



## Sumário

- Os diretores do Fed sinalizaram novas altas da taxa básica, o que afetou negativamente a curva de juros. A bolsa, no entanto, seguiu o seu rally.
- A curva de juros local recuou mais uma vez, refletindo surpresas positivas de inflação e precificando o início do ciclo de corte de juros por parte do BC.
- O real seguiu a tendência global de valorização em relação ao dólar, destacando-se positivamente.
- A bolsa brasileira liderou entre seus pares, em um mês positivo para as bolsas globais.

## Visão do Gestor

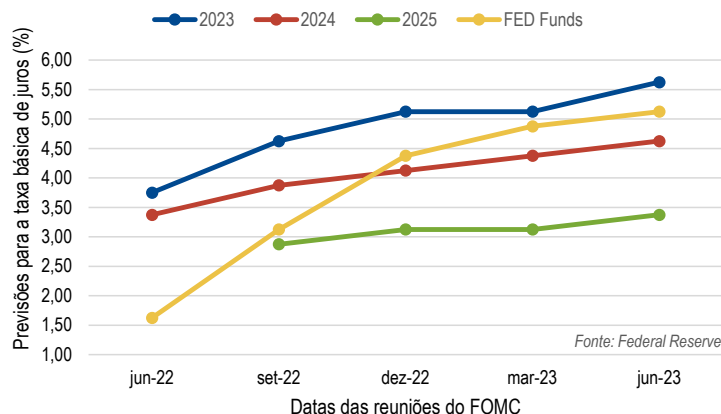
### Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O IPCA de maio veio abaixo das expectativas	↑	↑	↑
O Banco do Canadá surpreendeu o mercado e voltou a subir a taxa básica de juros.	↓	→	→
O Senado aprovou algumas exceções ao arcabouço, e o projeto precisou voltar para a Câmara.	↓	→	→
O CMN manteve a meta de inflação em 3%.	↑	↑	↑

## Cenário Global

O Fed reuniu-se em junho e anunciou, conforme o esperado, uma pausa no ciclo de aperto monetário. No entanto, os “dots” (previsões dos diretores do Fed para os próximos passos da política monetária) indicaram que o serviço ainda não terminou, conforme podemos observar no gráfico 1.

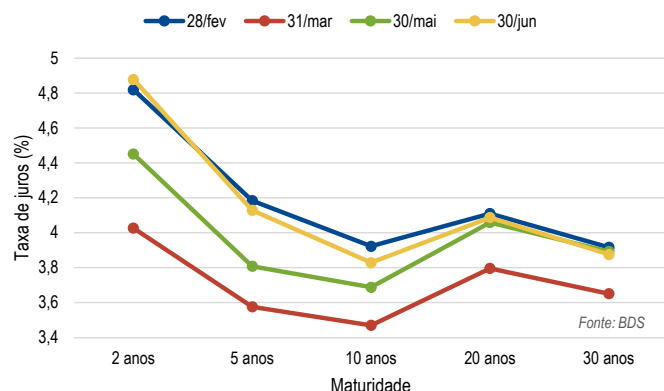
### Gráfico 1: Evolução dos “dots”



Para surpresa do mercado, os diretores do Fed elevaram sua previsão de taxa terminal de juros em 2023 do intervalo de 5,00%-5,25% para 5,50%-5,75%. Para aqueles que imaginavam o fim do ciclo agora em junho foi um banho de água fria. A mensagem do comunicado e da coletiva pós-reunião caracterizou a manutenção da taxa básica após mais de um ano de aperto monetário como uma pausa para entender melhor os efeitos da elevação dos juros realizada até o momento e poder acompanhar os dados de atividade e inflação com mais calma. Os “dots”, no entanto, já dão como certo de que se trata de uma pausa provisória, não definitiva. Meio ponto adicional em uma taxa de juros já acima de 5%, que é o que os “dots” indicam, não é trivial; a última vez que os juros americanos estiveram nesse patamar foi em setembro de 2007. Além disso, as taxas de juros previstas para 2024 e 2025 foram igualmente elevadas, ainda que em menor intensidade.

