

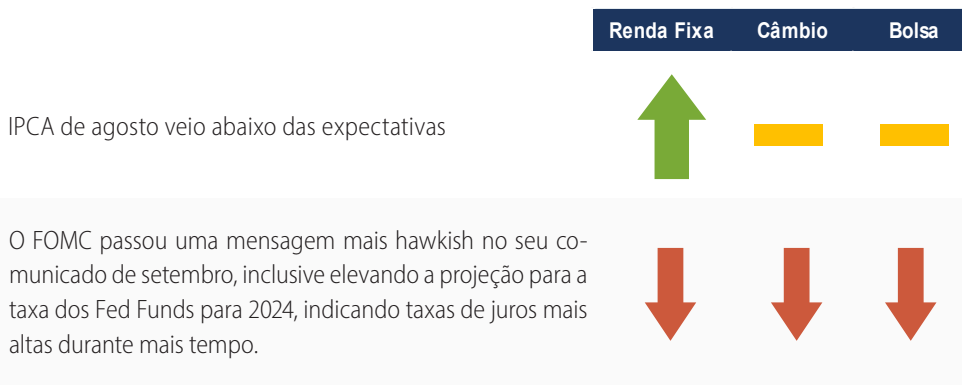


Sumário

- A curva de treasuries continuou a subir de maneira relevante no mês, puxando as taxas de juros globais.
- A curva de juros local seguiu o comportamento das taxas de juros globais pelo segundo mês consecutivo, subindo de maneira relevante.
- O real seguiu a tendência global de desvalorização em relação ao dólar, mas demonstrou mais resiliência do que a média.
- Depois de passar grande parte do mês em firme campo positivo, a bolsa brasileira não resistiu à tendência global e fechou setembro apenas com leve alta.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês



Cenário Global

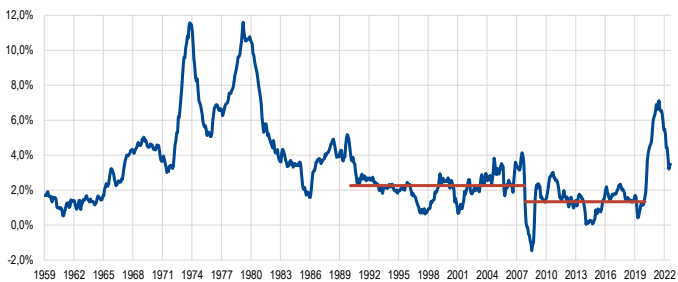
Não se fala de outra coisa nos mercados globais. A intensa alta dos juros das treasuries, em uma escalada que se iniciou em meados de maio, é daqueles típicos movimentos fortes de mercado em busca de uma explicação fundamentalista. É mais ou menos como o rabo abanando o cachorro: ao invés de termos uma clara explicação econômica para o fenômeno, temos os economistas batendo cabeça para entender o movimento do mercado.

Há basicamente duas hipóteses que apelam aos fundamentos para explicar o que está acontecendo: a primeira refere-se à taxa de juros neutra da economia americana, enquanto a segunda discute o prêmio pela incerteza inflacionária.

A taxa de juros neutra é uma variável econômica não observável, e refere-se ao nível de taxa de juros em que a economia não estaria nem se expandindo e nem se contraindo em relação ao seu crescimento potencial. Nesse ponto, a inflação estaria na meta com a economia crescendo de acordo com suas possibilidades estruturais. A discussão se refere justamente ao nível atual dessa taxa de juros de equilíbrio nos EUA. Considerando uma inflação estrutural de 2%, a treasury de 30 anos a 4,70% embutiria uma taxa real neutra de 2,7%. Como dissemos acima, não conhecemos o nível dessa taxa de equilíbrio, mas quase 3% para uma economia como a americana parece ser bastante exagerado. Não à toa, a treasury de 30 anos somente se manteve acima deste patamar de maneira constante antes da Grande Crise Financeira (GCF) de 2007/08. Para comprar essa hipótese, precisaríamos admitir que o mundo e a economia americana voltaram 15 anos no tempo por causa do choque da pandemia, principalmente no que se refere a um crescimento potencial mais alto. É possível, mas avaliamos que seja pouco provável.

