



Sumário

- Mercado *risk on* em janeiro, impulsionado pelo provável próximo fim do ciclo de aperto monetário nos EUA. A curva de juros recuou e as bolsas globais subiram de forma vigorosa.
- A curva de juros local inclinou positivamente, preocupação com a questão fiscal no médio prazo, agravado pela perspectiva de elevação da meta de inflação.
- O real continua se descolando do cenário local, respondendo positivamente ao fluxo estrangeiro, e valorizando-se em linha com outras moedas globais.
- A bolsa brasileira venceu o mau humor com o cenário local, e fechou o mês em alta, em linha com outras bolsas globais.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

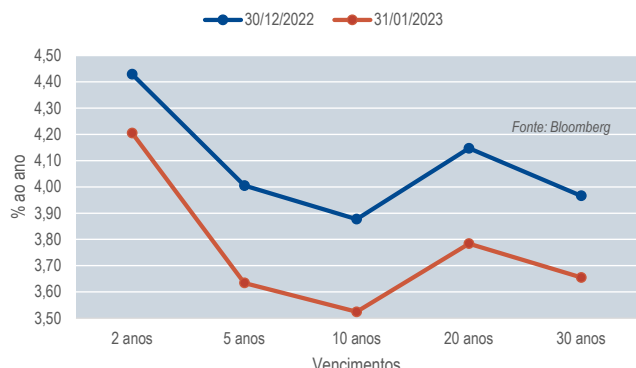
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Americanas pediu RJ em função de “inconsistências contábeis” no valor alegado de R\$ 20 bilhões	↓	→	→
O presidente Lula criticou a independência do BC e mencionou a possibilidade de elevação da meta de inflação.	↓	↓	↓
Com a reabertura da China e perspectivas de maior crescimento econômico global, o investidor estrangeiro elegeu o Brasil como um de seus destinos favoritos.	↑	↑	↑
O Fed sinalizou que estaria próximo do fim do ciclo de aperto monetário.	↑	↑	↑

Cenário Global

Mês de recuperação robusta dos mercados globais, tanto em renda fixa quanto em renda variável. A crescente convicção de que o Fed vai chegando ao fim do ciclo de alta dos juros, combinada com revisões altistas para o crescimento econômico global puxado pela reabertura da China, ligaram o modo *risk on* nos mercados globais.

Nos EUA, a curva de juros de médio/longo prazo voltou a recuar para o patamar de 3,5%-3,7%, depois de ter atingido 3,9%-4,1% no final do ano, conforme podemos observar no Gráfico 1.

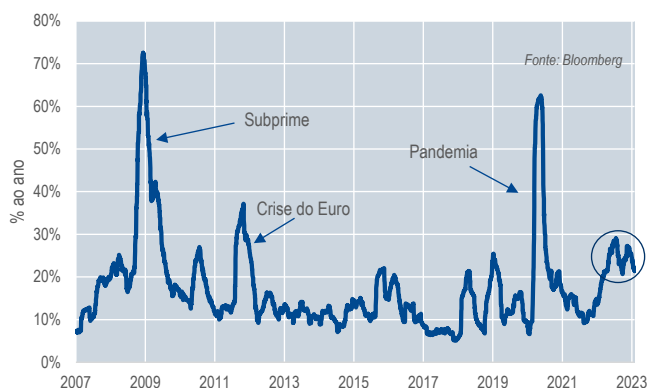
Gráfico 1: Curva de Juros nos EUA



Este patamar é o mesmo do início de dezembro, e parece ser um nível que conversa com a visão de longo prazo dos diretores do Fed, que veem a taxa básica de juros em 2,5% na perpetuidade. Adicionando-se 1% de prêmio pelo risco, teríamos o atual nível de 3,5% para as taxas mais longas.

As bolsas globais também apresentaram performance bastante positiva de maneira geral. O S&P500 subiu 6,2%, seguindo uma queda de 5,8% em dezembro. Este tipo de volatilidade na bolsa americana não é típico, e já vem se mantendo desde 2022, como podemos observar no Gráfico 2.

