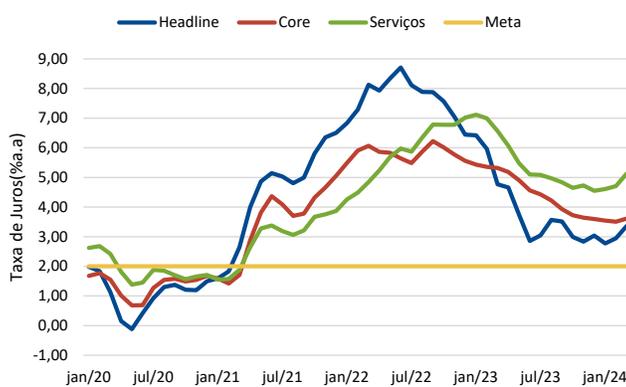


Fonte: Bloomberg

Note como, depois de atingir o menor nível no final do ano passado, as taxas sobem cerca de 30 pontos-base no primeiro trimestre do ano, e mais quase 50 pontos-base somente em abril, quando o mercado joga a toalha com relação à possibilidade de o Fed iniciar o ciclo de cortes no curto prazo. Em dezembro, o mercado apostava em pelo menos três cortes de juros neste ano, o primeiro já em março. Agora, há só um corte projetado, e no final do ano.

No entanto, observe como a curva de juros está ainda abaixo do nível de outubro do ano passado, o nível mais alto do ano. Naquele momento, ainda havia dúvidas se o Fed poderia ou não retomar o ciclo de alta dos juros, possibilidade esta descartada hoje, pelo menos por ora. Este movimento de vai-e-vem nas taxas de juros nestes últimos 6 meses reflete o grande grau de incerteza em que o Fed e, como consequência, os mercados, estão operando neste momento. Nada melhor para ilustrar este grau de incerteza do que acompanhar a própria medida da inflação ao consumidor (CPI) nos últimos meses, o que mostramos no Gráfico 3.

Gráfico 2: CPI acumulado 12 meses - EUA



Fonte: BLS

Observe como o *headline* do CPI vem rodando teimosamente no nível de 3% faz 9 meses. Mas o pior é o core da inflação, que aparentemente parou de recuar nos últimos dois meses, e ameaça retomar um processo de alta. A inflação de serviços mostra o mesmo comportamento, mas em um nível mais alto. Ou seja, para um Fed que quer ver a inflação atingindo a meta antes de agir, são péssimas notícias. E as curvas de juros refletiram justamente isso em abril.

O que podemos esperar daqui para frente? Nosso cenário considera que, apesar de tudo, a política monetária ainda funciona. A taxa de juros real está alta para os padrões americanos, e considerando os efeitos defasados da política monetária (lembrando que o Fed parou de subir as taxas de juros apenas em setembro do ano passado), a inflação deve continuar recuando, ainda que de maneira não linear, para a meta do Fed. O início do ciclo de afrouxamento monetário é uma questão de “quando”, não de “se”. E nós, como gestores, não podemos nos dar ao luxo de adotar uma postura São Tomé como o Fed o fez, temos que adotar na frente um determinado cenário. E o cenário de convergência da inflação continua sendo, em nossa opinião, o mais provável, ainda que o risco em torno desse cenário tenha aumentado nos últimos meses.

A bolsa americana, após um primeiro trimestre em que ignorou o mercado de juros e subiu mais de 10%, finalmente mostrou um comportamento coerente com os demais ativos de risco, e recuou 4,2% em abril. O destaque negativo ficou por conta da estrela da nova onda de inteligência artificial, a fabricante de chips Nvidia, que caiu 28,4% no mês, em função de resultados abaixo dos esperados. Outras empresas de tecnologia também cederam no mês: Uber (-11,3%), Facebook (-8,0%) e Netflix (-6,1%) são exemplos. Mesmo a recuperação da Tesla, que subiu 7,8%, não foi suficiente para compensar.

Cenário Global

Renda Fixa

“Esqueçam o que escrevi”. Esta frase, que FHC jura nunca ter pronunciado, mas que o marcou para sempre como uma licença para fazer no governo o oposto do que havia desenvolvido em sua vida acadêmica em termos de política econômica, cabe à perfeição para descrever a forma como o presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, se livrou das amarras que ele próprio havia se imposto no comunicado do Copom de março.

Recordando, o Copom de março foi cercado de expectativa, pois havia a dúvida se o plural seria mantido no forward guidance em relação ao ritmo de cortes da taxa Selic. Com a Selic a 10,75%, manter o plural significaria ao menos mais dois cortes de 50 pontos-base, com a taxa chegando a 9,75% em junho. Para um mercado que tinha como consenso Focus uma taxa terminal de 9,00%, parecia muito razoável. No entanto, o BC surpreendeu o mercado e cortou o ‘s’ do comunicado, prometendo, assim, apenas mais um corte de 50 pontos-base.

