



Sumário

- As treasuries mais longas subiram de maneira relevante no mês, prejudicando a performance das bolsas no mundo inteiro.
- A curva de juros local inclinou positivamente (os juros mais longos subiram) pelo segundo mês consecutivo, sob a influência do movimento das treasuries.
- O real seguiu a tendência global de desvalorização em relação ao dólar, sem nenhum destaque especial.
- A bolsa brasileira seguiu a tendência global, fechando no campo negativo e encerrando quatro meses consecutivos de alta.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A percepção de resiliência da economia americana poderia levar o Fed a estender o ciclo de aperto monetário.	↓	↓	↓
A incorporadora chinesa Country Garden falhou no pagamento de dois de seus bonds.	↓	↓	↓
A Petrobrás anunciou reajuste dos combustíveis acima das expectativas.	▬	▬	↑
A lei do novo arcabouço fiscal foi aprovada de maneira definitiva na Câmara.	▬	▬	▬

Cenário Global

As treasuries voltaram a atingir novos picos. A treasury de 10 anos fechou agosto em 4,11%, após atingir a máxima de 4,34% durante o mês, nível somente alcançado no final de 2007. Em outubro do ano passado, em meio às especulações sobre o tamanho do ajuste monetário a ser patrocinado pelo Fed, os juros das treasuries de 10 anos chegaram a subir até 4,25%. O movimento deste mês, considerando que o Fed supostamente já se encontra no fim do ciclo de aperto monetário, parece menos óbvio.

A explicação mais comum tem relação com um aumento da oferta de títulos por parte do Tesouro americano, que ficou temporariamente impossibilitado de emitir durante o período em que o Congresso estava discutindo o waiver para o teto da dívida, combinado com uma teórica diminuição da demanda por parte da China, que estaria produzindo um volume menor de reservas, em função da desaceleração de sua economia. Esta hipótese, que procura explicar o fenômeno pela via do fluxo de recursos, deixa de lado outra, muito mais assustadora: a de que o Fed ainda poderia continuar apertando a política monetária, em resposta a uma economia ainda resiliente.

Apesar dos números de inflação estarem vindo dentro das expectativas (por exemplo, o CPI de julho ficou em 0,2%, em linha com o esperado), os dados de atividade têm vindo fortes: as vendas no varejo, por exemplo, cresceram 1,0% contra expectativa de queda de 0,3%, enquanto a encomenda de bens duráveis cravou crescimento de 0,5% em julho, contra expectativa de +0,2%. Isto sem considerarmos o

o nível do desemprego, que se encontra nas mínimas históricas. Esta resiliência da economia americana pode ter levado o mercado de juros a precificar, no mínimo, um período mais longo de aperto monetário, ou mesmo um nível de taxa neutra de juros mais alta.

A bolsa americana seguiu a mesma tendência das treasuries, fechando em baixa de 1,8%, após a mínima de 4,8% de desvalorização durante o mês.

A China, por outro lado, vem apresentando indicadores apontando para uma economia mais fraca. Por exemplo, a produção industrial de julho cresceu 3,7% em relação ao ano anterior, contra expectativa de crescimento de 4,4%, ao passo que as vendas no varejo cresceram 2,5% contra expectativa de +4,5%. Os problemas no setor imobiliário podem estar relacionados com esse crescimento mais lento da atividade econômica. Não se trata de boa notícia para as economias emergentes.

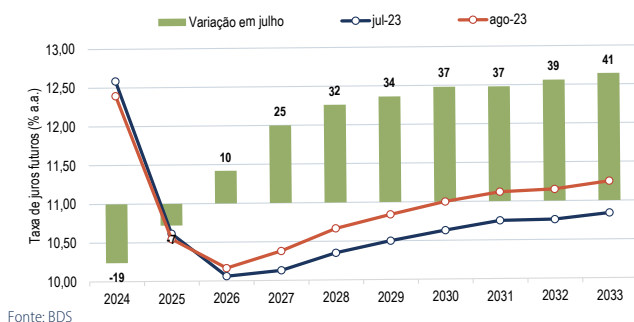
Cenário Local

Renda Fixa

O mês começou com a reunião do Copom que inaugurou o ciclo de corte de juros por parte do BC. Em uma votação dividida como não se via há muito tempo, o Copom decidiu por um corte inicial de 0,50% com 5 votos, sendo que um corte inicial de 0,25% foi votado por quatro membros do Comitê. O presidente do BC acompanhou o voto majoritário, assim como os dois novos membros do Comitê, apontados pelo presidente Lula. Havia uma grande expectativa sobre como esses dois novos diretores iriam se posicionar, e o alinhamento com o presidente do BC certamente serviu como uma sinalização de que o Copom continua atuando de maneira técnica. A unanimidade dos diretores em relação aos próximos passos do Comitê (cortes de 0,5% até onde a vista alcança) serviu para demonstrar unidade de propósito e de método na atuação do Comitê. Foi, em resumo, uma votação que serviu para deixar o mercado mais tranquilo.

