



Sumário

- Ganhou força a percepção de um início de afrouxamento monetário por parte do Fed, em função de dados mais fracos da atividade econômica e da inflação, o que enfraqueceu o dólar.
- A curva de juros local recuou mais uma vez, seguindo a tendência global.
- O real também seguiu a tendência global, valorizando-se em relação ao dólar.
- A performance da bolsa brasileira foi positiva em comparação com a média global, refletindo a melhora do risco-país, apesar de um ambiente doméstico desafiador em termos de perspectivas para a atividade econômica e sinalizações de aumento da carga tributária para as empresas.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

Renda Fixa

Câmbio

Bolsa

O novo arcabouço fiscal, anunciado no último dia de março, foi recebido com “mixed feelings” por parte do mercado.



Reflexos da crise bancária nos EUA fizeram crescer a percepção de desaceleração da economia e fim do ciclo de alta dos juros.



Intenção do governo de rever benefícios fiscais prejudicou alguns setores na bolsa.



Cenário Global

Abril foi um mês relativamente calmo no cenário global, depois de um mês de março dominado pelos receios de uma crise bancária sistêmica. Mesmo com as atenções voltadas para o First Republic Bank, os mercados não entraram em modo pânico como no mês passado. Continuamos a avaliar que esses casos são idiossincráticos, não indicando a iminência de um evento sistêmico.

Sem nenhuma reunião do Fed programada para o mês, a curva de juros dos EUA permaneceu relativamente estável, variando 15 pontos-base para cima e para baixo, com a Treasury de 10 anos fechando o mês com leve queda de 5 pontos-base. A curva hoje embute mais uma alta de 25 pontos-base na próxima reunião, uma pausa de uma reunião e, logo em seguida, o início do ciclo de redução de juros, com três cortes seguidos. Essa visão de um processo iminente de relaxamento monetário ganhou força com dados melhores de inflação, além dos dados mais fracos do mercado imobiliário e do mercado de trabalho (a renda média veio abaixo do esperado). Em nossa opinião, parece ser um exagero, causado pela expectativa de uma desaceleração mais forte da atividade econômica. Nossa visão é de que a desaceleração não será tão forte a ponto de levar o Fed a antecipar um ciclo de cortes.

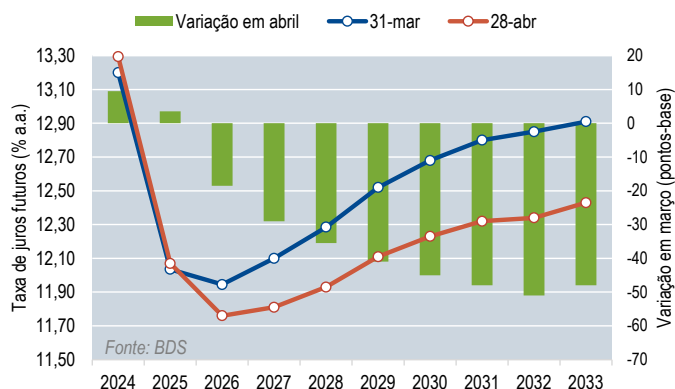
A bolsa americana seguiu o mesmo tom, variando pouco durante o mês, e refletiu balanços divulgados no final do mês, para fechar em alta de 1,5%.

Cenário Local

Renda Fixa

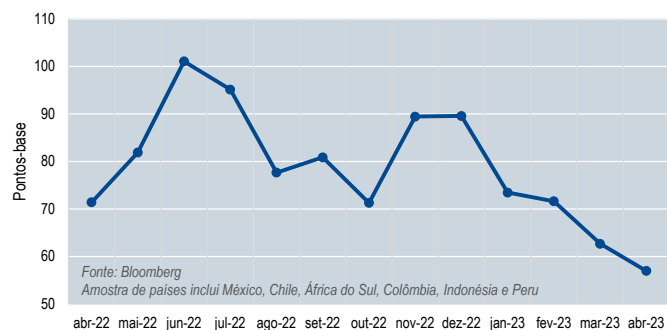
No mês em que finalmente temos um texto do novo arcabouço fiscal, o mercado de juros engatou novamente um rally, como podemos observar no Gráfico 1.

