



Sumário

- O rally das treasuries continuou em dezembro, principalmente depois da reunião do Comitê de Política Monetária nos EUA, que indicou mais cortes de juros em 2024.
- A curva de juros local seguiu o comportamento das taxas de juros globais, continuando a recuar e fechando nas mínimas do ano.
- O dólar continuou a se desvalorizar 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

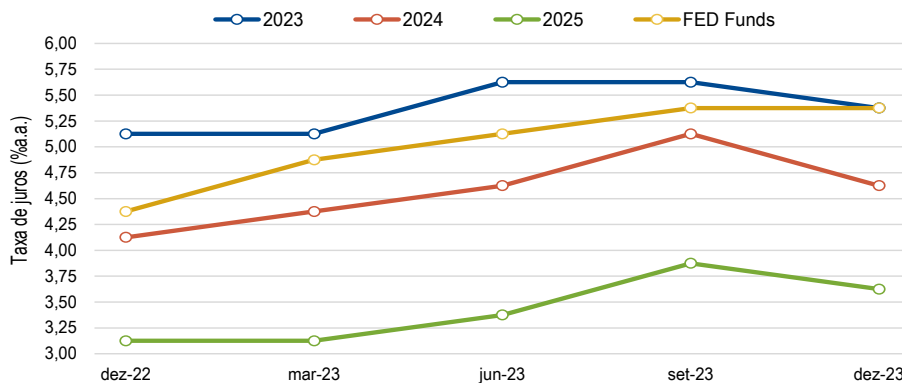
Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
As projeções dos diretores do Fed mostraram uma expectativa mais benigna para as taxas de juros no curto/médio prazo.	↑	↑	↑
A reforma tributária foi aprovada no Congresso.	■	■	■
A S&P elevou o rating soberano brasileiro para "BB", com perspectiva estável.	■	■	■

Cenário Global

O mês de dezembro começou com alguma acomodação dos mercados globais, após o forte rally de novembro. Tanto as treasuries mais curtas quanto o S&P500 não apresentaram tendência definida nos primeiros dez dias do mês, com os investidores ainda digerindo o grande deslocamento dos preços de novembro. Até que, no dia 13, os diretores do Fed surpreenderam os mercados, ao revisar fortemente as suas projeções para a taxa básica de juros no curto/médio prazo, conforme podemos observar no Gráfico 1.

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

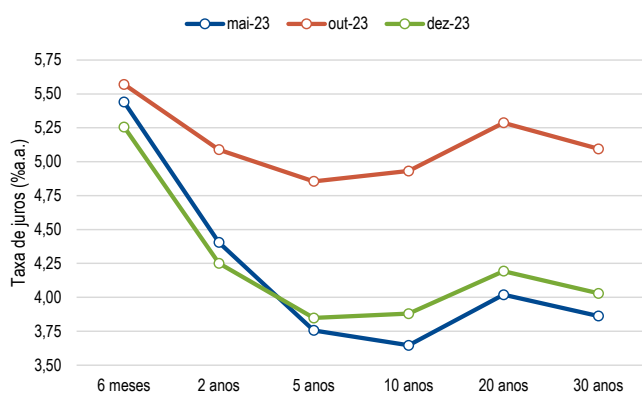


Fonte: Federal Reserve

Em primeiro lugar, observe que, desde a reunião de junho, os diretores do Fed vinham projetando mais uma elevação da taxa básica neste ano, para o nível de 5,50-5,75%, mas sinalizaram em novembro e sacramentaram em dezembro a decisão de manter os juros em 5,25-5,50%, dando por encerrado o ciclo de aperto monetário. Mas o principal motivo do rally foram as projeções para a taxa de juros em 2024, que embutem três cortes de 0,25% no ano que vem, contra uma projeção anterior de dois cortes de 0,25%. Assim, a projeção para a taxa básica no final de 2024 ficou entre 4,50-4,75%, contra 5,00-5,25% no trimestre anterior. Ainda estamos longe da projeção de 4,00-4,25% de um ano atrás, mas para um mercado que, até setembro, via a taxa básica de juros ainda acima de 5,00% em 2024, tratou-se de um alívio e tanto.

O gráfico 2 mostra o comportamento da curva de juros nos últimos dois meses. As treasuries com prazos acima de 5 anos recuaram mais de 100 pontos-base neste período, praticamente retornando para o nível vigente em maio.

