



Sumário

- As taxas de juros globais voltaram a recuar em julho, incorporando uma maior probabilidade do início do ciclo de afrouxamento monetário nos EUA.
- As taxas de juros locais acompanharam as taxas globais, principalmente na parte mais longa da curva de juros. A parte curta, no entanto, foi afetada pela possibilidade de retomada do ciclo de alta dos juros.
- As commodity currencies se desvalorizaram em julho, seguindo a queda das commodities metálicas. O real acompanhou essa desvalorização, apesar de já estar em patamar mais desvalorizado que seus pares.
- A bolsa voltou a apresentar leve recuperação durante o mês, puxada principalmente por Weg (bons resultados) e Sabesp (privatização).

Visão do Gestor

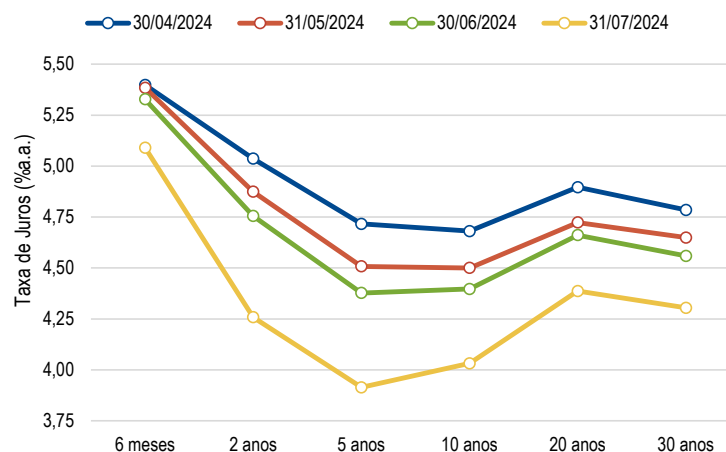
Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A ata da reunião do Fed de junho veio dovish, indicando que o início do ciclo de cortes está próximo. A reunião de julho reforçou esse entendimento.	↑	↑	↑
O IPCA de junho veio bem abaixo das expectativas.	↑	→	→
O CPI (inflação ao consumidor) nos EUA veio bem abaixo das expectativas.	↑	↑	↑
A valorização do iene pode ter feito traders desfazerem operações de "carry trade" com o real.	→	↓	→
O IPCA-15 veio acima das expectativas e os núcleos subiram.	↓	→	→

Cenário Global

Depois do stress do mês de abril, a curva de juros dos EUA engatou uma sequência de quedas que continuou nesse mês de julho, como podemos observar no gráfico 1.

Gráfico 1: Curva de juros EUA



Fonte: BDS

Esse movimento veio em consequência de dados mais favoráveis, como por exemplo a inflação ao consumidor, que mostrou deflação de 0,1% em junho contra consenso de inflação de 0,1%, e uma mensagem mais dovish por parte do Fed na ata da reunião de junho (publicada no início de julho), em que os diretores reconhecem algum avanço da convergência da inflação para a meta nos últimos meses. A reunião do último dia de julho, e principalmente a entrevista coletiva de Jerome Powell após a reunião, reforçaram a percepção de que o início do ciclo de cortes está próximo. A curva de juros, hoje, embute pelo menos dois cortes da taxa básica ainda este ano.

Ainda nos EUA, julho foi marcado por reviravoltas na corrida presidencial, com o atentado contra Donald Trump e a desistência de Joe Biden em favor de sua vice, Kamala Harris. Ainda é cedo para avaliar o efeito desses eventos, mas os democratas parecem ter voltado ao jogo, que parecia perdido depois do desastroso debate entre Trump e Biden.

As curvas de juros no mundo desenvolvido, de maneira geral, seguiram o mesmo caminho da dos EUA, ainda que com menor intensidade. O BCE, depois do primeiro corte de juros em junho, decidiu, como esperado, manter a taxa básica inalterada na reunião de julho.

Um evento que chamou a atenção foi a forte valorização do iene (7,3% no mês), respondendo a intervenções do BoJ (o banco central japonês) no mercado cambial e ao desmonte de operações de “carry trade”, em que o iene é usado como funding para operações de arbitragem de taxas de juros, tendo na outra ponta moedas de economias com taxas de juros mais altas, como o real. O desmonte dessas operações foi um fator adicional para a desvalorização dessas moedas.