Gráfico 1: Curva de Juros prefixados



As quedas mais relevantes ocorreram novamente nos vencimentos mais longos. A julgar somente pelo comportamento da curva de juros, temos a impressão de que o texto do novo arcabouço fiscal foi bem recebido pelo mercado, o que não casa com as críticas generalizadas que vem recebendo. No Gráfico 2, mostramos o comportamento do spread do CDS (Credit Default Swap) do Brasil contra a média do CDS de uma amostra de economias emergentes, mostrando a percepção de risco do Brasil em relação a essas economias. Podemos observar como o risco-Brasil vem se reduzindo de maneira relevante desde o pior momento de novembro, quando a PEC da transição foi votada e aprovada. Segundo este indicador, estamos no melhor momento dos últimos 12 meses.

Gráfico 2: CDS Brasil vs. CDS Emergentes



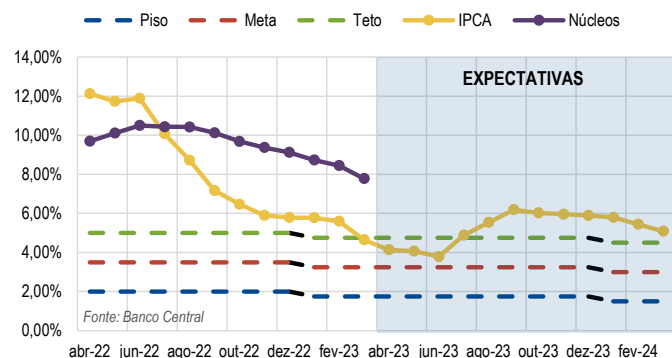
Nossa avaliação é de que esse comportamento dos ativos de risco tem mais relação com o cenário externo do que com o cenário doméstico. O fim cada vez mais próximo do ciclo de aperto monetário por parte do Fed tem levado a uma reavaliação do risco dos países emergentes, e o Brasil, por ser uma economia mais volátil do que a média, acaba por refletir de maneira mais intensa essa melhora do cenário. No entanto, se o cenário doméstico igualmente não colaborasse, não estaríamos surfando essa onda de melhora (vide, por exemplo, o caso da Argentina). Portanto, apesar das críticas, o anúncio do arcabouço fiscal, de alguma forma, serviu para afastar, pelo menos por ora, a percepção de risco sobre a trajetória da dívida pública.

Nossa opinião, no entanto, é que esta visão benigna traduzida na curva de juros terá vida curta. O arcabouço, do jeito que foi desenhado, não está apto a produzir os superávits primários necessários para estabilizar a dívida pública no longo prazo, a não ser que o governo consiga aumentar a carga tributária ou que o crescimento da atividade econômica surpreenda de maneira relevante. Além disso, todos os dias temos novas notícias sobre gastos adicionais (o novo salário mínimo é um exemplo), o que somente agrava a situação. Avaliamos que, na medida em que o tempo for passando, e o governo enfrentar cada vez mais dificuldades para implementar a sua agenda de aumento da carga tributária, ficará mais claro que as metas de superávits primários que constam do plano do ministério da Fazenda são inatingíveis. Hoje, com o cenário externo ajudando, uma dívida pública crescente mas em trajetória não explosiva pode ser suficiente para segurar as expectativas. Junte-se a isso o recuo, tímido, é verdade, mas ainda assim um recuo, da inflação nos últimos meses, e temos então um cenário propício a algum ganho na curva de juros. Mas este não é um cenário estável. Ao longo do tempo, se a questão fiscal não for endereçada de maneira eficaz, qualquer choque externo poderá reverberar de maneira muito mais intensa no Brasil.