Gráfico 2: Volatilidade S&P500 (Dados diários - média móvel 3 meses)



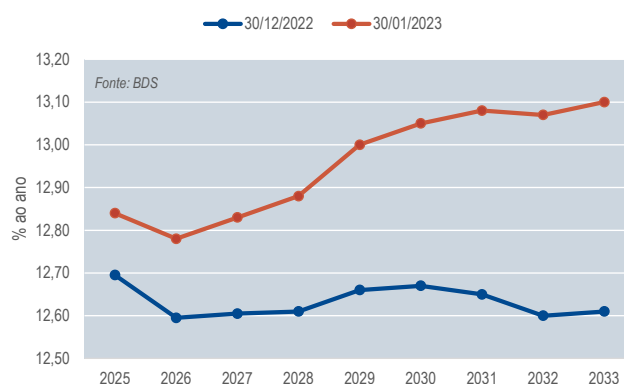
Observe como, com exceção de períodos de crise aguda, a volatilidade do S&P500 normalmente oscila entre 10% e 20% ao ano. No entanto, desde 2022 esse indicador vem oscilando entre 20% e 30% ao ano. Esta volatilidade acima do normal, sem estar necessariamente associada a uma crise aguda, indica a incerteza do mercado em relação ao preço justo da bolsa, dado o novo patamar de juros praticado pelo Fed. A volta da volatilidade aos seus níveis históricos indicará que o pior terá ficado para trás. Agora em janeiro, temos um número mais próximo de 20%, o que pode estar indicando esta tendência.

Cenário Local

Renda Fixa

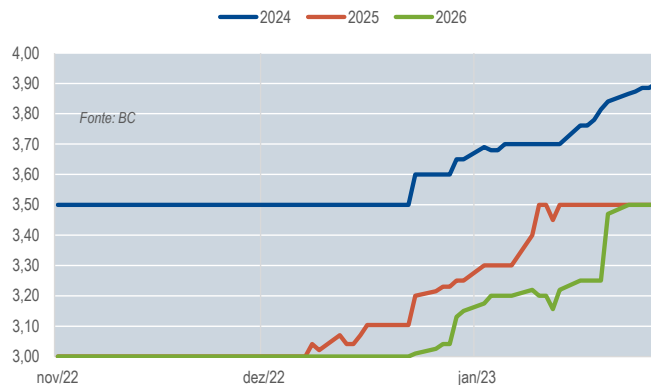
No mercado de renda fixa local, às incertezas no campo fiscal foram adicionadas incertezas em relação à política monetária. Em entrevista, o presidente Lula colocou em discussão o atual nível da meta de inflação, sugerindo que uma meta de 4,5% seria mais adequada para um país como o Brasil, o que, teoricamente, abriria espaço para uma política monetária menos restritiva. O problema desse tipo de declaração é mover as expectativas de inflação para cima antes mesmo de qualquer definição, o que, por si só, já diminui os juros reais ex-ante praticados pelo BC. Assim, o setor mais longo da curva de juros acaba precificando uma taxa de juros nominal mais alta, de modo a compensar a inflação mais alta no futuro. Foi o que aconteceu neste mês de janeiro, conforme podemos ver no Gráfico 3.

Gráfico 3: Curva de Juros



Chama a atenção este comportamento em um mês em que tivemos um recuo relevante nas taxas de juros globais, conforme vimos acima. Ao contrário do câmbio e da bolsa (como veremos a seguir), o mercado de taxa de juros não resistiu aos ruídos criados pelas mensagens confusas do novo governo. O resultado disso, além do efeito na curva de juros, pode ser verificado nas expectativas de inflação do Relatório Focus, conforme podemos observar no Gráfico 4.

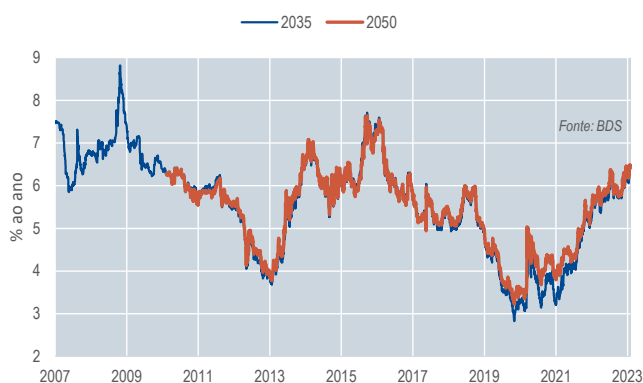
Gráfico 4: Expectativas de Inflação



Note como a inflação de 2025 e 2026 já avançaram para 3,50%, contra uma meta de 3,00%. Trata-se de um prazo suficientemente longo para que os agentes econômicos, em tese, ancorem suas expectativas na meta. Se, nesses prazos, as expectativas já estão 0,5% acima da meta, isso significa que o mercado está antecipando que o BC deverá enfrentar dificuldades estruturais para trazer a inflação para a meta. Ou, o que pode ser pior, que a meta será maior do que a que hoje está vigente.

