



Sumário

- A curva de treasuries continuou a subir de maneira relevante no mês. O início das hostilidades no Oriente Médio não mudou essa tendência.
- A curva de juros local seguiu o comportamento das taxas de juros globais pelo terceiro mês consecutivo, subindo de maneira relevante. A declaração do presidente em relação ao não cumprimento da meta fiscal em 2024 agravou a situação.
- Apesar do movimento das treasuries, o mercado global de câmbio permaneceu relativamente estável.
- A bolsa passou grande parte do mês no campo negativo, e fechou nas mínimas do mês, em função da falta de compromisso do governo com a meta fiscal em 2024.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

Renda Fixa Câmbio Bolsa

O início das hostilidades no Oriente Médio trouxe incertezas para os mercados.



O índice de inflação ao consumidor nos EUA (CPI) de setembro veio acima das expectativas.



O presidente Lula afirmou que o governo não precisa ter compromisso com uma meta de déficit zero para o ano de 2024.



Cenário Global

No dia 7 de outubro, o Hamas invadiu Israel e assassinou cerca de 1.400 pessoas, fazendo cerca de 200 pessoas como reféns. Com isso, deu início a mais uma guerra na Faixa de Gaza, com potencial de envolvimento de outros atores no Oriente Médio. Os EUA deslocaram preventivamente dois porta-aviões para a região do conflito, e o Irã vem aumentando o tom de suas declarações. No entanto, como podemos observar no gráfico 1, os preços do petróleo, supostamente a commodity que mais deveria responder a esse evento, pouco se mexeu, saindo de cerca de US\$ 82/barril no início do mês para algo como US\$ 90/barril, e fechando outubro praticamente no mesmo nível do final de setembro. Como comparação, a Guerra da Ucrânia fez os preços do petróleo saírem de pouco mais de US\$ 90/barril para acima de US\$ 120/barril, permanecendo acima de US\$ 100/barril até o fim do primeiro semestre de 2022. Neste ano, o preço do petróleo apresentou um forte rally no 3º trimestre, quando saiu de US\$ 70/barril para acima de US\$ 90/barril no final de setembro, em função de uma oferta mais apertada. Os eventos em Israel não causaram, pelo menos por enquanto, um movimento adicional nos preços da commodity.

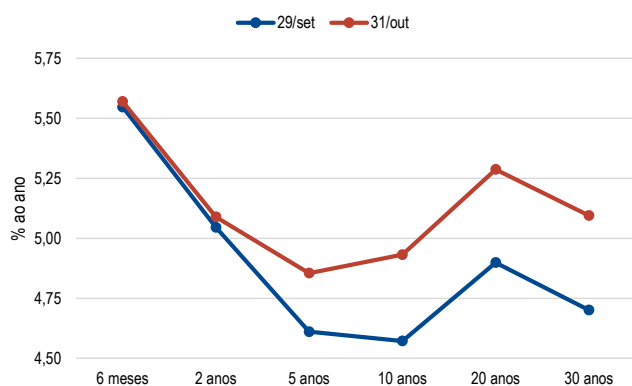
O que, sim, continua movendo as placas tectônicas do mercado, é o sell off das treasuries, em um movimento que se iniciou em agosto e continuou em outubro. Mesmo o início das hostilidades no Oriente Médio não foi capaz de deter a tendência, ainda que, em um primeiro momento, um movimento de flight to quality tenha causado o recuo dos yields nos primeiros dois dias do conflito. Esta trégua, no entanto, teve vida curta, e as treasuries de 10 e 30 anos tiveram alta de 36 e 39 pontos-base, respectivamente. Além disso, houve claramente um movimento de inclinação da curva de juros, conforme podemos observar no gráfico 2.