De modo geral foi um mês positivo para as moedas das economias desenvolvidas (Euro, Lira Esterlina e Franco Suíço) e negativo para moedas de economias ligadas a commodities, como Dólar Australiano, Dólar Canadense e Coroa Norueguesa. Peso Mexicano e o Real também entram nessa conta. O índice CRB metais, que mede a performance do minério de ferro e outros metais, recuou 4,5% em julho, mesmo nível da queda dos preços do petróleo, provavelmente refletindo o enfraquecimento da economia chinesa.

O S&P500 chegou a estar subindo quase 4% no mês, mas fechou com alta de apenas 1,1%. O destaque negativo ficou por conta das ações de tecnologia, com o Nasdaq recuando 0,8% no mês. Dentre os papéis com pior performance temos Uber (-11,4%), Netflix (-7,2%), Microsoft (-6,8%), Google (-6,4%) e Nvidia (-4,3%).

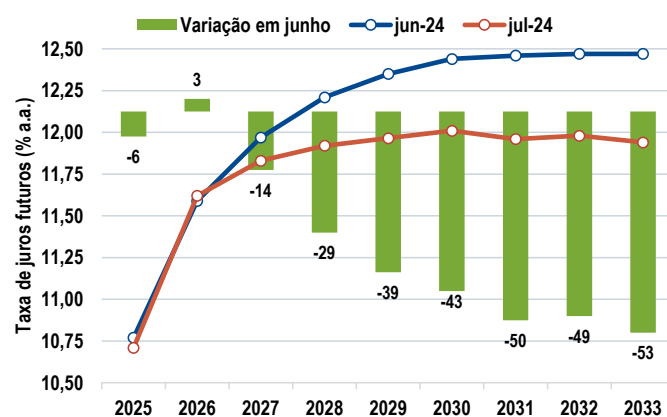
Cenário Local

Renda Fixa

Podemos dividir o mês de julho em duas partes: na primeira metade do mês tivemos uma melhora significativa dos preços dos ativos de risco domésticos, incluindo a curva de juros. Por exemplo, o Jan26 chegou a ceder 50 pontos-base, enquanto o Jan31 recuou 70 pontos-base em seu melhor momento, em um mix de melhora técnica após o movimento

de overshooting que tivemos em junho, com a expectativa positiva em relação ao corte no orçamento que seria anunciado pelo governo para continuar perseguindo o cumprimento da meta fiscal neste ano. O anúncio de fato veio, com cortes de R\$ 15 bilhões, meio do caminho entre não fazer nada e o corte necessário estimado pelo mercado. Sem mais nada a esperar no curto prazo, o mercado começou a escorregar em direção ao pior momento do mês de junho, incorporando prêmio pelas incertezas com relação ao real compromisso do governo de cumprir o já frouxo arcabouço fiscal.

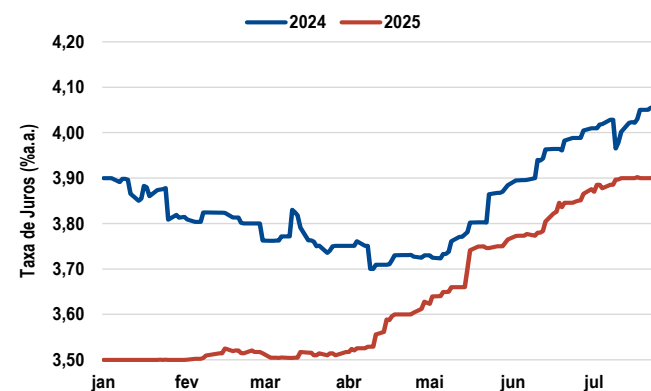
Gráfico 2: Curva de Juros prefixados



Fonte: BDS

O resultado final (Gráfico 2) foi um recuo mais tímido da curva, com o Jan26 subindo 3 pontos-base e o Jan31 caindo 50 pontos-base. A parte mais curta apresentou um comportamento pior porque as expectativas de inflação se deterioraram de maneira relevante no mês, principalmente em função da desvalorização recente do real. Mesmo o relatório Focus, que é mais lento para refletir tendências, incorporou um degrau nas expectativas. A mais preocupante é a de 2025, que está no horizonte relevante para a determinação da política monetária, e que está se distanciando cada vez da meta, como podemos observar no Gráfico 3.

