



Sumário

- As taxas de juros globais voltaram a recuar em agosto, incorporando uma maior probabilidade do início do ciclo de afrouxamento monetário nos EUA já em setembro.
- Depois de passar o mês quase inteiro em queda, a curva de juros voltou a subir no final do mês com o anúncio do programa vale-gás, financiado de maneira heterodoxa, e um leilão malsucedido de dólar por parte do BC.
- O dólar se desvalorizou globalmente em função da proximidade do início do ciclo de cortes por parte do Fed. O real seguiu a tendência global, mas sua valorização foi limitada pela questão fiscal local.
- A bolsa apresentou forte alta no mês, em função da volta do investidor estrangeiro, atraído pelos preços convidativos após a forte desvalorização do real ao longo do ano.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Queda significativa do PMI nos EUA e número de novas vagas (payroll) bem abaixo das expectativas, indicando aumento da probabilidade de recessão.	↑	↓	↓
A ata do Copom veio mais dura do que o comunicado, colocando a possibilidade de alta da Selic na mesa.	↓	↑	—
O diretor Gabriel Galípolo foi bem vocal em afirmar que, se for necessário, o Copom elevará a Selic.	↓	↑	—
Jerome Powell sinalizou que o ciclo de corte de juros deve se iniciar em setembro.	↑	↑	↑
Um leilão malsucedido de câmbio fez a curva de juros subir no final do mês.	↓	—	—

Cenário Global

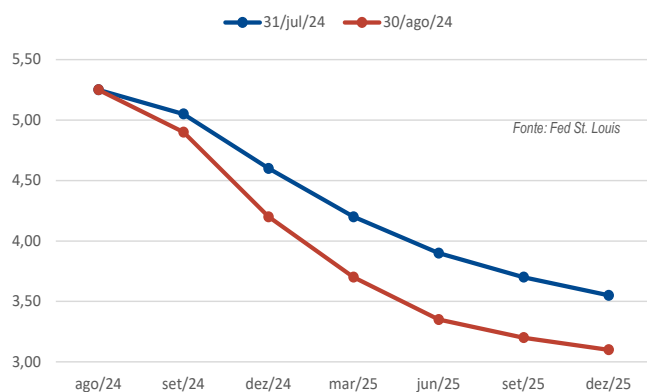
O mês de agosto teve início com um mini-pânico em relação à probabilidade de uma desaceleração mais forte da atividade econômica nos EUA. Dados do PMI (pesquisa de humor do empresário industrial) vieram bem abaixo das expectativas: 46,8 contra expectativa (já baixa) de 48,8. Lembrando que números abaixo de 50 indicam sentimento de desaceleração da atividade. Também o número de criação de novos empregos urbanos (nonfarm payroll) veio fraco, criação de 114 mil vagas, contra expectativa de criação de 176 mil vagas.

Esses dados foram suficientes para que os mercados realizassem de maneira forte. A bolsa de Tóquio recuou 12,5% em um único dia, enquanto a bolsa de Nova York chegou a acumular queda de 6% no início do mês. As treasuries, em um movimento de flight to quality, afundaram 25 pontos-base em um único dia. Mas este movimento foi passageiro. Ao longo do mês, os humores se normalizaram com a chegada de novos dados, indicando que a recessão não está na esquina.

De qualquer forma, este movimento aparentemente serviu como o empurrão final para a decisão do Fed de, finalmente, iniciar o ciclo de corte de juros em setembro. Jerome Powell, no evento que reúne os banqueiros centrais em Jackson Hole, afirmou textualmente: “Chegou a hora de ajustar a política monetária”. Esta frase se seguiu a avaliações sobre a inflação (“cresceu minha confiança de que a inflação está em um caminho sustentável em relação aos 2%”) e desemprego (“parece improvável que o mercado de trabalho será uma fonte de pressões inflacionárias em um futuro próximo”). Ou seja, parece que agora é para valer.

