



Sumário

- Depois da publicação de dados mais fracos de emprego e de inflação ao consumidor, a curva de treasuries recuou de maneira relevante no mês.
- A curva de juros local seguiu o comportamento das taxas de juros globais, recuando fortemente. As idas e vindas sobre o cumprimento da meta fiscal em 2024 não influenciaram os preços.
- O dólar se desvalorizou globalmente, seguindo o recuo da curva das treasuries.
- Seguindo o mercado global, a bolsa local valorizou-se vigorosamente, atingindo o pico no ano.

Visão do Gestor

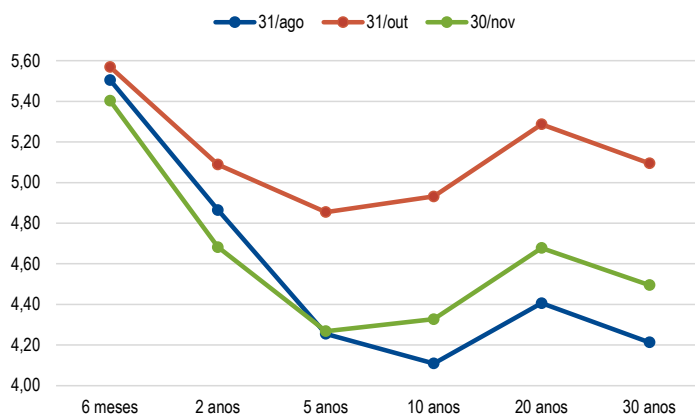
Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O non-farm payroll de outubro veio abaixo das expectativas.	↑	↑	↑
IPCA de outubro veio abaixo do esperado.	↑	→	→
Inflação ao consumidor nos EUA em outubro veio abaixo das expectativas.	↑	↑	↑

Cenário Global

A volta dos que não foram. Esse poderia ser o título do filme a que assistimos no mercado de juros nos EUA neste mês de novembro. Depois do sell off de setembro e outubro, causado por dados mais fortes de inflação, dados de inflação e de emprego bem abaixo das expectativas foram os principais responsáveis pelo rally das treasuries neste mês de novembro. Conforme podemos observar no Gráfico 1, a curva de juros voltou praticamente para o mesmo nível do final de agosto.

Gráfico 1: A volta dos que não foram



Fonte: Bloomberg

A curva de juros, hoje, embute alguma probabilidade de início do ciclo de cortes já em março, chegando a 3,50% em meados de 2025. No final de outubro, esta taxa terminal estava em 4,00%.

Foi, portanto, um movimento bastante forte, e que acabou influenciando de maneira positiva ativos de risco ao redor do mundo. O S&P500 subiu nada menos do que 8,9%, retomando o nível do final de agosto, enquanto o dólar foi a moeda que mais perdeu valor em novembro.

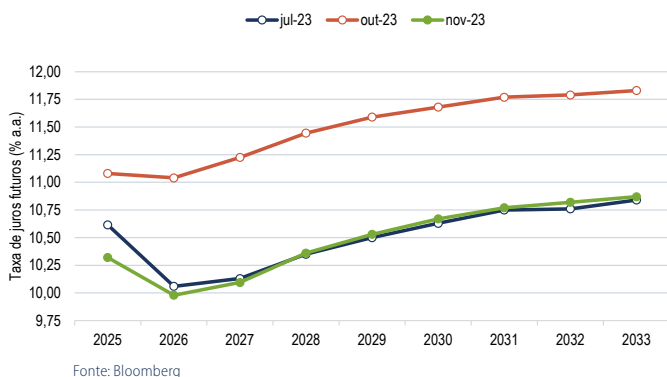
Este movimento veio ao encontro de nosso cenário base, que considera uma desaceleração gradual da atividade econômica e da inflação nos EUA, dando espaço para que o Fed faça uma política monetária mais frouxa no ano que vem.

Cenário Local

Renda Fixa

As taxas de juros no Brasil seguiram o mesmo movimento “a volta dos que não foram”, conforme podemos observar no Gráfico 2.