Em uma segunda hipótese, o mercado de treasuries estaria reagindo a um aumento do prêmio por uma suposta inflação futura mais alta. É verdade que os gigantescos estímulos fiscais e a ruptura de cadeias de produção em decorrência da pandemia causaram uma elevação da inflação que somente pode ser comparada aos grandes choques do petróleo da década de 70, conforme podemos observar no Gráfico 1, em que usamos o Personal Consumption Expenditures – PCE como medida da inflação (índice preferido dos diretores do Fed).

Gráfico 1: PCE 12 meses



Fonte: FedSt. Louis

As linhas vermelhas indicam a inflação média entre 1990 e 2008 (até a GCF) e, depois, entre 2009 e 2020. No primeiro período, a inflação média foi de 2,3% ao ano, enquanto no segundo período, tivemos 1,3% ao ano de inflação média. Ou seja, mesmo que voltemos ao estado pré-2008, teríamos uma inflação apenas 100 pontos-base acima do que preponderou no período entre a GCF e a pandemia e muito próximo dos 2% ao ano, que é a meta do Fed. Assim, um prêmio pela inflação também parece exagerado com a taxa das treasuries de longo prazo próxima de 5%.

Uma terceira explicação, mas esta não fundamentalista, refere-se ao incrível aumento da oferta de títulos por parte do governo americano para cobrir os seus crescentes déficits, casado com uma diminuição de demanda por parte de seus principais financiadores, principalmente a China, que vem em ritmo de crescimento abaixo do esperado. Seria uma explicação mais técnica, relacionada com o fluxo de capitais. Pode ser, mas este tipo de movimento acaba sendo de curto prazo, enquanto essas condições se mantêm. No longo prazo, o que predomina são os fundamentos. E, como vimos acima, avaliamos que os fundamentos não justificam o nível atual das taxas das treasuries de longo prazo.

Para terminar, convém lembrar que o mercado tem um comportamento pendular. Há não mais do que seis meses, se discutia se os EUA iriam entrar em recessão. Os próprios diretores do Fed previam um crescimento de apenas 0,8% para este ano em março e a curva das treasuries encontrava-se invertida, o que era sinal de recessão à frente. Agora em setembro, os mesmos diretores ajustaram a sua previsão para um crescimento de 2,3% e a curva voltou ao normal. À época, defendíamos que o receio de uma recessão estava exagerado, e hoje avaliamos que o receio de uma inflação permanente muito mais alta também está exagerado. Deveremos ver o recuo das treasuries na medida em que o mercado incorporar essa visão.

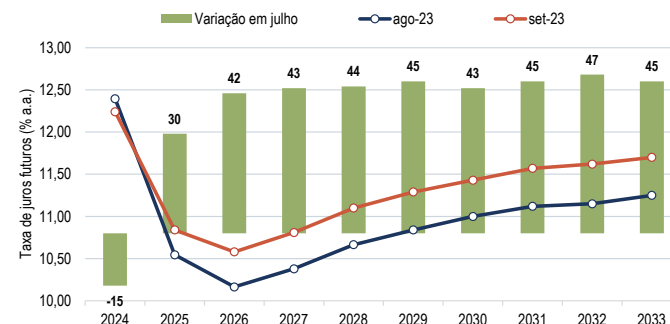
Cenário Local

Renda Fixa

O mercado de juros no Brasil não poderia escapar da reprecificação das treasuries, como, de fato, não escapou. Podemos observar, no Gráfico 2, que praticamente toda a curva de juros prefixados subiu por volta de 45 pontos-base. O mesmo ocorreu, com menor intensidade, com a curva

de juros reais, que subiu entre 25 e 35 pontos-base, a depender do vencimento. A decisão do Copom de cortar a Selic em 50 pontos-base, amplamente esperada pelo mercado, e um comunicado/ata sem grandes surpresas, não influenciaram a curva de juros.