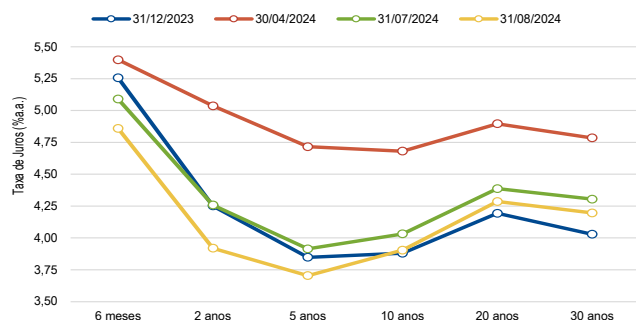
A resposta do mercado foi rápida. No Gráfico 1, temos os cortes de juros embutidos na curva de juros de curtíssimo prazo. No final de julho, tínhamos um total de aproximadamente 175 pontos-base de cortes até o final de 2025, enquanto agora temos 225 pontos-base, com os Fed Funds chegando a 3,00% no final de 2025.

Gráfico 1: Cortes de juros embutidos na yield curve



Já a curva de juros (Gráfico 2) mostra que as taxas dos vencimentos mais longos voltaram para o mesmo nível de dezembro do ano passado, o melhor momento recente para o mercado de juros, enquanto a parte mais curta está em níveis até mais baixos do que naquele momento. Isso significa que o mercado vê a manutenção dos juros mais baixos por um período maior, ao mesmo tempo em que ainda não consegue precificar uma taxa de longo prazo mais próxima de 3%, que é a taxa que os diretores do Fed vêm apontando como a de equilíbrio da economia americana.

Gráfico 2: Curva de juros EUA



Com essa sinalização por parte do presidente do Fed e o movimento da curva de Treasuries, o dólar enfraqueceu-se globalmente, com o DXY recuando 2,3% no mês. Exceção digna de nota foi o peso mexicano, que se desvalorizou 5,6% em relação ao dólar, em função da maior sensibilidade da economia mexicana em relação à americana, e por conta das mudanças constitucionais em curso no país.

Como dissemos acima, o S&P500 chegou a estar caindo mais de 6% no mês, mas fechou com alta de 2,3%, depois que os temores com uma recessão da economia americana diminuíram. Os papéis do setor de tecnologia, desta vez, tiveram pouca influência na performance. O destaque positivo ficou por conta do laboratório Eli Lilly, que subiu 19,3% no mês. Nvidia, que vem sendo a sensação da bolsa, subiu somente 1,2%, enquanto Amazon e Google recuaram 4,7%. Das chamadas 7 Magníficas, somente Apple, Facebook e Netflix apresentaram performance acima do S&P500, com valorização de 3,0%, 5,4% e 11,0%, respectivamente.

Cenário Local

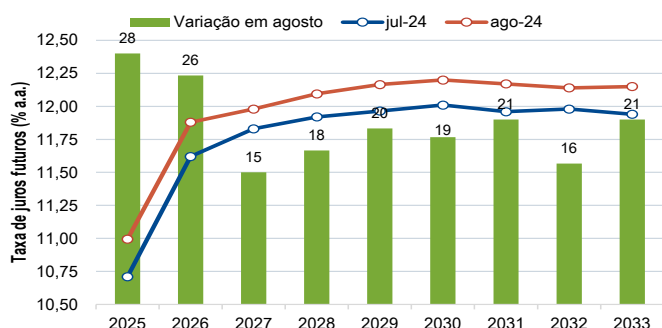
Renda Fixa

Na medida em que o mercado foi ganhando convicção de que o BC irá elevar a taxa Selic a partir da próxima reunião do Copom, a parte longa da curva de juros cedeu de maneira relevante durante o mês de agosto. O Jan31, por exemplo, trabalhou durante grande parte do mês em queda de cerca de 50 pontos-base, refletindo a postura mais hawkish dos diretores do BC, incluindo o seu futuro presidente, Gabriel Galípolo, agora indicado oficialmente pelo presidente Lula. Galípolo chegou a expressar desconforto com a desancoragem das expectativas, o que indicaria que o novo presidente está rezando pela mesma cartilha do atual. Assim, o BC parece estar caminhando na direção da curva de juros, que já vinha precificando elevação da taxa Selic desde junho.