O efeito sobre a curva de juros não poderia ter sido outro: as taxas de 2 anos subiram quase 50 pontos base em junho, voltando ao mesmo nível de fevereiro, nível vigente antes da crise dos bancos regionais, conforme podemos observar no Gráfico 2. Aliás, toda a curva de juros está quase que exatamente no mesmo nível de fevereiro, em uma demonstração de que a ameaça de uma crise bancária ficou para trás, pelo menos por enquanto.

**Gráfico 2: Curvas de juros nos EUA**



As bolsas globais, no entanto, deram pouca bola para a piora da perspectiva para os juros, e deram continuidade ao rally que vem tendo lugar desde março, o pior momento da crise bancária. O S&P500, que subiu 6,5% em junho, já está 15% acima de seu pior momento do ano, e está a cerca de 7% do seu pico do final de 2021. Aparentemente, os investidores continuam antecipando os efeitos do fim do ciclo de aperto da política monetária por parte do Fed.

## Cenário Global

### Renda Fixa

O mercado brasileiro de juros continuou em festa no mês de junho, seguindo tendência iniciada em maio. A convicção de que o Copom iniciará o ciclo de afrouxamento monetário na reunião de agosto não arrefeceu nem depois de um comunicado duro pós-reunião do Copom

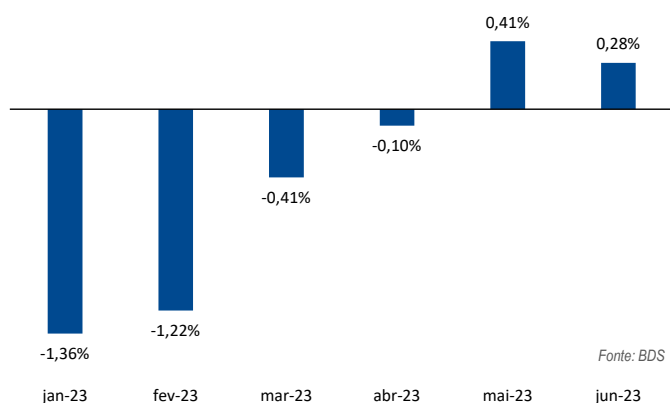
de junho, em que o BC ainda mostrou bastante resistência em sinalizar, de alguma maneira, a intenção de iniciar o ciclo de queda da taxa Selic. O único movimento real do colegiado foi a retirada da frase que previa a possibilidade de aumento dos juros caso o processo de desinflação não ocorresse conforme o desejado. Mas, convenhamos, trata-se de algo muito tênue para sugerir que o próximo passo seria um corte de juros. O mercado, no entanto, não piscou, e continuou embutindo corte da Selic na próxima reunião. A ata trouxe a mensagem desejada: “a avaliação predominante foi de que a continuação do processo desinflacionário em curso, com consequente impacto sobre as expectativas, pode permitir acumular a confiança necessária para iniciar um processo parcimonioso de inflexão na próxima reunião”. Foi o suficiente para que a curva de juros embutisse um corte mais próximo de 50 pontos-base já na próxima reunião, ignorando olímpicamente o adjetivo “parcimonioso” que acompanhou o processo de inflexão anunciado para a próxima reunião.

Para coroar esse movimento, no dia 29 finalmente tivemos a reunião do CMN que serviria para definir a meta de inflação para 2026. Além de o Conselho manter a meta em 3%, o presidente da República mudou a sistemática de acompanhamento da meta, de ano-calendário para contínuo. Na prática, não muda muita coisa, dado que o Copom já trabalha com um horizonte móvel para calibrar a política monetária. O importante mesmo foi a manutenção da meta em 3%, depois de um intenso bombardeio por parte de membros do governo, principalmente no 1º trimestre do ano. Trata-se de um vitória de Roberto Campos Neto, que conseguiu convencer o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, que por sua vez conseguiu convencer o presidente da República sobre a importância de manter a meta para permitir uma melhor ancoragem das expectativas e, assim, facilitar o trabalho do Banco Central. Com isso, é provável que as expectativas mais longas, que estavam em 4%, recuem, em algumas poucas semanas, para algo na faixa de 3%-3,5%. Apesar desta incerteza ter saído do radar, outras permanecem, principalmente no que se refere à trajetória das contas públicas e à composição futura do Copom. Por isso, será difícil vermos novamente uma ancoragem perfeita das expectativas de longo prazo, pelo menos por enquanto.