De 20/3, dia em que o comunicado do Copom foi publicado, até o dia 17/4, dia do “esqueçam o que escrevi”, passaram-se 4 semanas, tempo suficiente para que um comunicado que parecia hawkish à época se transformasse em uma dor de cabeça dovish para o BC, tamanha a virada do cenário global. Roberto Campos substituiu o seu forward guidance bem determinado por um cardápio que inclui 4 cenários, o que significa, na prática, que o Copom pode adotar o rumo que quiser na próxima reunião, desde continuar cortando a taxa Selic em 50 pontos-base até elevar a taxa básica de juros. Os juros futuros passaram a embutir um corte adicional de 25 pontos-base, e só.

A curva de juros reagiu com fúria. Em apenas 15 dias, os vencimentos mais longos subiram quase 100 pontos-base, para depois recuarem cerca de 15 pontos-base, para fechar com alta de cerca de 85 pontos-base no mês. Para se ter uma ideia, esta alta foi maior do que a curva de juros subiu ao longo de todo o primeiro trimestre.

As NTN-Bs também apresentaram movimento semelhante, ainda que com menos intensidade, com os vencimentos mais curtos subindo entre 50 e 60 pontos-base, e os mais longos subindo cerca de 25 pontos-base. A curva de NTN-Bs terminou o mês toda acima de 6% pela primeira vez desde fevereiro de 2023, véspera da aprovação do arcabouço fiscal.

E por falar em arcabouço fiscal, a regra de disciplina fiscal criada por este governo parece fadada a ter a vida mais curta de todas as regras fiscais criadas ao longo dos anos. A falta de vontade política para cortar gastos e as dificuldades enfrentadas para aumentar impostos levaram o governo a rever a meta fiscal de 2025 no projeto de lei orçamentária enviada ao Congresso. Como era amplamente esperada, essa revisão não mexeu muito com o mercado, que estava mais focado no drama da curva americana. Mas o fato de os juros das NTN-Bs estarem no mesmo nível de antes do anúncio do novo arcabouço não é mera coincidência.

Por fim, o crédito apresentou mais um mês de performance acima do CDI, completando doze meses de recuperação após o impacto de Americanas no primeiro trimestre do ano passado.

Câmbio

O real chegou a se desvalorizar 5% no mês, levado pela forte alta da curva de juros nos EUA, mas se recuperou parcialmente no final do mês e fechou com desvalorização de 3,5%. Foi a pior performance entre os seus pares emergentes, o que é natural, dado o maior beta (sensibilidade) da moeda brasileira ao movimento dos ativos de risco globais. Somente o iene apresentou performance pior no mês.

Vale mencionar que os crescentes superávits na balança comercial vinham atenuando as oscilações na conta de capital e ajudando a manter o câmbio relativamente estável, e este efeito continua valendo. Alguma apreciação adicional poderia ocorrer no momento em que ficar claro que o Fed terá espaço para começar a relaxar a política monetária.

Continuamos sendo da opinião de que uma valorização adicional mais consistente da moeda deveria ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais definitivo da questão fiscal.

Bolsa

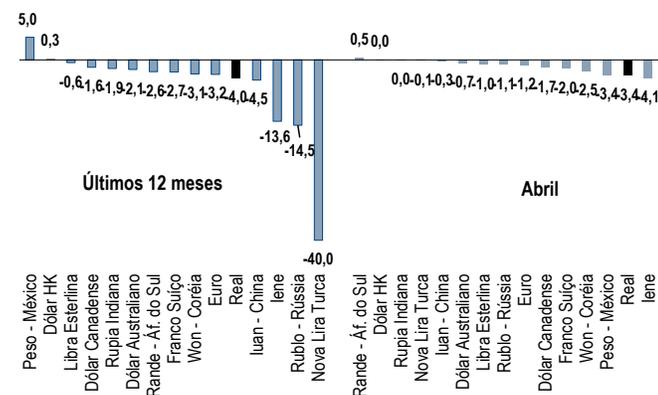
Em abril, a bolsa brasileira, medida pelo IBrX, recuou 1,3%, uma performance até razoável se compararmos com a queda de 4,2% do S&P500. No entanto, o que segurou a performance da bolsa local foram as ações de Petrobras, que subiram 18,7% (ON) e 15,6% (PN) em função do anúncio do pagamento de metade dos dividendos retidos. Com 15,9% de participação no IBrX, só Petrobras representou 2,7% de retorno. Ou seja, se o papel tivesse tido rentabilidade em linha com o IBrX, a rentabilidade do índice teria sido de -4,0%, mais em linha com o S&P500.

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 9,0x ao final deste período (no final de abril, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,0x). Estimamos crescimento de lucros de 14% em 2024, 8% em 2025 e 6% em 2026. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 9,0x daqui a um ano (em abr/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até abr/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 28% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em abr/24.