Por outro lado, a deterioração do mercado de treasuries acabou contaminando a parte mais longa da curva aqui. Pelo segundo mês consecutivo, as taxas dos vencimentos mais longos subiram, elevando a inclinação da curva de juros, conforme podemos observar no gráfico 1.

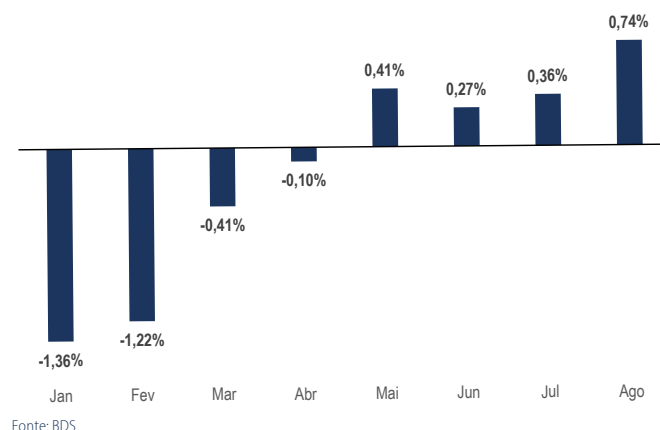
Gráfico 1: Curva de juros prefixados



O mesmo ocorreu com a curva de taxas das NTN-Bs, em que as taxas dos vencimentos mais curtos recuou, enquanto os vencimentos mais longos avançaram.

Por fim, o crédito apresentou mais um mês de performance positiva, completando quatro meses de recuperação após o impacto de Americanas no primeiro trimestre. No gráfico 2, podemos observar os retornos mensais do IDA-DI (um índice que mede a performance de títulos corporativos de crédito atrelados ao CDI) em relação ao CDI.

Gráfico 2: Retornos mensais do IDA-DI em relação ao CDI em 2023



Câmbio

A elevação dos juros das treasuries levou à valorização generalizada do dólar em agosto. O real seguiu a tendência, e desvalorizou-se 4,6% no mês, destacando-se negativamente em relação aos seus pares.

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 seguiu a tendência global, e recuou 5,0% em agosto (IBrX). Os destaques negativos ficaram com os setores mais cíclicos, como consumo discricionário e varejo, ao passo que o setor de energia (Petrobrás e as outras empresas de exploração de petróleo) se beneficiaram da decisão de reajuste de preços dos combustíveis, que veio acima das expectativas do mercado.

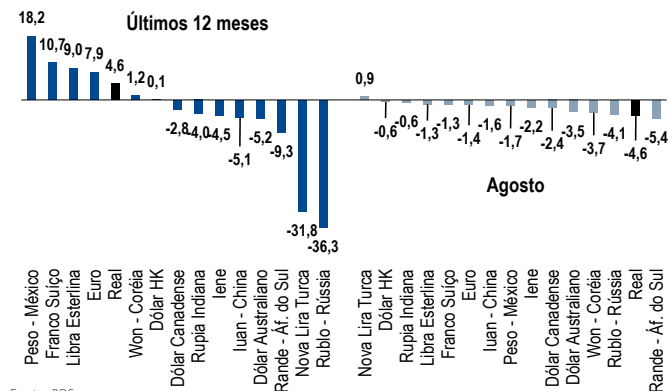
Para avaliar o potencial de alta da bolsa neste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,5x ao final deste período (no final de agosto, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,2x). Estimamos queda de lucros de 22% em 2023 e crescimento de 9% em 2024 e 2025. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 8,5x daqui a um ano (em ago/24), e assumindo o crescimento

projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até ago/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 21% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em ago/23.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está significativamente abaixo da média dos últimos 5 anos, de 10,3x. 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)

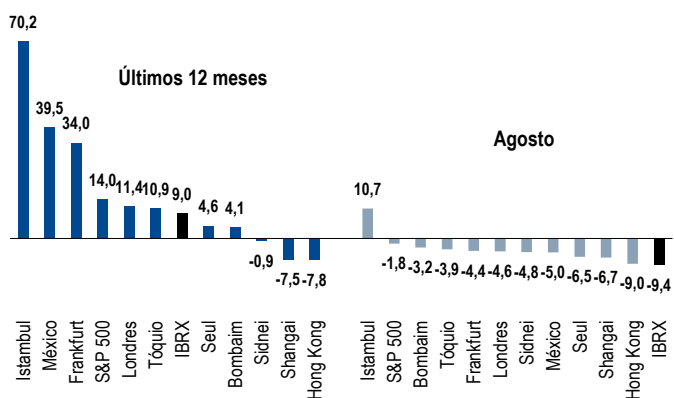
O dólar valorizou-se de maneira generalizada, respondendo ao aumento das taxas das treasuries. O real foi das moedas que mais sofreram no mês.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