Refletindo o cenário descrito acima, a curva de juros prosseguiu o rally iniciado em abril, com recuos entre 60 e 75 pontos-base na curva nominal a depender do vencimento, sendo as maiores quedas na parte mais longa. Na curva real, os recuos ficaram por volta de 30 pontos-base ao longo de toda a curva de juros reais.

Por fim, junho também marcou a continuidade da recuperação do mercado de crédito iniciada em maio, conforme podemos observar no Gráfico 3, em que mostramos a performance mensal do IDA-DI, benchmark de crédito calculado pela Anbima.

**Gráfico 3: IDA-DI: retornos mensais em 2023 em relação ao CDI**



nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,5x). 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 jun/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jun/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 17% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jun/23.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está significativamente abaixo da média dos últimos 5 anos, de 10,4x. 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 um mês em que o dólar se enfraqueceu contra praticamente todas as moedas, com exceção do iene, do rublo e da lira turca, o real liderou a valorização, com variação de +5,6% em relação ao dólar. Houve, portanto, um grande movimento global, e a moeda brasileira, por ter um beta (sensibilidade) maior, acabou sendo a maior beneficiada.

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.

Apenas uma pequena nota sobre a Turquia: a lira turca desvalorizou-se nada menos do que 20,2% neste mês de junho. Seria como se o real atingisse a cotação de R\$ 6,10 em junho. Esta desvalorização ocorreu após a reeleição de Recip Erdogan, que implementou uma política monetária mais frouxa, na crença de que taxas de juros mais altas provocariam inflação ao invés de combatê-la. O comportamento da lira turca é somente uma pequena amostra do que uma política monetária inadequada pode causar na moeda do país. Como reação, o BC praticamente dobrou a taxa de juros básica, de 8,5% para 15%.

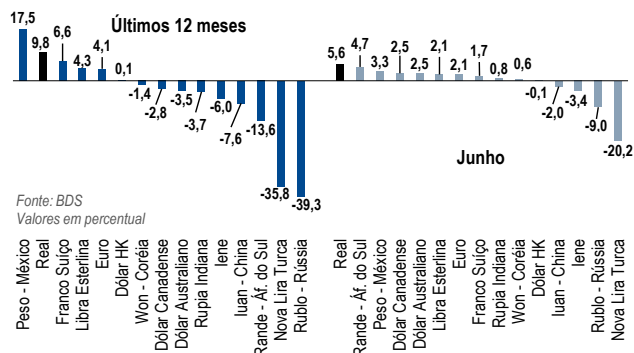
## Bolsa

Com a perspectiva do início do ciclo de afrouxamento monetário, a bolsa brasileira novamente apresentou boa performance. O IBrX subiu 8,9%, acumulando alta de 6,6% 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 8,5x ao final deste período (no final de junho, o P/L da bolsa, de acordo

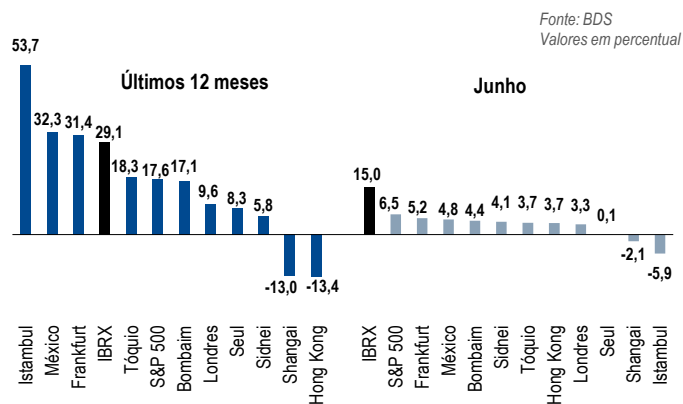
## Moedas (contra o dólar)

Em um mês de desvalorização do dólar, o real se destacou positivamente, liderando a valorização das moedas, mesmo com a perspectiva de início do ciclo de queda dos juros.