No entanto, dois eventos fizeram com que a parte longa subisse de maneira relevante nos últimos dias de agosto, fechando com leve alta. O primeiro foi o anúncio de um novo programa de vale-gás, que seria financiado diretamente pelas petroleiras sem passar pelo orçamento, disfarçando, assim, esse gasto com uma renúncia de receita. A questão não foi o valor em si (gastos adicionais de cerca de R\$ 10 bilhões/ano), mas a forma de contabilização desse gasto, o que emitiu um sinal muito ruim para os mercados. O segundo evento ocorreu no final do mês, quando o BC anunciou e realizou um leilão de dólar à vista e, logo em seguida, sem aviso prévio, realizou um leilão de swap cambial para tentar conter a cotação da moeda, que disparou após o primeiro leilão. A leitura do mercado foi de que a diretoria do BC talvez não esteja tão convicta da necessidade de elevar a Selic na magnitude esperada pelo mercado. Declarações de Roberto Campos e Gabriel Galípolo no final do mês, aguçando seu discurso mais duro do início do mês, de certa forma reforçaram essa desconfiança.

Da mesma forma, a parte mais curta, que vinha trabalhando mais ou menos no zero-a-zero ao longo de agosto, subiu no final do mês, e passou a embutir alta de juros de 125 pontos-base até o final do ano e mais 50 pontos-base no primeiro trimestre do ano que vem, o que levaria a Selic a 12,25% no final do ciclo. Ou seja, terminamos o mês com o pior dos dois mundos: uma alta forte de juros no curto prazo e a parte longa da curva precificando uma alta insuficiente de juros.

Gráfico 3: Curva de juros Brasil



A grande discussão se dá em torno da atuação do BC sob nova direção e com um corpo diretivo substancialmente diferente daquele que tínhamos no início do governo Lula. Em agosto de 2023, o Copom reuniu-se e decidiu por iniciar o ciclo de queda de juros. Foi uma votação dividida, uma das duas sob a presidência de Roberto Campos. Cinco diretores votaram por um corte de 50 pontos-base e quatro votaram por uma redução de apenas 25 pontos-base. Os diretores mais hawkish, que se viram derrotados nessa votação, foram Diogo Guillen, Fernanda Guardado, Maurício Moura e Renato Gomes. Desses, Fernanda Guardado e Maurício Costa já foram substituídos, ao passo que os outros dois têm mandato até o final de 2025, e serão os únicos remanescentes indicados pelo governo anterior. Teremos, portanto, a partir de 2025, 7 diretores indicados pelo governo Lula, incluindo o presidente, Gabriel Galípolo. Como será esse novo Copom?

Galípolo tem sido bastante consciencioso em suas declarações, procurando não balançar o barco, principalmente depois da votação dividida de maio deste ano, em que o Copom decidiu interromper o ciclo de cortes, e em que votaram contra justamente os diretores apontados pelo atual governo. Mas uma coisa é a transição, outra diferente é ter o comando do leme, com grande parte da tripulação escolhida de acordo com determinado perfil.

Um possível curso de ação pode ser aumentar a Selic este ano, como Roberto Campos e o próprio Galípolo já telegrafaram, de modo a ganhar credibilidade e gordura para, no ano que vem, recomençar o ciclo de afrouxamento monetário. Em favor desta hipótese temos dois fatores: 1) o início do ciclo de cortes de juros nos EUA e 2) a própria ação da política monetária, que estará em nível bastante contracionista. Contra, temos a questão fiscal, que continua sendo o calcanhar de Aquiles da política econômica deste governo, e que pode aumentar a aversão a risco, por

um lado e, por outro, continuar a impulsionar a atividade econômica, dificultando a convergência da inflação para a meta. Será interessante observar como Galípolo e os novos diretores reagirão se não houver espaço técnico para reduzir a Selic no ano que vem.

