



Sumário

- Em um mês com baixa volatilidade, as taxas de juros globais subiram levemente, acompanhadas por performances positivas das bolsas, indicando um cenário de soft landing.
- A curva de juros local inclinou positivamente (os juros mais longos subiram), indicando uma certa perda de fôlego no rally dos juros dos últimos meses.
- O real seguiu a tendência global de valorização em relação ao dólar, mas não se destacou de maneira relevante como nos meses anteriores.
- Em mais um mês positivo para as bolsas globais, a bolsa brasileira fechou novamente no campo positivo.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O projeto de Reforma Tributária foi aprovado na Câmara e encaminhado ao Senado.	↑	↑	↑
A Fitch elevou a nota de risco do Brasil, de BB- para BB	↑	↑	↑
O Fed elevou mais uma vez a taxa básica de juros, conforme o esperado.	↓	↓	↓

Cenário Global

Um mês relativamente calmo no mercado global, com o cenário de soft landing ganhando força. O Fed, como amplamente esperado, decidiu por mais um aumento da taxa básica de juros, elevando os Fed Funds para o intervalo de 5,25%-5,50%. Ao mesmo tempo, condicionou mais uma alta (conforme sinalizado no gráfico “dots” de junho) aos dados de atividade e inflação. Ou seja, é possível termos mais uma alta, mas esta não é uma decisão já tomada. A curva de juros está no meio do caminho entre mais uma alta de 0,25% e zero, mostrando que os traders encontram-se divididos a este respeito. De qualquer forma, aparentemente estamos no campo da sintonia fina do fim do ciclo de aperto monetário, e não em meio a um debate sobre a continuidade do ciclo. A taxa das treasuries de 10 anos refletiu as idas e vindas nessa percepção, chegando a subir 20 pontos-base no início do mês, devolvendo toda essa alta ao longo do mês e voltando a subir no final, fechando em alta de 12 pontos-base. As treasuries de 10 anos voltaram ao patamar de 4%, mesmo nível de março, antes da crise dos bancos regionais.

Ainda no campo das taxas de juros globais, chamou a atenção a elevação dos juros no Japão: o título de 10 anos subiu de 0,39% no final de junho para 0,60% no final de julho, um aumento de 21 pontos-base. Em se tratando de Japão, trata-se de um movimento muito forte, e que foi causado por uma mudança de sistemática implementada pelo BoJ no seu programa de Quantitative Easing. Essa mudança veio em resposta a uma inflação persistentemente alta, por volta de 3,5%.

Na China, dados de atividade continuaram a mostrar nível de atividade abaixo do esperado. O dado que mais chamou a atenção foi a variação anual do PIB, que veio em 6,3% contra expectativa de 7,3%. Apesar de uma certa recuperação dos preços das commodities neste mês, a leitura é de que a atividade econômica global vem se desacelerando, o que suporta o fim do ciclo de alta dos juros nas economias desenvolvidas e o início do ciclo de redução dos juros nas economias emergentes.

A bolsa americana (S&P500) continuou em sua tendência de alta, iniciada em março, tendo se valorizado 3,1% em julho. Vale dizer que o índice P/L do S&P500 voltou ao nível de 20x, patamar vigente antes do início da invasão da Ucrânia, mas ainda abaixo do pico de 22x que prevaleceu nos meses seguintes ao início da pandemia.

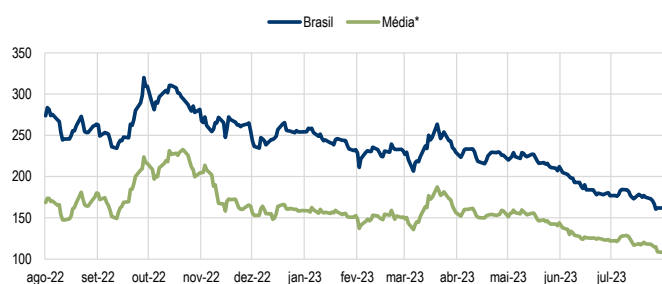
Cenário Local

Renda Fixa

Julho foi um mês de boas notícias para o governo. A primeira foi a aprovação, pela Câmara, do projeto de Reforma Tributária, um assunto politicamente complicado e que já vinha sendo discutido há anos. Tratou-se de uma vitória importante, ainda que o projeto tenha sido em parte descaracterizado pela introdução de uma série de exceções e ainda precise ser aprovado no Senado, onde pode ser modificado ainda mais. Reagindo a este avanço e também à aprovação do novo arcabouço fiscal, a Fitch Ratings decidiu elevar a nota de risco soberano do Brasil de BB- para BB. Agora, somente a S&P, dentre as três maiores agências, ainda mantém a nota brasileira em BB-, mas mudou a perspectiva de neutra para positiva no mês passado.