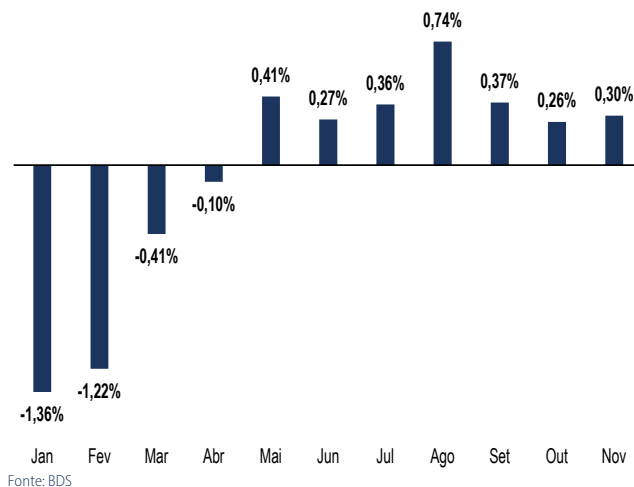
Gráfico 2: A volta dos que não foram - Brasil



Com o recuo de cerca de 100 pontos-base em novembro, a curva de juros voltou quase exatamente para o ponto onde estava em julho. O movimento dos últimos três meses foi apagado pela simples mudança de humor no mercado americano. Isso demonstra que, por enquanto, as nossas mazelas locais, principalmente no front fiscal, não têm feito preço. Mesmo as discussões em torno da nova meta fiscal (mudança que, afinal, ficou para o ano que vem), apesar das manchetes, não influenciaram a curva de juros prefixados. A curva de juros reais também recuou, mas bem menos, o que fez com que a inflação implícita tenha recuado de maneira relevante nesses últimos 4 meses.

Por fim, o crédito apresentou mais um mês de performance positiva, completando sete 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: Rentabilidade do IDA-DI acima do CDI



Câmbio

Em função do rally das treasuries, o dólar se desvalorizou em relação às principais moedas, e não foi diferente em relação ao real, que valorizou-se 2,4% contra a moeda norte-americana. De qualquer forma, a volatilidade continua baixa, com o real operando, em grande parte do tempo, no range R\$ 4,85-R\$ 5,00. Essa estabilidade tem sido notável, principalmente se considerarmos a grande volatilidade das taxas de juros globais.

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

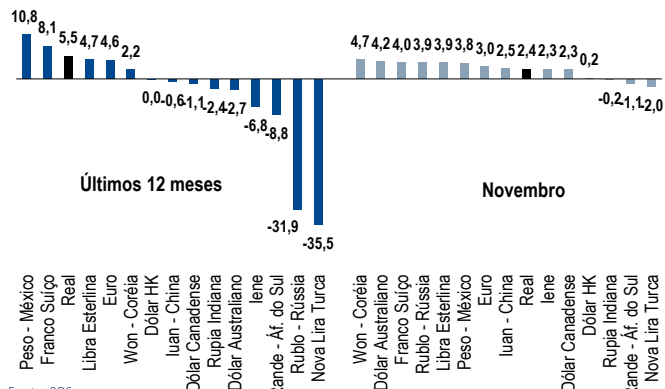
A bolsa brasileira, medida pelo IBrX, atingiu o pico do ano, avançando 12,0% em novembro e seguindo a boa performance dos ativos de risco globais em função do rally das treasuries. Destaques positivos foram as ações dos setores mais sensíveis às taxas de juros, como Educação, Varejo e Consumo Discricionário.