Por fim, um pequeno comentário sobre a inflação. O IPCA de março (publicado em abril) surpreendeu positivamente. Mas, mais do que isso, pela primeira vez desde fevereiro de 2021, o IPCA acumulado em 12 meses ficou dentro da banda de tolerância da meta, trazendo a sensação de que, finalmente, o BC está tendo sucesso com sua política de aperto monetário. Sim, a inflação está, de fato, recuando, mas esta leitura dos 12 meses acumulados está contaminada pela alta inflação de fevereiro, março e abril do ano passado, por conta do choque causado pela guerra na Ucrânia. A partir de julho de 2022, quando entrou em campo a isenção do ICMS no preço dos combustíveis, o efeito será inverso: tivemos deflações nos meses de julho, agosto e setembro do ano passado, que dificilmente se repetirão neste ano. O efeito final será um aumento significativo da inflação de 12 meses, que deverá ficar acima de 6% a partir de setembro. É o que podemos observar no Gráfico 3.

Para fins de aferir o sucesso do BC, o que deve ser observado são os núcleos do IPCA, que vêm sim recuando, mas de maneira bastante lenta. O pico dos núcleos foi de 10,4% em agosto do ano passado, e a última leitura, em março, foi de 7,8%. Uma queda relevante, mas o nível ainda está bastante alto. É preciso que os núcleos mostrem uma tendência mais firme de queda para que o BC tenha conforto em iniciar um ciclo de afrouxamento monetário, que, em nossa opinião, deve se iniciar somente no segundo semestre.

Gráfico 3: IPCA (realizado e expectativa)



Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está significativamente abaixo da média dos últimos 5 anos, de 10,5. 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).

Câmbio

Em mais um mês de fraqueza do dólar, o real valorizou-se mais 1,5% contra a moeda norte-americana, fechando um mês pela primeira vez abaixo de R\$ 5,00 desde maio do ano passado, sendo, novamente, uma das moedas de melhor performance no mês no mercado global. A percepção de fim do ciclo de aperto monetário por parte do Fed continuou atuando para a desvalorização do dólar, mas a performance da moeda brasileira tem chamado a atenção, indo na contramão dos outros ativos de risco locais. Talvez o grande diferencial de juros reais explique uma parte desse comportamento.

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.

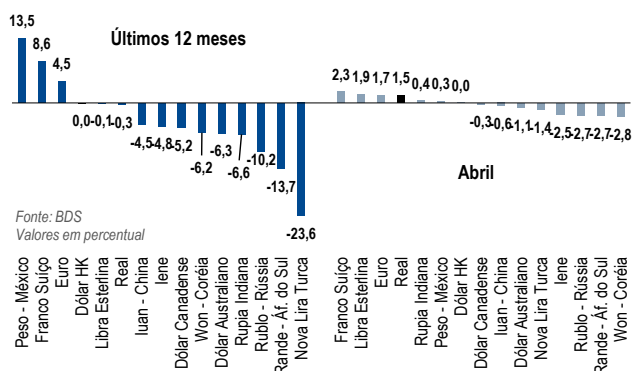
Bolsa

A bolsa brasileira apresentou boa performance relativa no mês, subindo 3,5% em dólar e 1,9% em moeda local, seguindo a percepção de melhora do risco-país, que também afetou positivamente as taxas de juros e o câmbio. No entanto, avaliamos que o cenário para as empresas brasileiras continua delicado, com as altas taxas de juros e o aperto de crédito juntando-se à necessidade de o governo aumentar a arrecadação para manter em pé o novo arcabouço fiscal. Para tanto, pode ser necessária a mudança de regime de tributação de alguns setores, o que deixa uma sombra de incerteza sobre a projeção de lucros futuros de uma série de empresas.

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 abril, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,2x). Estimamos queda de lucros de 17% em 2023, crescimento de 6% em 2024 e de 9% em 2025. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 8,0x daqui a um ano (em abr/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até abr/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 28% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em abr/23.