Gráfico 2: Curva de Juros nos EUA



Fonte: Bloomberg

Cabe destacar que a política monetária nos EUA continua sendo, para o bem ou para o mal, o fator determinante para o comportamento dos ativos de risco globais no curto prazo. Os mercados vêm procurando precificar o cenário de juros na principal economia do planeta, divididos em duas visões antagônicas: a primeira defende que a inflação e, por consequência, os juros, mudaram de patamar permanentemente após a pandemia, e haveria pouco espaço para reduções adicionais da taxa básica a partir dos patamares correntes. A segunda, por sua vez, considera que a pandemia não mudou estruturalmente a economia, e é uma questão de tempo para que a inflação e as taxas de juros voltem aos patamares pré-pandemia. Em dezembro, as projeções do Fed começaram a se afastar do primeiro cenário e a se aproximarem do segundo. A visão da Western Asset tende mais para este segundo cenário, razão pela qual acreditamos que o Fed terá espaço para cortar a taxa básica pelo menos três vezes no ano que vem.

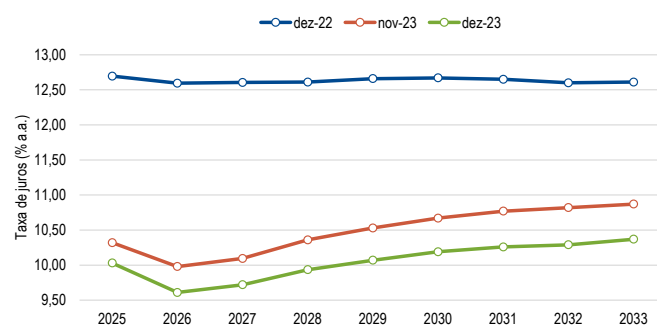
A bolsa americana acompanhou o rally global, com o S&P500 fechando em alta de 4,4% em dezembro e 24,2% no ano, faltando somente 0,5% para atingir a máxima histórica do início de 2022.

Cenário Local

Renda Fixa

Como não poderia deixar de ser, as taxas de juros no Brasil seguiram o rally global a partir de 13 de dezembro, data da reunião do Comitê de Política Monetária nos EUA. A taxa do título prefixado com vencimento em janeiro/2026, por exemplo, recuou 37 pontos-base em dezembro, sendo que somente o dia 13 foi responsável por 3/4 desse movimento (28 pontos-base). A curva de juros recuou entre 30 e 50 pontos-base a depender do vencimento, atingindo o menor patamar do ano, conforme podemos observar no Gráfico 3.

Gráfico 3: Curva de Juros no Brasil

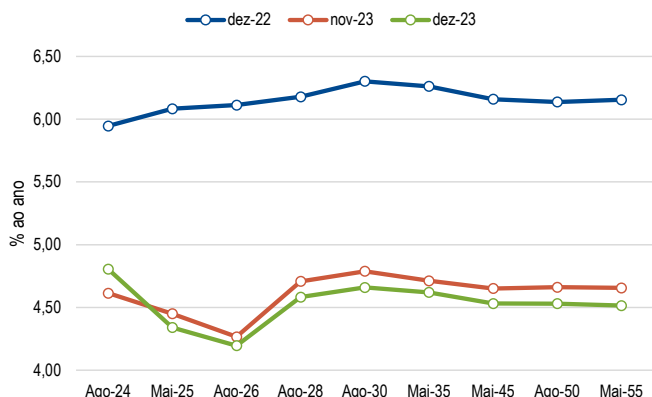


Fonte: BDS

Sem dúvida, uma parte relevante do movimento da curva de juros brasileira no ano deve-se à percepção sobre a política monetária nos EUA. Mas o fato de a nossa curva ter fechado nas mínimas do ano (o que não aconteceu nos EUA) deve-se também ao alívio do estresse causado pela PEC da transição, aprovada em novembro de 2022, e que passou a impressão de total descontrole das contas públicas. A aprovação da nova regra de crescimento dos gastos (o chamado “novo arcabouço fiscal”), reforçada pelo discurso mais fiscalista do ministro da Fazenda e pela manutenção da meta de inflação em 3%, além de uma convergência significativa da inflação em direção à meta durante o ano, foram o suficiente para que a curva de juros voltasse para o patamar de agosto de 2021, nas mínimas do ano.

A curva de juros reais recuou por volta de 30 pontos-base. Como as taxas prefixadas recuaram mais, a inflação implícita continuou caindo em dezembro, fechando o ano em queda de, em média, 150 pontos-base, a depender do prazo, como podemos observar no gráfico 4.