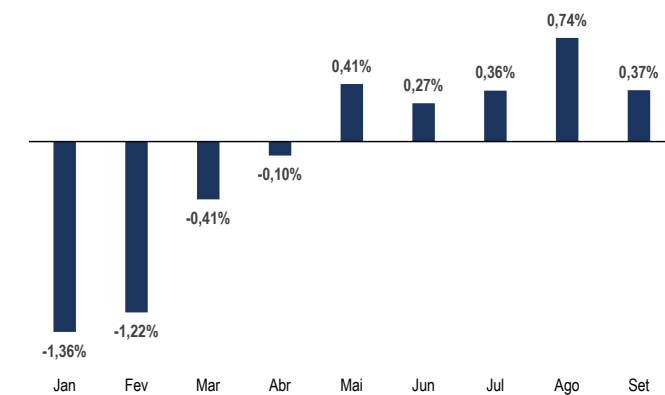
Gráfico 2: Curva de juros prefixados



Fonte: BDS

Por fim, o crédito apresentou mais um mês de performance positiva, completando cinco meses de recuperação após o impacto de Americanas no primeiro trimestre. No gráfico 3, 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 3: retornos mensais do IDA-DI em relação ao CDI em 2023



Fonte: BDS

Câmbio

A elevação dos juros das treasuries levou à valorização generalizada do dólar em setembro, seguindo tendência iniciada em agosto. O real demonstrou alguma resiliência, depreciando-se somente 1,5% no mês, abaixo da média global. De modo geral, a volatilidade do câmbio tem permanecido em patamar baixo e relativamente estável nos últimos 4 meses, conforme podemos observar no Gráfico 4. Esta relativa estabilidade do real é tanto mais notável quanto consideramos que os últimos dois meses foram marcados por uma elevação significativa das taxas de juros globais, o que, em tese, poderia aumentar a volatilidade do mercado cambial.

Gráfico 4: Volatilidade do câmbio R\$/US\$ (janela 3 meses)



Fonte: BDS

De qualquer forma, 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

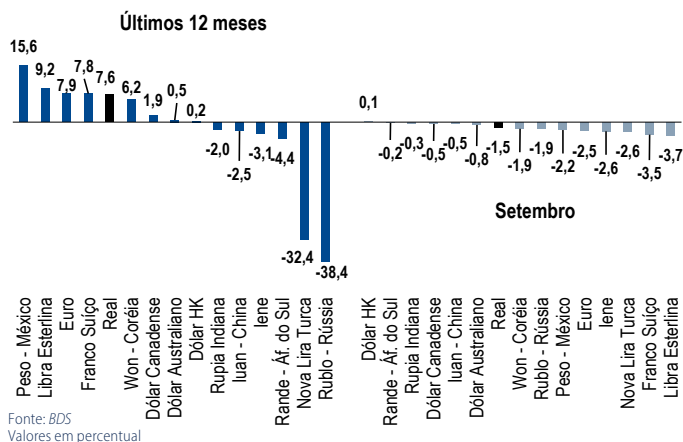
A bolsa brasileira, medida pelo IBrX, avançou 0,8% em setembro. Em grande parte do mês a bolsa trabalhou no campo positivo, chegando a subir 3% no seu melhor momento, mas não resistiu à pressão dos juros globais, que derrubaram as bolsas ao redor do mundo, não sendo diferente no Brasil. Os destaques negativos ficaram com os setores mais dependentes de crédito, como incorporadoras e varejo, ao passo que os setores ligados a commodities apresentaram as melhores performances.

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 setembro, 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 set/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até set/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 20% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em set/23.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está significativamente abaixo da média dos últimos 5 anos, de 10,2x. 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).

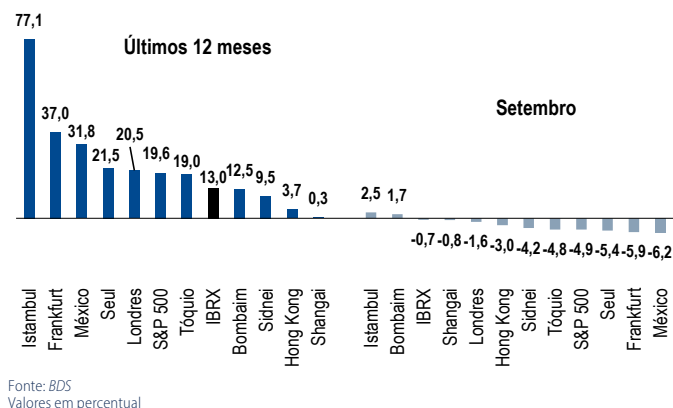
Moedas (contra o dólar)

Mais um mês de valorização generalizada do dólar, respondendo ao aumento das taxas das treasuries. O real não foi das moedas que mais se desvalorizaram.