De qualquer modo, uma queda de juros no ano que vem não está implícita na curva de juros, que precifica elevação da Selic até 12,25% e manutenção neste patamar até onde a vista alcança. Talvez esta seja uma oportunidade na ponta curta da curva de juros para quem acredita que o BC terá espaço para reduzir os juros no ano que vem.

Por fim, o crédito continuou agregando valor acima do CDI, com o IDA-DI rendendo 1,13% contra 0,87% do CDI no mês.

Câmbio

Em um mês de desvalorização do dólar, em meio às apostas cada vez mais fortes do início do ciclo de cortes dos juros americanos já em setembro, o real seguiu a maior parte das moedas e valorizou-se 0,8% em agosto. Mas esse retrato poderia ter sido melhor, não fosse o anúncio do novo programa vale-gás, cuja dinâmica de financiamento passa por fora do orçamento da União, o que levantou dúvidas no mercado sobre os próximos passos da política fiscal do governo. Assim, o real, que chegou a valorizar-se 4,4% no melhor momento do mês, fechou com valorização de apenas 0,8%.

Assim, vai ficando cada vez mais claro que este novo patamar do câmbio é 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, com exceção do peso do México, país que também vem enfrentando ceticismo por parte dos mercados.

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 agosto, a bolsa brasileira, medida pelo IBrX, subiu de maneira vigorosa, 6,6%, completando 3 meses de altas consecutivas e uma performance acumulada de 11,3% nesse período. Além disso, o ano virou para o campo positivo, com alta de 1,8%. Essa performance veio na esteira da volta do investidor estrangeiro à bolsa, em função dos preços cada vez mais depreciados quando medidos em dólar.

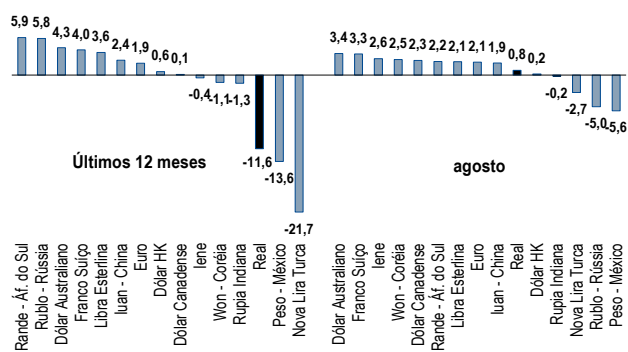
Os destaques positivos foram novamente Weg (+18,5%), que também havia sido destaque no mês passado, e Marcopolo (+20,4%), ambos no setor de bens de capital, Bradesco (+26,3%), e os frigoríficos, Minerva (+18,7%) e Marfrig (+26,3%), além da empresa de alimentos Brasil Foods (+23,0%), todos em função dos 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 8,5x ao final deste período (no final de agosto, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,4x). 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 8,5x daqui a um ano (em ago/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até ago/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 18% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em ago/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)

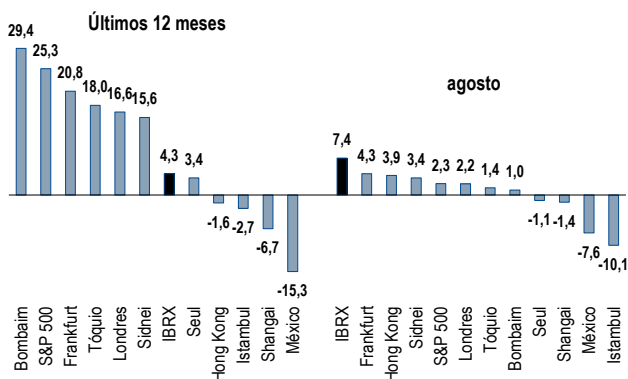
Em um mês de desvalorização do dólar, o Real seguiu a valorização de grande parte das moedas, mas acabou sofrendo no final do mês com o leilão de dólar do BC.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