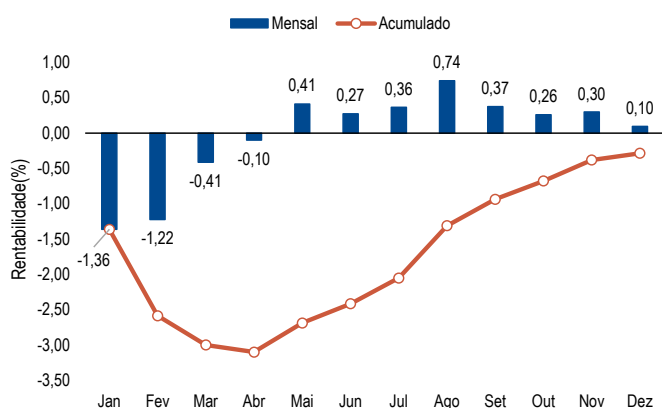
Gráfico 4: Inflação Implícita - Brasil



Fonte: Bloomberg

Por fim, o crédito apresentou mais um mês de performance positiva, ainda que em menor intensidade se comparado aos meses anteriores, completando oito meses de recuperação após o impacto de Americanas no primeiro trimestre. No gráfico 5, 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. No ano, o IDA-DI ainda ficou atrás do CDI (cerca de 30 pontos-base), mas por muito pouco, o que pode ser considerado uma vitória para a classe de ativo, se considerarmos as perdas acumuladas no primeiro trimestre do ano.

Gráfico 5: Rentabilidade do IDA-DI em relação ao CDI



Fonte: BDS

Câmbio

A continuidade do rally das treasuries em dezembro fez com que o dólar continuasse a se desvalorizar em relação às principais moedas. Não foi diferente em relação ao real, que valorizou-se 1,4% contra a moeda norte-americana. De qualquer forma, a volatilidade continua baixa, com o real operando, em grande parte do tempo, no intervalo R\$ 4,85-R\$ 5,00. Essa estabilidade tem sido notável, principalmente se considerarmos a grande volatilidade das taxas de juros globais.

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

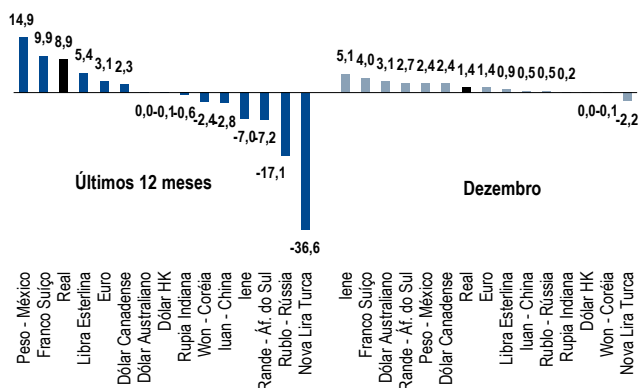
A bolsa brasileira, medida pelo IBrX, atingiu o pico do ano, avançando 5,5% em dezembro e fechando o ano com alta de 21,3%, ao seguir a boa performance dos ativos de risco globais em função do rally das treasuries. Destaques positivos no mês foram as ações do setor de saneamento, com o avanço do processo de privatização da Sabesp, e das incorporadoras, em função da perspectiva de taxas de juros mais baixas.

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 9,5x ao final deste período (no final de dezembro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 9,4x). 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 9,5x daqui a um ano (em dez/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até dez/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 18% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em dez/23.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está 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)

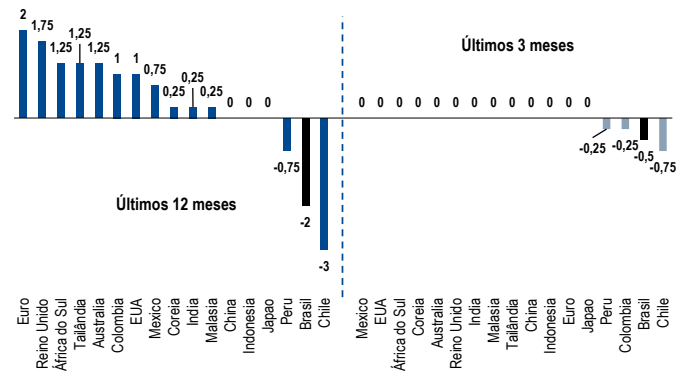
O dólar continuou a se desvalorizar em relação a praticamente todas as moedas, em função do rally das treasuries.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

