



## Sumário

- A curva de juros nos EUA voltou a subir em dezembro, refletindo uma postura ainda hawkish por parte dos diretores do Fed.
- A curva de juros local inclinou positivamente, com os juros mais curtos recuando, mostrando um certo alívio com a perspectiva da inflação no curto prazo, mas ainda preocupação com a questão fiscal no médio prazo.
- O real ficou perto da estabilidade, compensando o mau humor local com a euforia dos mercados externos.
- A bolsa brasileira seguiu o mau humor do mercado local, fechando em queda.

# Visão do Gestor

## Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

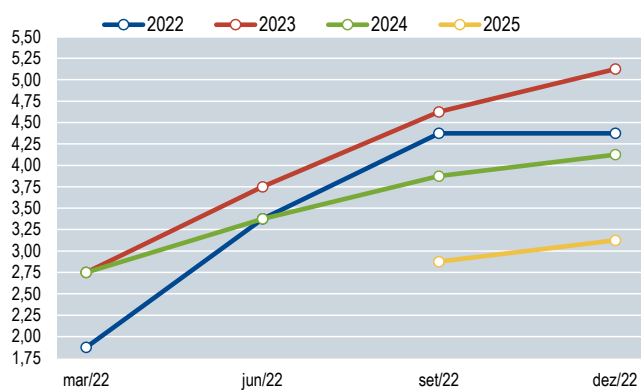
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A nomeação de Aloísio Mercadante para o BNDES e a mudança na Lei das Estatais foram interpretadas como sinais de mais intervenção microeconômica.	↓	→	↓
Inflação ao consumidor abaixo das expectativas nos EUA reforçaram a visão de menor necessidade de aperto monetário por parte do Fed.	↑	→	↑
A PEC de transição foi aprovada um pouco mais enxuta do que o projeto inicial e por apenas um ano	↑	→	↑
O futuro ministro da Fazenda, Fernando Haddad, fez declarações mencionando corte de gastos.	↑	→	↑

## Cenário Global

A curva de juros nos EUA voltou a subir em dezembro, em um movimento de acomodação depois do rally de novembro. A treasury de 10 anos, depois da máxima de 4,25% no final de outubro, havia recuado para 3,60% no final de novembro, e fechou o ano em 3,90%. Apesar da continuidade das surpresas positivas na leitura da inflação (o CPI subiu 0,1% contra expectativa de 0,3% em dezembro), o Fed continuou ajustando para cima a sua própria expectativa para o nível terminal da taxa básica de juros, conforme podemos observar no Gráfico 1. Note como, com exceção do ano de 2022, em que os diretores do Fed já haviam antecipado, em setembro, o nível dos juros para o final do ano, em todos os outros anos houve um deslocamento para cima do nível esperado para os Fed Funds. Para 2023, os diretores do Fed, na média, preveem uma taxa entre 5% e 5,25%, o que significaria mais 0,75 pontos percentuais de aumento da taxa básica. Teríamos, portanto, o fim do ciclo de aumento dos juros no 1º trimestre.

Por outro lado, a dispersão das previsões para 2024 e 2025 chama a atenção. Em 2024, temos previsões que vão de 3,125% até 5,625%, enquanto para 2025, as previsões se distribuem entre 2,375% até 4,375%. Ou seja, os diretores do Fed veem muita incerteza à frente com relação à trajetória apropriada para os juros. Não à toa, a curva de juros permanece sob pressão, procurando um ponto de equilíbrio em meio às incertezas sobre a trajetória futura da inflação.

Gráfico 1: Previsões do Fed para a taxa básica de juros



Fonte: Federal Reserve

Outro evento que mexeu com os mercados em dezembro foi o abandono da política de Covid-zero por parte do governo chinês. Em uma reviravolta não esperada, vários controles foram relaxados. Não temos estatísticas oficiais que nos permitam avaliar os efeitos desse movimento. O governo chinês reportou apenas 9 óbitos em dezembro, mas informações anedóticas nos permitem desconfiar deste número. De qualquer forma, o efeito sobre os mercados foi, em geral, positivo, antecipando uma retomada mais robusta do crescimento chinês. Os preços do minério de ferro, por exemplo, subiram de US\$ 80 a tonelada no início de novembro (mínima do ano) e bateram US\$ 115 no fechamento de dezembro, recuperando o nível de meados do ano, e indicando uma expectativa mais positiva para a atividade em 2023.

## Cenário Local

### Renda Fixa

O mês de dezembro começou no mesmo ritmo de novembro, com a curva de juros mantendo a sua tendência de alta, na medida em que a PEC da transição avançava no Congresso em volume muito maior do que o estimado como necessário pelo mercado. Além disso, alguns nomes indicados pelo presidente eleito, como o de Aloísio Mercadante para o BNDES e Fernando Haddad para o ministério da Fazenda, não agradaram. Assim, os contratos de DI Jan27, por exemplo, chegaram a acumular alta de 100 pontos-base até meados do mês. No entanto, o encurtamento da vigência da PEC da transição de dois para um ano, além de algumas declarações de Haddad no sentido da disciplina fiscal, fizeram com que as taxas de juros recuassem de maneira significativa na segunda metade do mês. No final, a curva inclinou positivamente, com os vencimentos mais curtos recuando até 45 pontos-base, e os mais longos permanecendo estáveis. Esse movimento pode estar indicando que o mercado ainda resiste a comprar alguma disciplina fiscal por parte do próximo governo. Vale lembrar que, no final de outubro, a curva de juros embutia uma taxa Selic de 11,00% no final de 2023, ao passo que, agora, essa mesma taxa está em 13,00%. Além disso, a parte mais longa da curva estava no

nível de 11,50%, contra cerca de 12,70% agora. Portanto, o mercado de juros melhorou em relação ao seu pior momento, mas ainda precifica um cenário delicado.

A curva de juros reais teve um comportamento semelhante à curva nominal: a parte mais curta da curva apresentou um leve recuo (algo entre 20 e 25 pontos-base), enquanto a parte mais longa subiu entre 20 e 25 pontos-base. A inflação implícita recuou cerca de 20 pontos-base na parte mais curta da curva de juros.

### Câmbio

O câmbio não apresentou grande volatilidade em dezembro, fechando com desvalorização de 1,8%. De maneira geral, o câmbio tem apresentado comportamento divergente em relação aos outros ativos locais. Enquanto os juros e a bolsa têm sido, de maneira geral, afetados de maneira significativa pelo fluxo de notícias relativas ao novo governo, o câmbio parece relativamente imune a estes movimentos. Este comportamento talvez possa ser explicado pela dicotomia entre o comportamento dos investidores estrangeiros, que, em geral, têm visto o novo governo com menos desconfiança que os investidores locais.

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 exemplo dos outros ativos locais, a bolsa doméstica também continuou pesando com a questão fiscal no mês de dezembro, com o Ibovespa recuando 2,5%, sendo o pior desempenho dentre as bolsas globais.

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 outubro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,6x). Estimamos crescimento dos lucros em 14% em 2022, queda de 17% em 2023 e crescimento de 2% em 2024. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 8,0x daqui a um ano (em dez/23), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até dez/24) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 14% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em dez/22.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está significativamente abaixo da média dos últimos 5 anos, mais próxima de 11,5. 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).



*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.*