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 novembro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,9x). 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 nov/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até nov/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 18% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em nov/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)

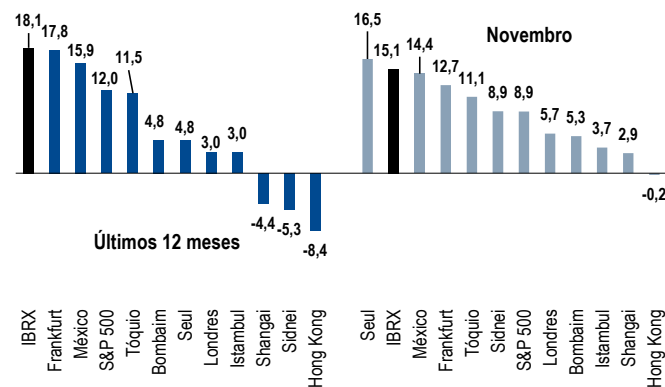
O dólar se desvalorizou em relação a praticamente todas as moedas, em função do rally das treasuries.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

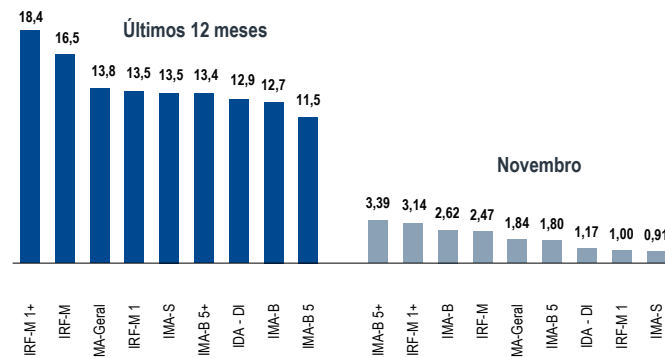
As bolsas apresentaram performances recorde neste mês de rally das treasuries, com a bolsa brasileira se destacando.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

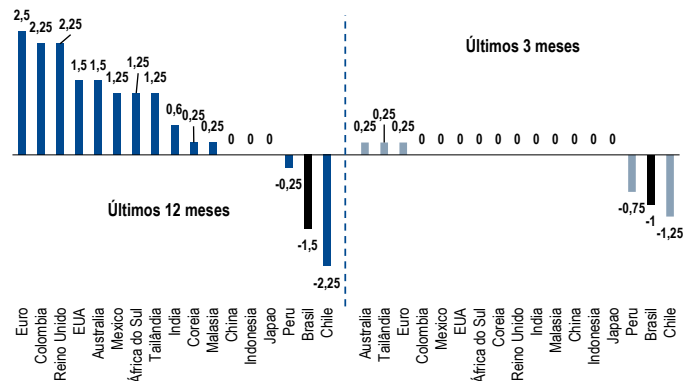
Novembro foi marcado pelo rally das treasuries, o que acabou afetando positivamente as curvas de juros no mundo inteiro, e não foi diferente no Brasil. Os títulos mais longos foram os mais beneficiados pelo movimento, e os prefixados apresentaram melhor performance do que as NTN-Bs, refletindo a contínua queda da inflação implícita. Destaque positivo novamente para o IDA-DI.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

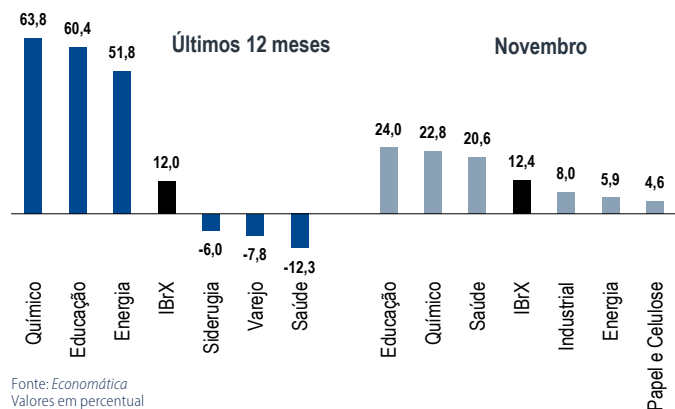
A América Latina lidera o movimento de corte de juros, que deve ser seguido pelas economias mais desenvolvidas no ano que vem.



Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

Setores mais sensíveis às taxas de juros foram os mais beneficiados neste mês, ao passo que os setores ligados a commodities ficaram para trás.



Fonte: Economática
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.