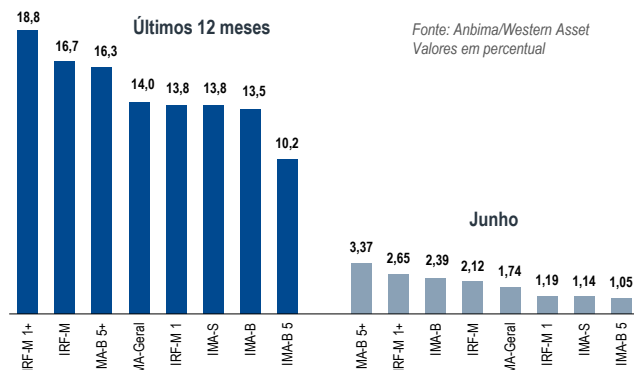
## Bolsas do mundo (em dólar)

Em um mês de risk on, a bolsa brasileira destacou-se mais uma vez, tanto pelo comportamento da moeda quanto da própria bolsa.



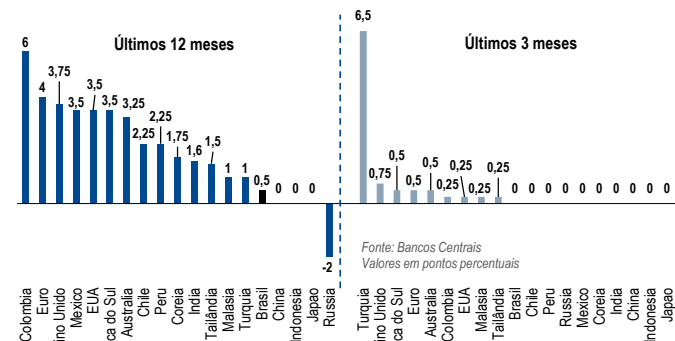
## Renda fixa local

Com o IPCA continuando a vir abaixo das expectativas e a nova redução dos preços dos combustíveis, o mercado continuou revisando para baixo as projeções de inflação, o que causou o recuo mais intenso das taxas prefixadas e a redução mais tímida dos cupons das NTN-Bs de curto prazo, o que novamente se refletiu negativamente na performance do IMA-B5.



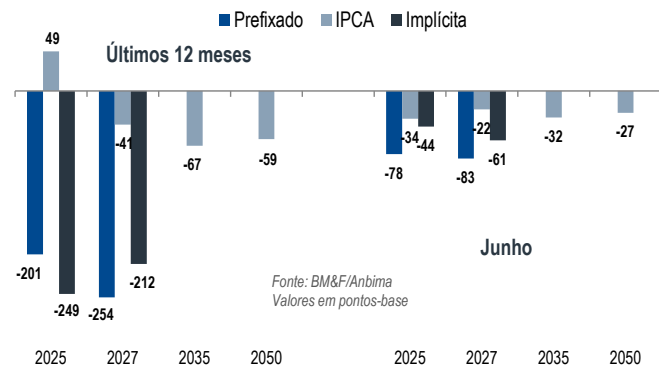
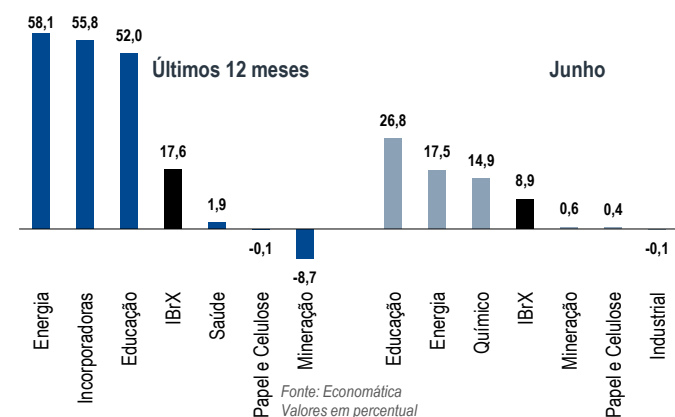
## Taxas básicas de juros - variação

Com exceção do choque de juros na Turquia, os BCs vão sinalizando a proximidade do fim do ciclo de alta dos juros, com alguns ajustes finos daqui em diante.



## Principais destaques da bolsa

As empresas do setor de educação (Cogna e Yduqs) vem se recuperando com a perspectiva de queda dos juros, seguido de energia, em função da performance de Petrobras.



*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](http://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](http://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](http://www.westernasset.com.br); 3) e-mail [ouvidoria@westernasset.com](mailto: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.*