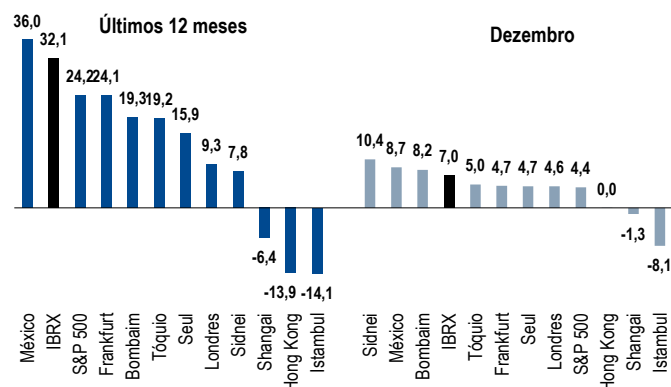
A América Latina lidera o movimento de corte de juros, que deve ser seguido pelas economias mais desenvolvidas em 2024.



Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

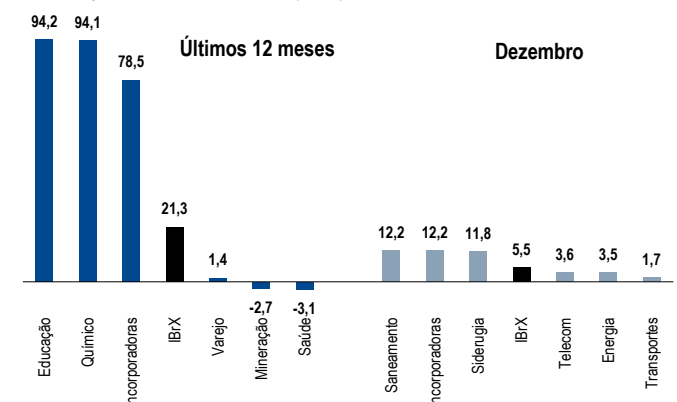
As bolsas continuaram a subir em dezembro, em função do rally das treasuries, com a bolsa brasileira voltando a se destacar.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

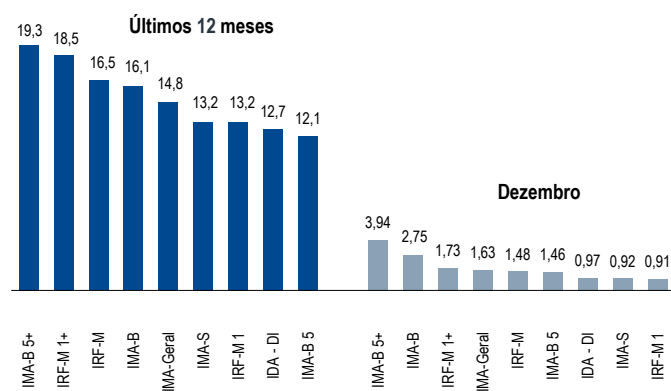
O setor de saneamento, puxado pelo avanço do processo de privatização da Sabesp, e as incorporadoras, em função da queda nas taxas de juros, foram os destaques positivos do mês.



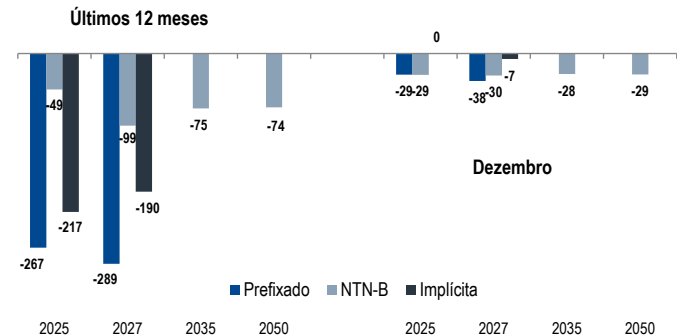
Fonte: Econômica
Valores em percentual

Renda fixa local

Neste mês, a curva de juros continuou a ceder, atingindo as mínimas do ano, ainda em função do rally das treasuries. Com isso, o destaque positivo entre os IMAs foram os índices com duration mais longa, tanto em dezembro quanto no ano fechado.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual



Fonte: BM&F/Anbima
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 2024. 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.