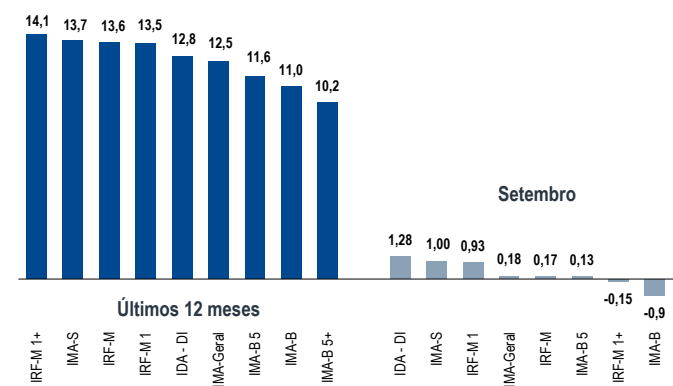
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira seguiu a tendência global de desvalorização, mas apresentou performance acima da média.



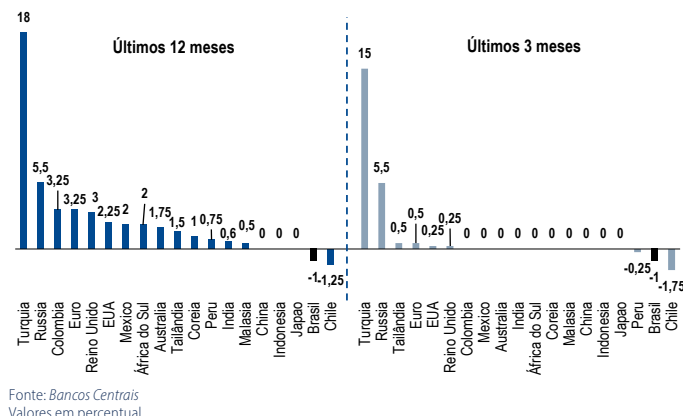
Renda fixa local

Setembro foi um mês de elevação da curva de juros, seguindo o movimento das taxas de juros globais. Conseqüentemente, foi um mês negativo para os IMAs. Destaque positivo novamente para o IDA-DI, que reflete a recuperação do mercado de crédito.



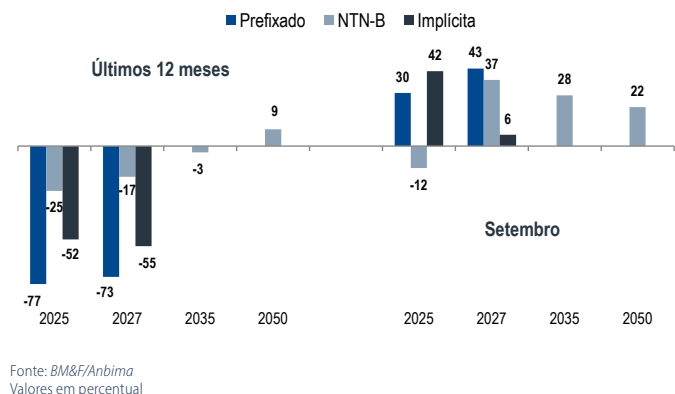
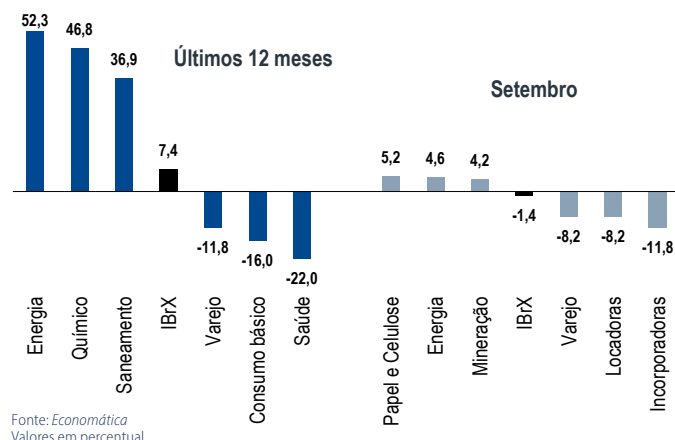
Taxas básicas de juros - variação

O Peru se juntou ao time dos países que estão cortando as taxas de juros, juntando-se ao Brasil e ao Chile, em um clube que deve agregar novos membros nos próximos meses.



Principais destaques da bolsa

Com o repique das taxas de juros, os setores que dependem mais do crédito, como Incorporadoras e Varejo, foram os mais prejudicados.



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.