Na mesma linha da deterioração das expectativas, temos o comportamento das NTN-Bs mais longas, conforme podemos observar no Gráfico 5.

Gráfico 5: Yield das NTN-Bs



Aqui, a bem da verdade, não se trata de uma deterioração recente, causada pelo novo governo. Os cupons das NTN-Bs vêm subindo desde meados de 2021, quando o arcabouço fiscal começou a ser atacado pelas seguidas PECs com o objetivo de driblar o teto de gastos. No entanto, desde novembro, os cupons encontram-se firmemente acima de 6% ao ano, e atingiram a máxima de 6,47% ao ano (no caso da NTN-B 2050), nível antes alcançado somente em abril de 2016, às vésperas da votação do impeachment. Talvez esta seja a mais significativa sinalização a respeito da percepção do mercado em relação à trajetória fiscal do país.

Por fim, um pequeno comentário sobre o crédito após o affair Americanas, a respeito do qual disponibilizamos alguns textos no mês passado. De modo geral, isolando o efeito da marcação a mercado das debêntures de Americanas, a classe de ativo sofreu apenas pequena abertura de spreads, em função de alguma pressão vendedora nos primeiros dias. No entanto, ao longo dos dias, esta pressão veio diminuindo, e os spreads se normalizaram. Entendemos que a classe de ativo continua fazendo sentido para a carteira de investidores de longo prazo, e continuará gerando alfa compatível com o seu risco.

Câmbio

Com a sinalização de fim de ciclo de aperto monetário por parte do Fed, janeiro foi um mês de desvalorização global do dólar. O real surfou nesta onda, valorizando-se 4,1% no mês. 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 locais e estrangeiros. Estes últimos, 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

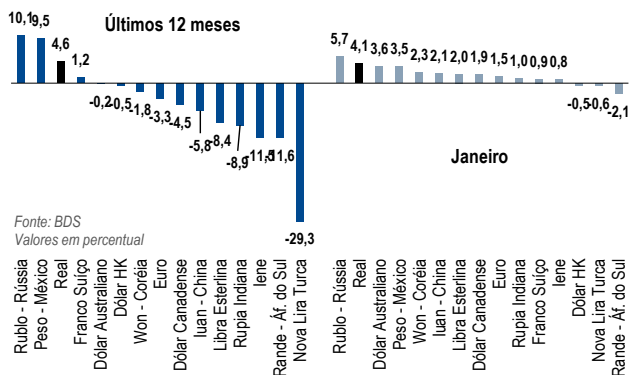
Mesmo com o cenário interno pesando, a bolsa local apresentou bom desempenho, em linha com as bolsas globais. Visto de outra maneira, poderia ser ainda melhor, não fosse o cenário local. A bolsa mexicana, por exemplo, subiu 16,5% em dólar, contra 7,8% da bolsa brasileira. Em reais, o IBrX subiu 3,5% no mês, com destaque para as ações de Siderurgia e de Varejo. Neste último caso, Magazine Luiza foi o grande destaque positivo no mês, com alta de 61,2%, em função de possível ganho de market share de Americanas.

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 janeiro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,3x). Estimamos queda de lucros de 14% em 2023, crescimento de 4% em 2024 e de 5% em 2025. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 8,0x daqui a um ano (em jan/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jan/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 20% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jan/23.

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).

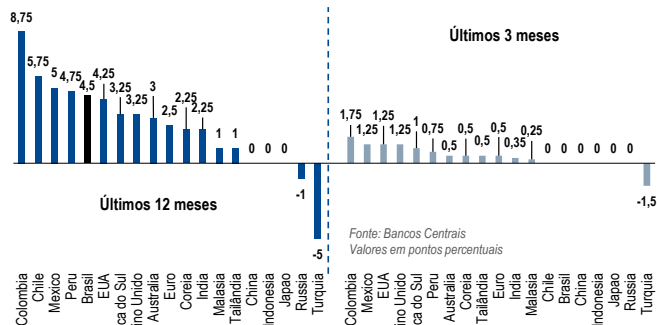
Moedas (contra o dólar)

Em um mês de desvalorização do dólar, o real se destacou em função do forte fluxo estrangeiro para o país.