Gráfico 1: Petróleo WTI



Fonte: Bloomberg (1º futuro genérico)

Gráfico 2: Treasuries Yield Curve



Fonte: Bloomberg (1º futuro genérico)

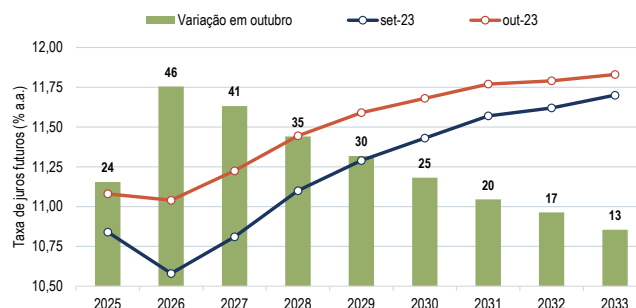
Os motivos desse movimento continuam sendo objeto de discussão no mercado. Temos duas explicações: a “tese estrutural”, que envolve incertezas sobre a trajetória futura da inflação e o nível da taxa de juros real de equilíbrio da economia americana no pós-pandemia, e a “tese técnica”, que atribui o atual nível das taxas de juros a um desequilíbrio pontual entre oferta e demanda de títulos da dívida americana, causado pela necessidade de rolagem de uma dívida crescente por parte do governo americano e o apetite menor pelas treasuries por parte de seus maiores compradores, especialmente a China. Estamos mais inclinados a comprar a segunda tese, pois a primeira implicaria em uma mudança estrutural que não nos parece justificada pelos fundamentos das economias americana e global. Se isso estiver correto, seria apenas uma questão de tempo para que as taxas longas se acomodassem em um novo patamar, mais baixo, pois acreditamos que os fatores estruturais são mais importantes do que os fatores técnicos para a definição das taxas de juros no longo prazo.

O diagnóstico correto desse movimento será importante quando discutirmos o nível das taxas de juros no Brasil, o que faremos a seguir.

Cenário Local

O mercado de juros no Brasil continuou atrelado à reprecificação das treasuries. Podemos observar, no Gráfico 3, que toda a curva de juros prefixados voltou a se elevar. Mas o movimento não foi totalmente paralelo. Tivemos uma desinclinação da curva, com os juros mais curtos subindo mais do que os mais longos.

Gráfico 3: Curva de juros



Fonte: BDS

Esse movimento indica o ceticismo do mercado com relação ao espaço que o BC terá para fazer uma política monetária mais frouxa. Com a curva de juros nos EUA por volta de 5% e uma perspectiva de manutenção da taxa básica de juros por parte do Fed nesse patamar por um período mais estendido, torna-se difícil imaginar que o BC tenha espaço para reduzir a Selic para um nível inferior a 10%. A conta é relativamente simples: com uma inflação esperada 1,5 ponto percentual acima da americana (3,5% contra 2,0%) e uma taxa de juros real de equilíbrio cerca de 3 pontos percentuais acima da americana (4% contra 1%), deveríamos ter uma taxa básica, no mínimo, de cerca de 4,5 pontos percentuais acima da taxa básica americana. Portanto, para Fed Funds no patamar de 5,5%, deveríamos ter uma Selic de 10%. No gráfico 4, podemos observar a diferença entre essas duas taxas nos últimos 23 anos.