O mercado brasileiro de juros, como geralmente acontece, já havia precificado essa melhora da nota do Brasil, com o forte rally dos últimos 3 meses, ainda que este tenha sido um movimento comum a todos os emergentes. No gráfico 1, podemos observar o comportamento do CDS (Credit Default Swap) de 5 anos do Brasil e de uma média de países latinoamericanos (México, Chile, Colômbia e Peru) nos últimos 12 meses. O risco-país do Brasil recuou em linha com esse conjunto de países.

Gráfico 1: CDS Brasil x Latinoamericanos



Fonte: Bloomberg

* México, Chile, Colômbia, Peru

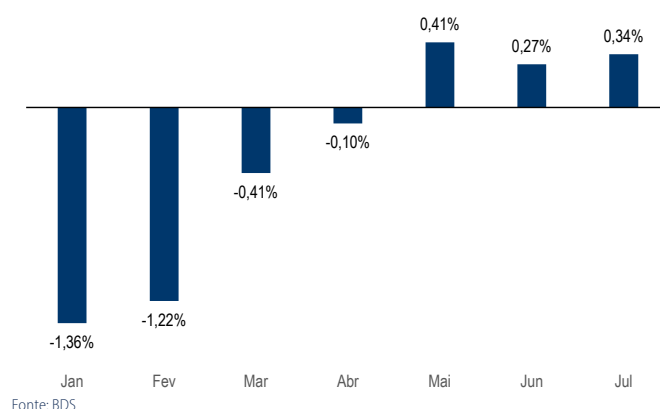
Em julho, o mercado de juros estabilizou-se, com a parte curta/intermediária da curva permanecendo estável, e a parte mais longa subindo. O contrato futuro DI Jan26 recuou 3 pontos-base, enquanto o Jan31 subiu 16 pontos-base. Portanto, tivemos uma leve inclinação positiva da curva de juros, talvez já começando a precificar a dificuldade que o governo enfrentará para equilibrar o orçamento no ano que vem.

Na curva de juros reais também observamos uma inclinação positiva. Mas, neste caso, foi a parte curta da curva de juros que recuou, com a parte mais longa permanecendo estável. O cupom da NTN-B 2026

recuou 19 pontos-base, ao passo que a NTN-B 2050 permaneceu praticamente estável. Com isso, tivemos um ligeiro aumento da inflação implícita para os próximos dois anos.

Por fim, o crédito apresentou mais um mês de performance positiva, completando três 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



Fonte: BDS

Câmbio

Em mais um mês de baixa volatilidade, e depois de iniciar o mês em desvalorização, o real se recuperou e terminou julho com valorização de 1,3% em relação ao dólar. O dólar em si apresentou desvalorização (medida pelo DXY) de 1,0%, o que significa que a valorização do real se deu em linha com o mercado global. O destaque positivo tem sido o peso colombiano, que já se valorizou 23,5% no ano, contra 10,5% do real. Ainda dentro da América Latina, o peso mexicano também se valorizou mais do que o real no ano, 17,5%, enquanto o peso chileno se valorizou somente 3,0%.

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

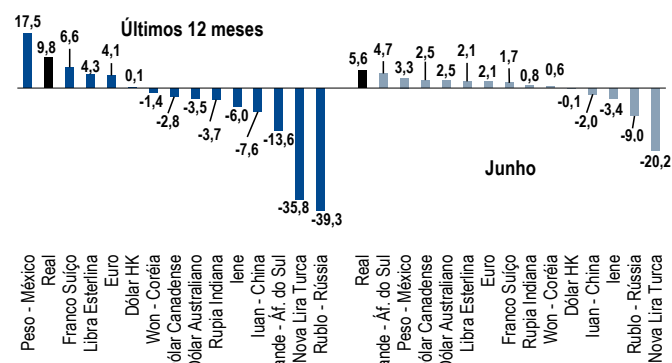
Com a perspectiva do início do ciclo de afrouxamento monetário, a bolsa brasileira novamente apresentou boa performance. O IBrX subiu 3,3%, acumulando alta de 10,1% no ano. No entanto, avaliamos que o cenário para as empresas brasileiras continua delicado, em função da necessidade de o governo aumentar a arrecadação para manter em pé o novo arcabouço fiscal. Para tanto, pode ser necessária a mudança do 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 9,0x ao final deste período (no final de julho, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,7x). 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 9,0x daqui a um ano (em jul/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jul/25) conforme descrito acima, o IBRX deveria subir cerca de 20% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jul/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)