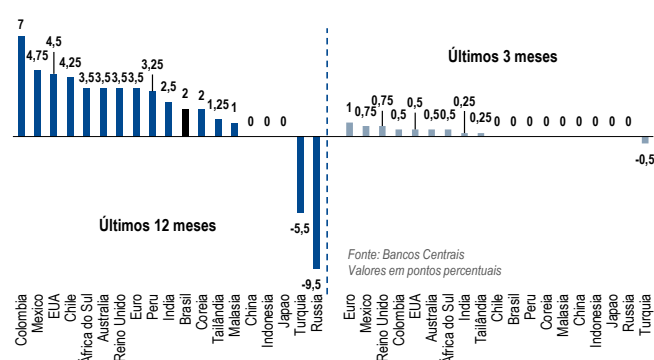
Moedas (contra o dólar)

Em um mês com pouca volatilidade no mercado de moedas, o real continuou se valorizando, na contramão das moedas de mercados emergentes.



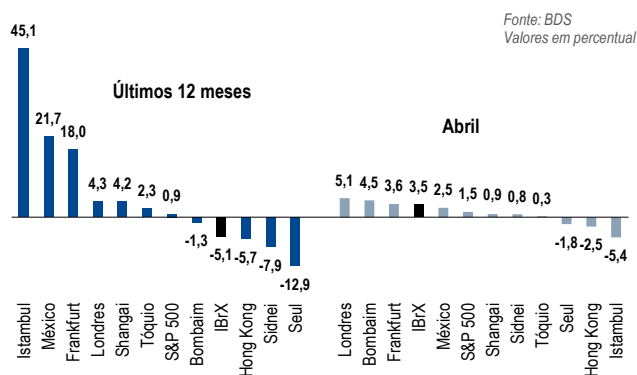
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil está no cada vez menos restrito grupo de países que não mexeram na taxa básica de juros nos últimos 3 meses. O aperto monetário global vai chegando ao fim.



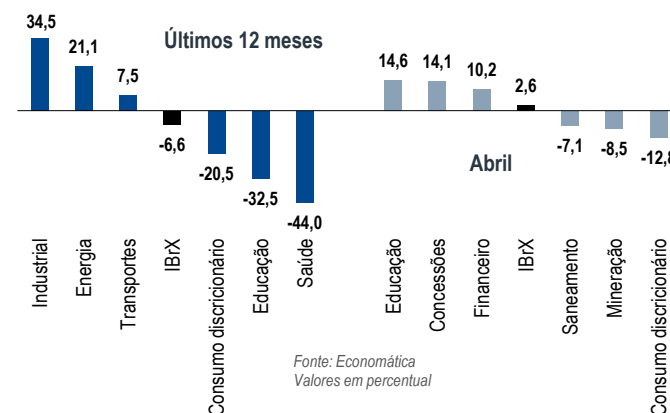
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira apresentou performance razoável em dólar, em parte em função da valorização do real.



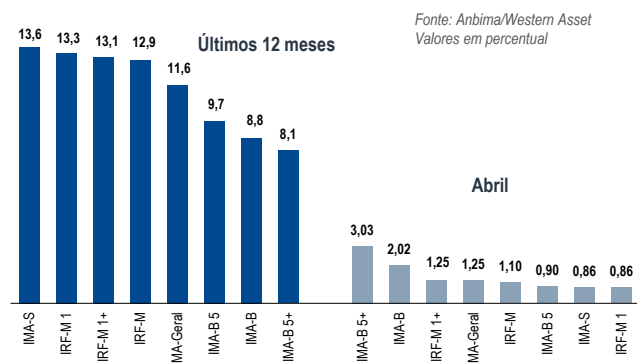
Principais destaques da bolsa

Os resultados de Natura pesaram no setor de Consumo Discricionário, ao passo que o recuo dos preços do minério de ferro afetou negativamente a Vale.



Renda fixa local

Em mais um mês positivo para as taxas de juros, os destaques ficaram novamente com os índices mais longos em função do movimento praticamente paralelo da curva de juros. Na parte mais curta, tivemos mais um recuo da inflação implícita.



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 2023. 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.