Gráfico 4: Diferencial Selic x Fed Funds

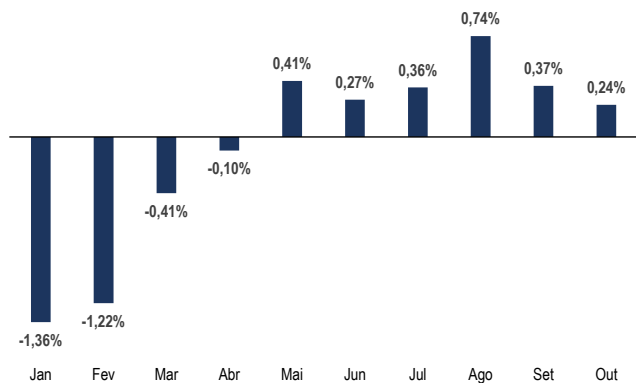


Fonte: BC / Fed St. Louis

Note como, em grande parte do tempo, esse diferencial se manteve entre 7,5 e 12,5 pontos percentuais. Essa barreira só foi rompida a partir de 2017, quando o governo Temer aprovou o teto de gastos, o que deu uma perspectiva de controle das contas públicas que havia sido perdida nos anos anteriores. Em tempos normais (ex-pandemia), esse diferencial chegou a cerca de 3 pp, mas este foi um patamar que não chegou a passar pelo teste do tempo, pois foi logo atropelado pela pandemia, o que afetou as políticas monetárias no mundo inteiro. Hoje, este diferencial, que chegou a bater 12,5 pp novamente, agora está em cerca de 7,5 pp, o ponto mínimo de outros tempos. A questão é: com o atual risco fiscal crescente, qual seria este limite inferior de modo a não disparar mecanismos de arbitragem de taxas de juros, o que poderia causar a depreciação do real com efeitos negativos sobre a inflação? Difícil dizer. Mas, certamente, o espaço para redução da Selic depende de as taxas de juros nos EUA cederem.

Por fim, o crédito apresentou mais um mês de performance positiva, completando seis meses de recuperação após o impacto de Americas 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.

Gráfico 5: Retornos mensais do IDA-DI em relação ao CDI em 2023



Fonte: BDS

Câmbio

Mesmo com a continuidade do movimento de elevação das treasuries, outubro foi mais um mês relativamente tranquilo para o mercado cambial global. O real seguiu essa tendência, desvalorizando-se apenas 0,1% no mês. De modo geral, a volatilidade do câmbio tem permanecido em patamar baixo e relativamente estável nos últimos 5 meses. Conforme podemos observar no Gráfico 6, trata-se de um comportamento pouco típico. Esta relativa estabilidade do real é tanto mais notável quando consideramos que os últimos três meses foram marcados por uma elevação significativa das taxas de juros globais, o que, em tese, poderia aumentar a volatilidade do mercado cambial.

Gráfico 6: Volatilidade do câmbio R\$/US\$ (janela de 3 meses)



Fonte: Elaboração Western Asset com dados do 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

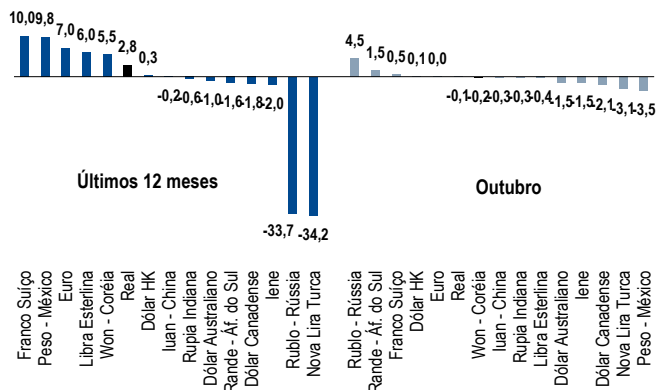
A bolsa brasileira, medida pelo IBrX, recuou 3,0% em outubro. De maneira geral, a bolsa trabalhou no campo negativo ao longo do mês, e fechou no seu ponto mínimo, influenciada pela declaração do presidente de pouco apreço pela meta fiscal. Os destaques negativos ficaram com os setores mais ligados ao ciclo econômico, como incorporadoras, além do setor de saúde. Por outro lado, tivemos poucos setores com performance positiva, destacando-se os setores químico, de telecomunicações e de mineração.