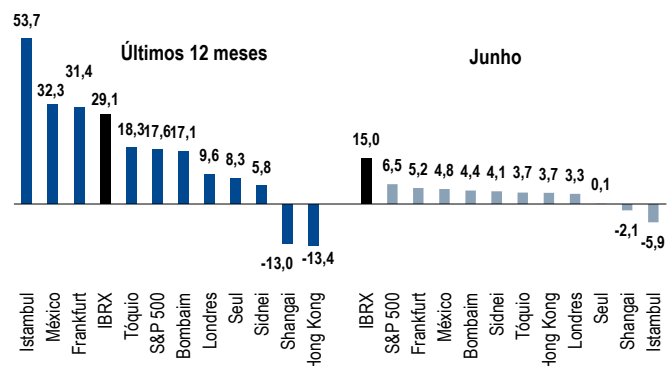
Mais um mês de desvalorização do dólar, mas o real parece estar perdendo o fôlego, e não se destacou no mercado global de moedas.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

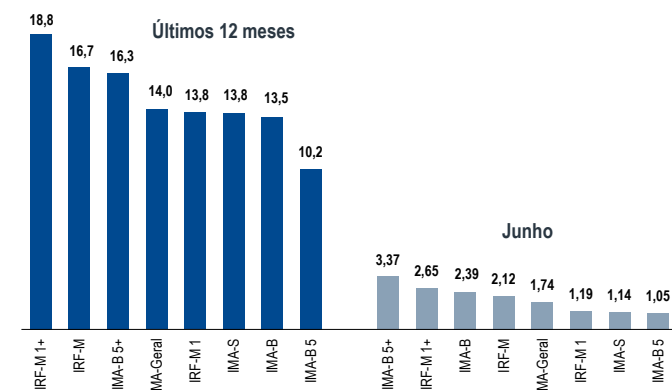
A bolsa brasileira beneficiou-se de mais um mês de risk on global.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

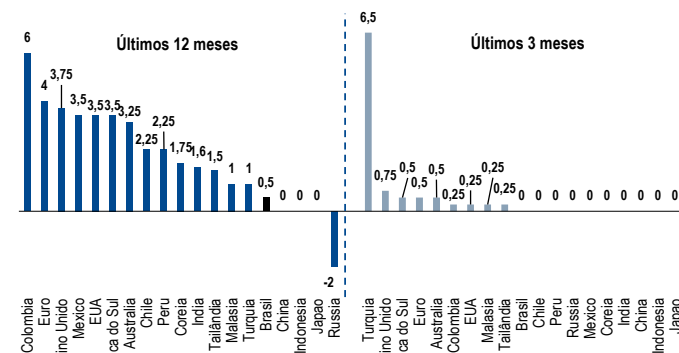
De maneira geral, o mercado de juros apresentou baixa volatilidade neste mês de julho, com destaque positivo para os vencimentos prefixados mais curtos e negativo para a parte mais longa da curva, resultando em um aumento da inclinação, o que prejudicou a performance dos IMAs mais longos.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

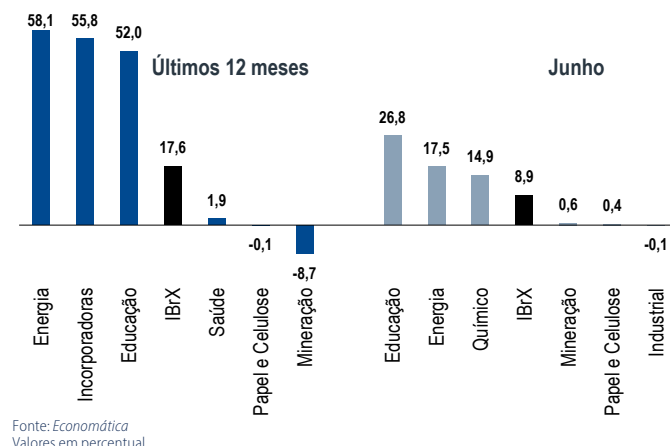
O Chile inaugurou o ciclo de corte de juros com uma surpreendente redução de 1 ponto percentual.



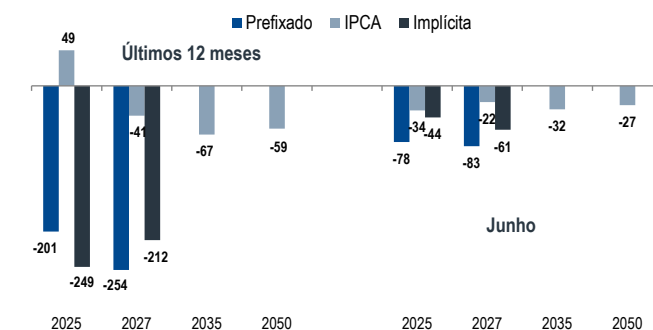
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

O setor de incorporadoras vem se destacando, com a perspectiva do início do ciclo de afrouxamento monetário.



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.