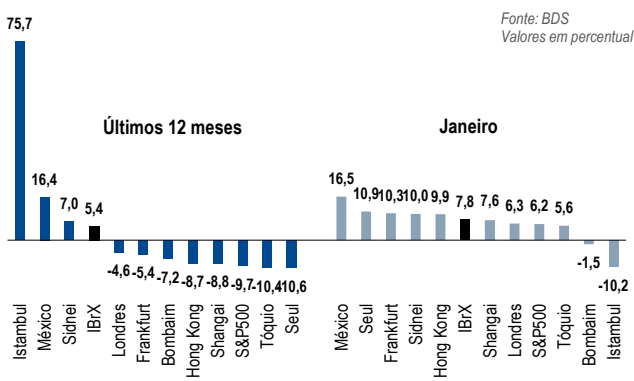
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua no restrito grupo de países que não mexeram na taxa básica de juros nos últimos 3 meses, dado que começou antes o ciclo de aperto monetário.



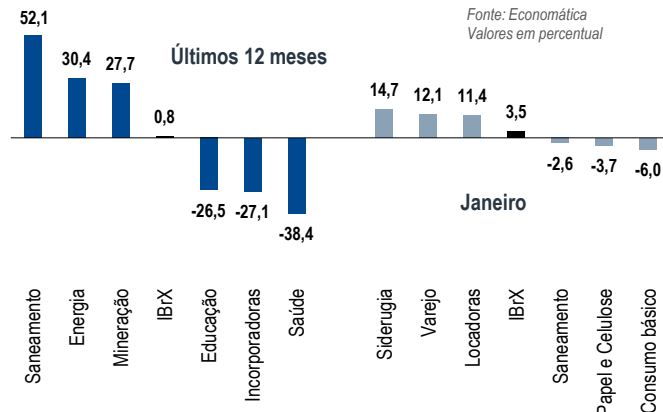
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira seguiu a tendência global de valorização dos ativos de risco, apesar do cenário interno mais incerto.



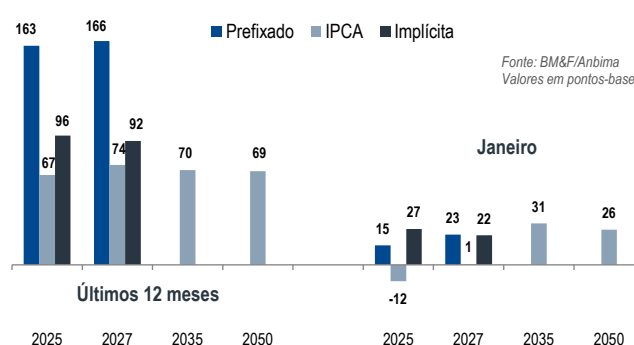
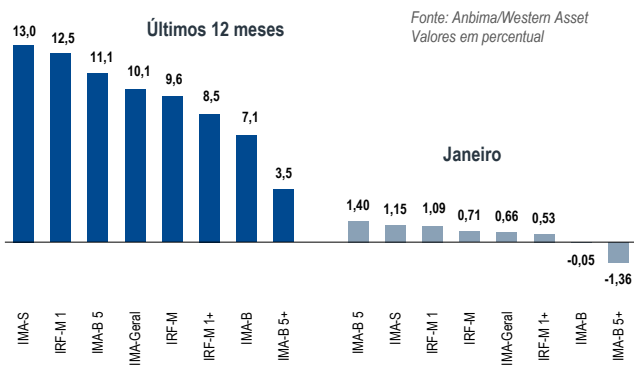
Principais destaques da bolsa

Além de Siderurgia, que continua aproveitando a onda positiva de commodities, ações de Varejo, principalmente MGLU, se beneficiaram do debacle de Americanas.



Renda fixa local

Mês particularmente ruim para os vencimentos mais longos, em função da inclinação das curvas de juros. Além disso, a inflação implícita subiu nos vencimentos mais curtos, inclusive com a queda dos cupons das NTN-B mais curtas, o que beneficiou o IMA-B5.



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.