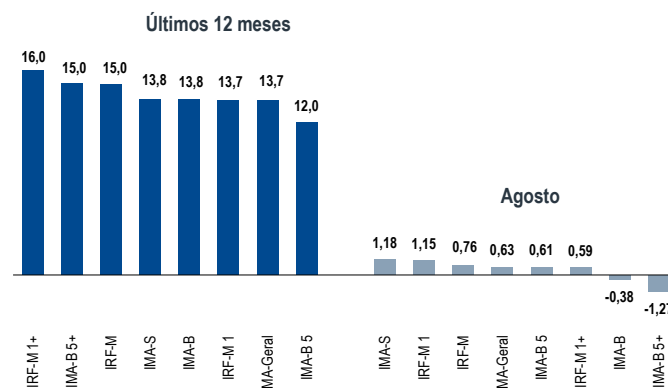
A bolsa brasileira seguiu a tendência global de desvalorização, mas foi a que mais sofreu no mês.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

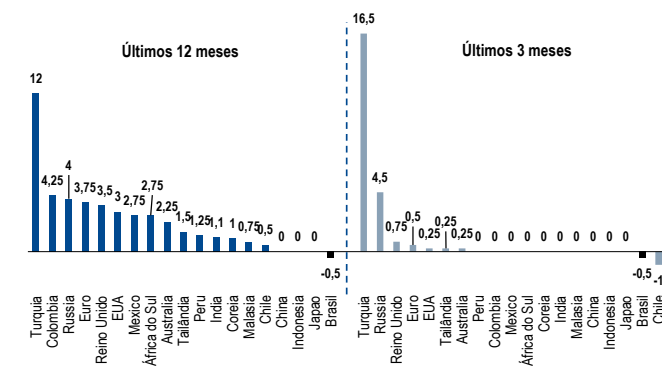
Mais uma vez, as curvas de juros, tanto a prefixada quanto a das NTN-Bs, inclinou, com as taxas mais longas subindo mais do que as dos vencimentos mais curtos. Neste ponto, o mercado local acompanhou o mercado externo, pois a curva das treasuries, por exemplo, apresentou o mesmo movimento. Consequentemente, não foi um mês positivo para os IMAs.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

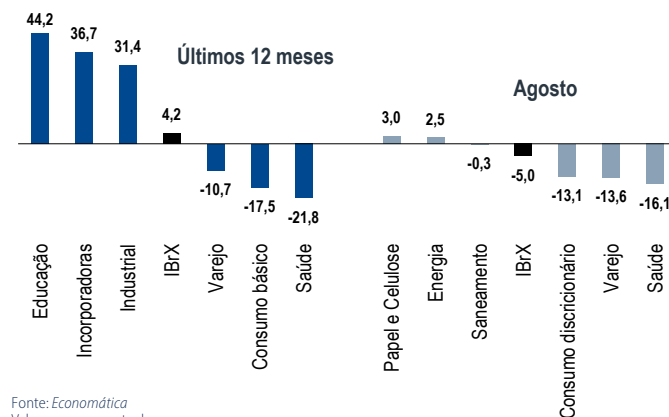
O Brasil iniciou o seu ciclo de corte de juros, juntando-se ao Chile, em um clube que deve agregar novos membros nos próximos meses.



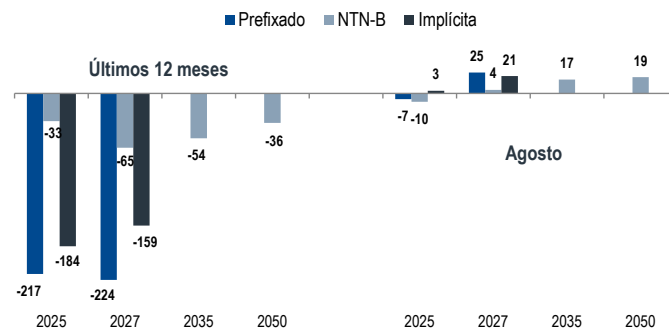
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

Com o repique das taxas de juros, os setores mais cíclicos, como Consumo e Varejo, foram os mais prejudicados.



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 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.