Gráfico 3: Expectativas de Inflação - Focus



Fonte: Banco Central

Nesse contexto, no último dia do mês, o Copom cumpriu tabela, e manteve a taxa Selic em 10,50%. A mensagem do comunicado, no entanto, acrescentou uma nota de preocupação por parte da autoridade monetária, principalmente no que se refere ao atual nível do câmbio e à desencorajem das expectativas de inflação. Segundo o modelo do BC, considerando que o câmbio permaneça no patamar atual, a Selic mantida em 10,50% será capaz de trazer o IPCA para 3,2% seis trimestres à frente, que é o horizonte relevante para a política monetária. Trata-se de um número suficientemente próximo da meta para justificar a manutenção da Selic no atual patamar durante um longo período. Mas trata-se de um equilíbrio instável, em que a parte negativa do balanço de riscos está mais evidente. Aparentemente o BC preferiu comprar tempo, aguardando o movimento do Fed, que pode ajudar os bancos centrais das economias emergentes na segunda metade do semestre.

A curva de juros reais apresentou o mesmo comportamento da prefixada, melhorando sensivelmente até meados do mês e depois devolvendo uma parte da melhora. Com isso, a curva fechou com recuo entre 15 e 25 pontos-base na parte intermediária/longa da curva, e com leve alta na parte mais curta, acompanhando o comportamento da curva prefixada.

Por fim, o crédito continuou agregando valor acima do CDI, com o IDA-DI rendendo 1,26% contra 0,94% do CDI no mês.

Câmbio

O real desvalorizou-se 1,0% em julho, sendo acompanhada pelas commodity currencies de maneira geral, como o dólar australiano, o dólar canadense, a coroa norueguesa e o peso mexicano. Além da desvalorização das commodities metálicas no mês, o que acabou afetando a performance dessas moedas, a reversão de operações de “carry trade” com o real tendo o iene como funding também vem influenciando as cotações da moeda.

Além disso, este novo patamar do câmbio vem sendo interpretado como uma resposta às incertezas sobre a política fiscal, o que agrega um componente de risco local ao movimento de desvalorização global das moedas de mercados emergentes em relação ao dólar, o que pode justificar a maior desvalorização do real neste ano em relação a essas moedas.

Os crescentes superávits na balança comercial vinham atenuando as oscilações na conta de capital e ajudando a manter o câmbio relativamente estável, mas a desvalorização das commodities metálicas põe em xeque esse movimento.

De qualquer modo, alguma reversão nesse movimento de desvalorização pode ocorrer no curto prazo a partir do momento em que o Fed comece, de fato, a relaxar a política monetária.

Continuamos sendo da opinião de que uma valorização 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

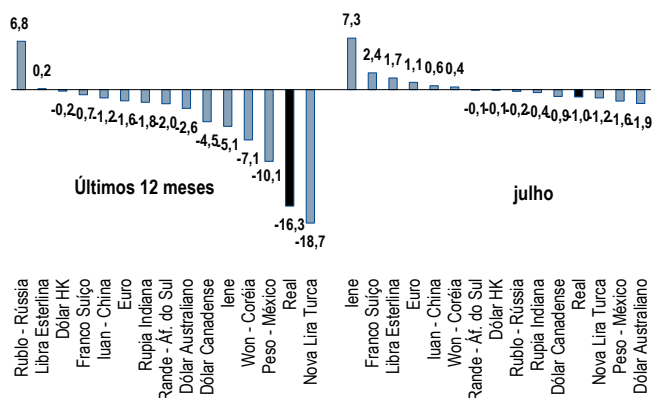
Em julho, a bolsa brasileira, medida pelo IBrX, voltou a avançar, desta vez 2,9%. Os destaques positivos foram Sabesp (+17,7%), em função do seu leilão de privatização, Eletrobras (+10,4%), com a luz no fim do túnel das negociações com o governo em relação ao controle da empresa, e Weg (+20,3%), com os bons resultados do 3º trimestre.

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 julho, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,9x). Estimamos crescimento de lucros de 14% em 2024, 9% em 2025 e 10% em 2026. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,0x daqui a um ano (em jul/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jul/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 19% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jul/24.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 9,6x. 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)

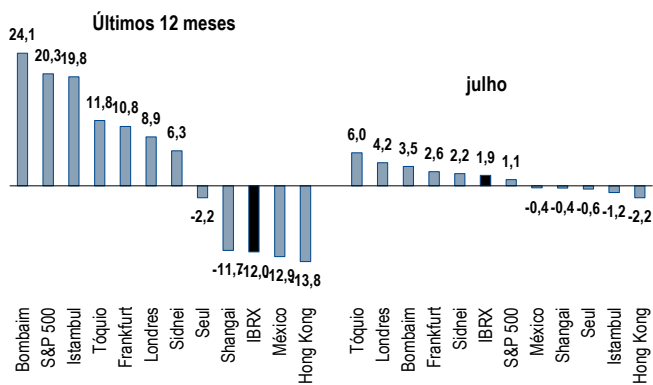
Em um mês de forte valorização do iene, as commodity currencies sofreram em função da desvalorização das commodities metálicas.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