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 outubro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,9x). 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 8,5x daqui a um ano (em out/24), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até out/25) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 25% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em out/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)

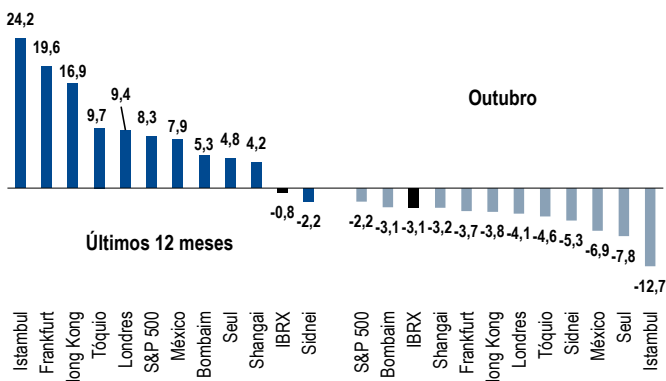
Em um mês relativamente tranquilo para o mercado cambial global, o real ficou praticamente estável.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

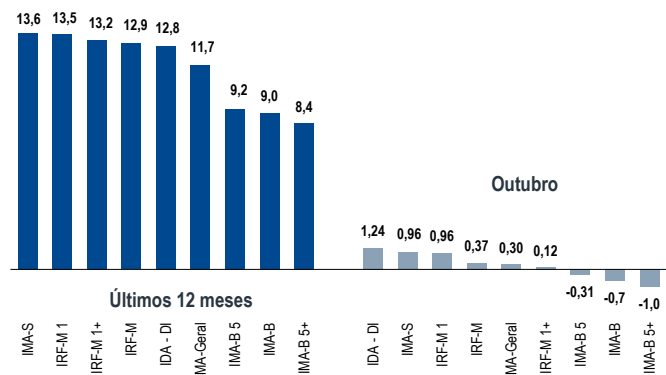
A bolsa brasileira seguiu a tendência global de desvalorização, mas apresentou performance acima da média.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

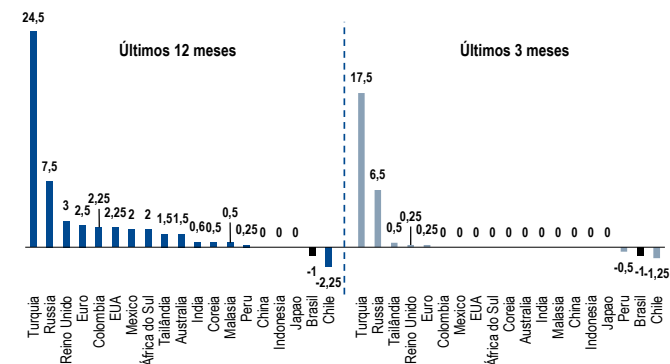
Outubro foi mais um mês de elevação da curva de juros, seguindo o movimento das taxas de juros globais. Consequentemente, foi um mês negativo para os IMAs, principalmente os IMAs-B, em função das surpresas positivas na inflação. Destaque positivo novamente para o IDA-DI, que reflete a recuperação do mercado de crédito.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

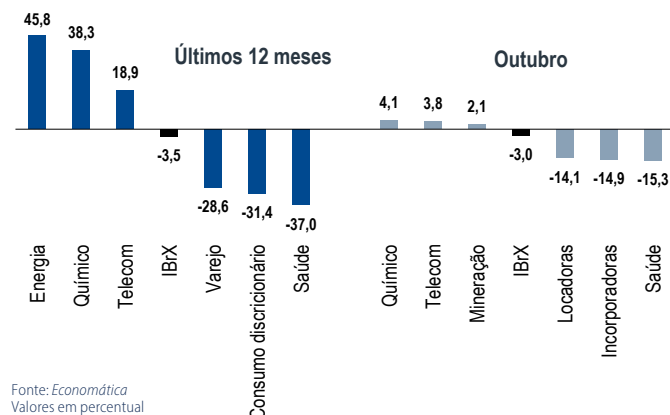
O Peru se juntou ao time dos países que estão cortando as taxas de juros, juntando-se ao Brasil e ao Chile, em um clube que deve agregar novos membros nos próximos meses.



Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

O setor de saúde continua sendo penalizado na bolsa, face à sua baixa rentabilidade. Além disso, as incorporadoras continuam sentindo o aumento das taxas de juros.



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.