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

Moedas (contra o dólar)

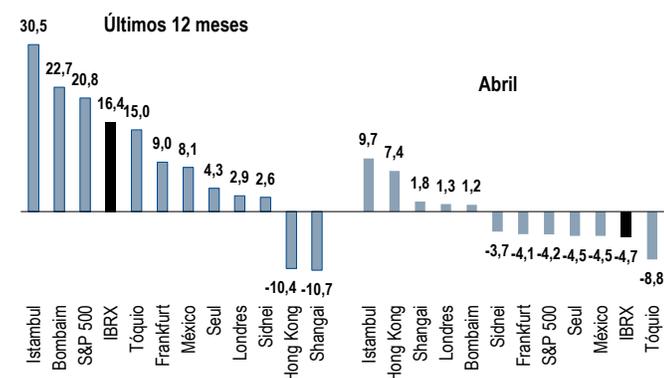
Com a alta da curva de juros nos EUA, praticamente todas as moedas se desvalorizaram em relação ao dólar. O real teve a 2ª pior performance, só ganhando do iene.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

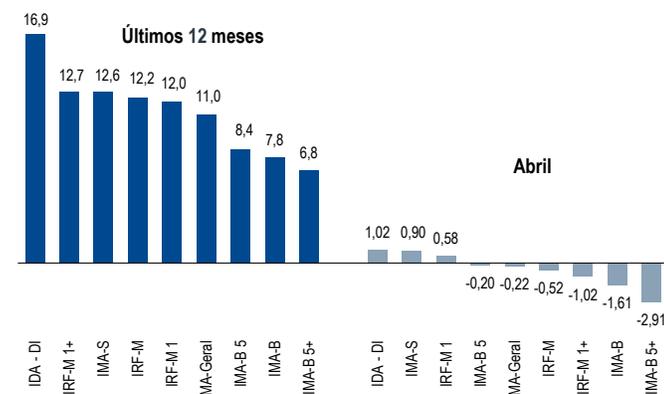
A bolsa brasileira foi afetada negativamente pelo câmbio na comparação com seus pares globais, aparecendo entre as piores.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

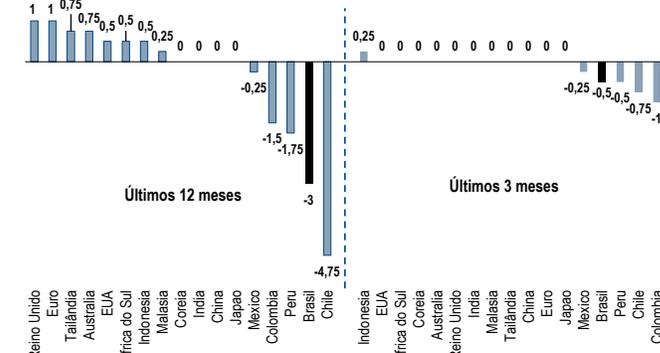
Mês negativo para a renda fixa local, com exceção do crédito. As curvas de juros, tanto nominais quanto reais, acompanharam as taxas de juros globais, e subiram de maneira relevante. Com exceção dos vencimentos mais curtos, a inflação implícita também subiu, depois de um longo período em que vinha recuando.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

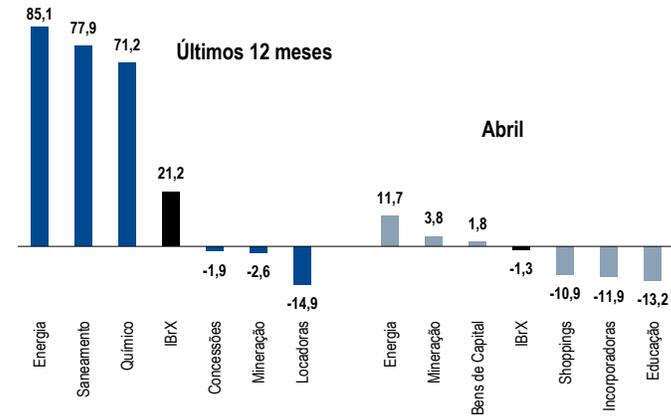
As economias latino-americanas ainda são as únicas, por enquanto, a embarcarem em ciclos de redução de juros movimento do Fed nessa direção.



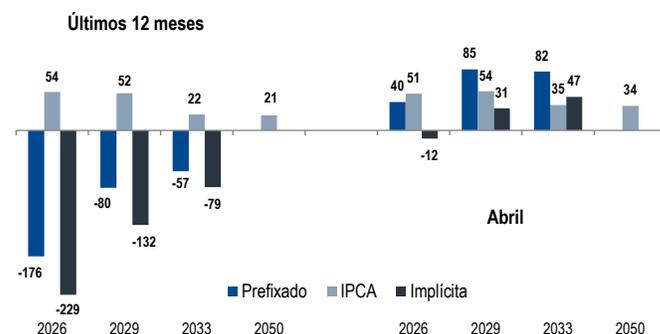
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

O principal destaque positivo da bolsa brasileira foi Petrobras, que subiu 18,7% (ON) e 15,6% (PN), depois do anúncio de pagamento dos dividendos retidos.



Fonte: Economática
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.

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 2024. 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.