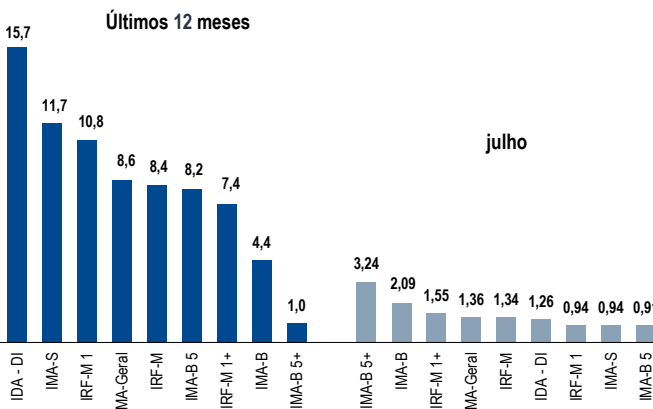
A bolsa brasileira beneficiou-se da desvalorização do real nos últimos meses, atraindo os investidores estrangeiros pelo seu preço mais depreciado em dólar.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

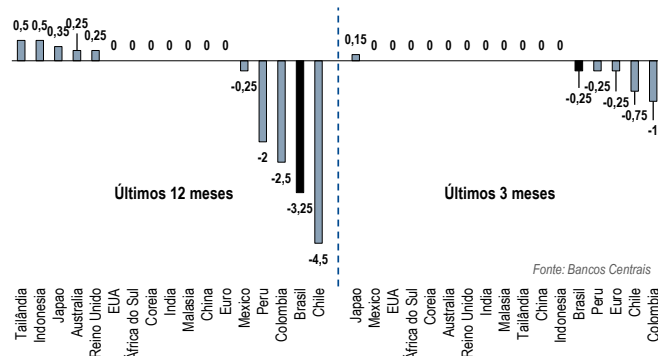
De maneira geral, as curvas de juros aqui acompanharam o movimento dos juros nos EUA e mercados desenvolvidos, recuando e proporcionando rentabilidade positiva para os IMAs mais longos. Mais uma vez, o IDA-DI apresentou rentabilidade acima do CDI, indicando o bom momento do crédito.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

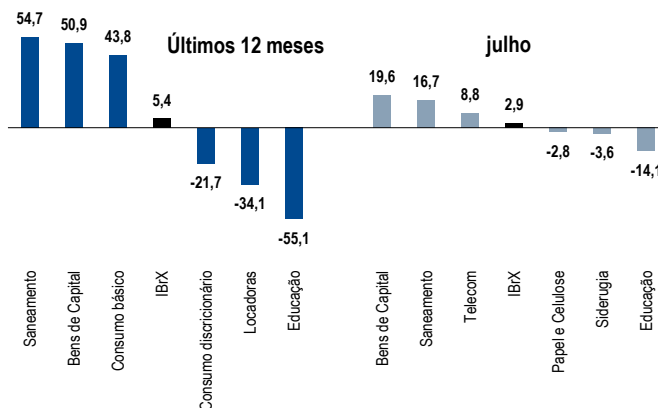
O BoJ, na contramão de outras economias, iniciou um ciclo de alta de juros. Enquanto isso, as economias latino-americanas vão encerrando os seus ciclos de corte.



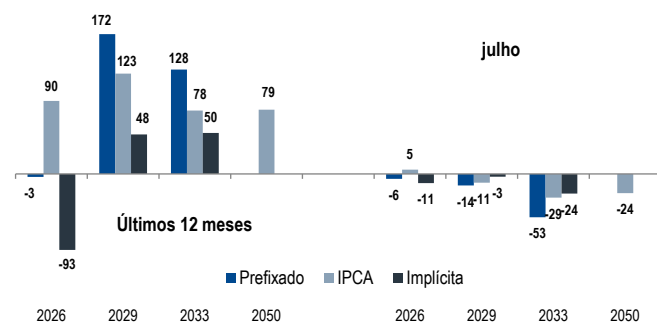
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

O setor de educação continua sendo o mais penalizado. Por outro lado, Weg (bons resultados) e Sabesp (privatização) puxaram os seus respectivos setores.



Fonte: Econômica
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.