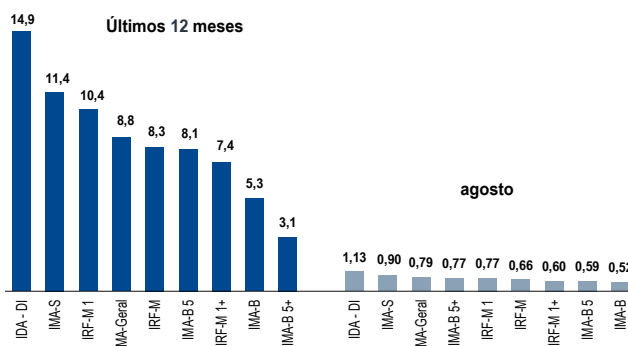
A bolsa brasileira beneficiou-se do fluxo de estrangeiros, atraídos pela desvalorização do real nos últimos meses.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

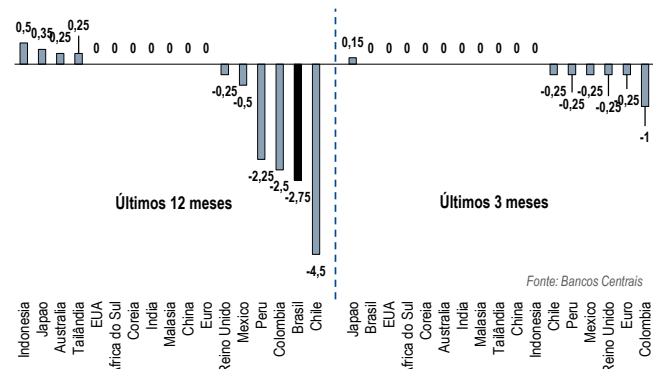
Durante grande parte do mês, a parte longa da curva de juros trabalhou para baixo, em função da perspectiva de elevação da Selic. No final do mês, no entanto, preocupações no campo fiscal e um leilão malsucedido de câmbio fizeram a curva de juros subir. Por outro lado, mais uma vez, o IDA-DI apresentou rentabilidade acima do CDI, confirmando o bom momento do crédito.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

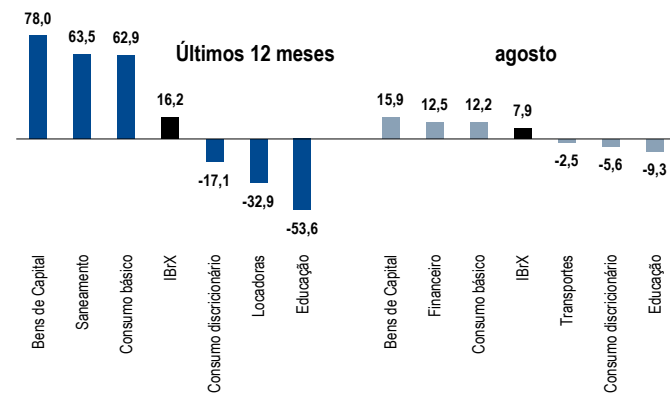
O BoJ, na contramão de outras economias, iniciou um ciclo de alta de juros. Enquanto isso, as economias latino-americanas vão encerrando os seus ciclos de corte.



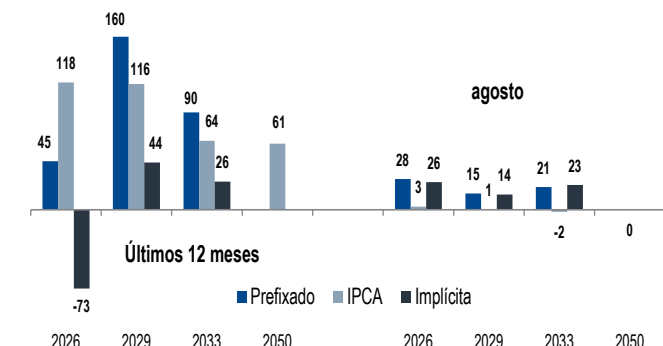
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

A bolsa foi puxada por empresas de bens de capital (Weg e Marcopolo), bancos (Bradesco) e consumo básico (BRF, Minerva e Marfrig).



Fonte: Economática
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.