



Sumário

- O Fed finalmente iniciou o ciclo de queda de juros nos EUA, mas com um discurso hawkish, o que indica parcimônia nos próximos movimentos.
- A curva local de juros voltou a subir, principalmente após o governo anunciar descontingenciamento de gastos, o que acendeu o alerta a respeito do cumprimento da meta fiscal neste ano.
- O real, ao lado de outras commodity currencies, beneficiou-se do massivo pacote de estímulos monetários anunciado pela China. Além disso, o aumento do diferencial de juros Brasil-EUA também atuou na valorização do real.
- A bolsa recuou no mês, após 3 meses seguidos de alta, em função das incertezas no front fiscal e no da política monetária.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

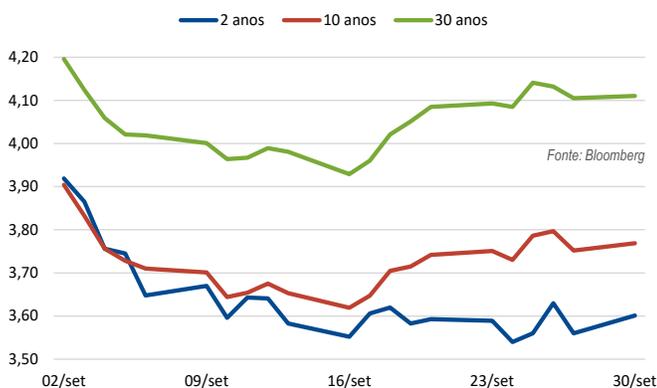
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
04/09: números fracos de emprego nos EUA fizeram aumentar as apostas no início do ciclo de corte de juros por parte do Fed.	↑	—	↑
12/09: aprovado projeto que permite ao governo apropriar-se de recursos esquecidos em contas bancárias e contabilizá-los na meta do arcabouço fiscal.	↓	—	—
18/09: conforme consenso, o FED iniciou o ciclo de cortes de juros com redução de 50 pontos-base.	—	↑	—
18/09: conforme consenso, o BC iniciou o ciclo de alta dos juros, com elevação de 25 pontos-base, acompanhado por um comunicado bastante hawkish.	↓	↑	—
20/09: ao contrário do esperado, o governo anunciou descontingenciamento de gastos.	↓	↓	↓
24/09: o governo chinês anunciou um amplo pacote de estímulos monetários.	↑	↑	↑
25/09: o IPCA-15 veio bem abaixo das expectativas.	↑	—	—
30/09: Jerome Powell afirmou que o mais provável é diminuir o ritmo dos cortes de juros nas próximas reuniões.	↓	↓	↓

Cenário Global

Começou! Finalmente, depois de muitas idas e vindas, o Fed deu início ao processo de redução da taxa básica de juros. E começou com um movimento forte, de 50 pontos-base, levando os Fed Funds para o intervalo de 4,75%-5,00%. Um corte dessa magnitude poderia passar a mensagem de que os diretores do Fed estariam muito preocupados com o ritmo de atividade econômica, o que poderia ser o prenúncio de um ciclo mais rápido de distencionamento monetário. Para evitar esse tipo de interpretação, o comunicado deixou claro que movimentos adicionais dependeriam dos dados de atividade e inflação, não se comprometendo com qualquer trajetória futura da taxa de juros. No último dia do mês, Jerome Powell afirmou que dificilmente haveria mais um corte de 50 pontos-base.

A decisão, da forma como foi comunicada, teve um efeito curioso sobre o mercado. A parte mais longa da curva de juros, que vinha recuando até o dia da reunião do Comitê, começou a subir a partir da decisão, recolhendo um pouco dos ganhos do mês, conforme podemos observar no Gráfico 1.

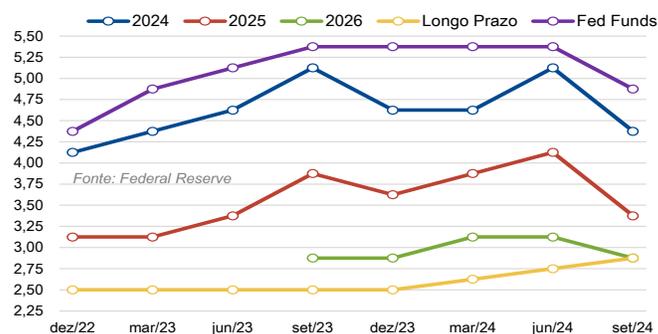
Gráfico 1: Taxas de juros nos EUA



Os vencimentos mais curtos, por outro lado, mantiveram os ganhos pré-Comitê, indicando a perspectiva da continuidade do movimento. No início do mês, a parte curtíssima da curva embutia mais um corte de 50 pontos-base até o final do ano; agora, há mais 75 pontos-base de corte previsto. No entanto, este movimento seria apenas uma antecipação do ciclo total, com a taxa terminal permanecendo em 3%.

Já na visão dos diretores do Fed, teremos mais 50 pontos-base de cortes neste ano (visão confirmada por Powell no final do mês), com os Fed Funds chegando à taxa de equilíbrio de longo prazo em 2026. Merece destaque a redução significativa dos prognósticos para as taxas de juros nesta última reunião em relação à reunião de junho (Gráfico 2), demonstrando a piora das expectativas dos diretores do Fed em relação à atividade econômica e o conforto em relação à trajetória da inflação.

Gráfico 2: Previsões do Fed para a taxa básica de juros



Na China, o destaque ficou por conta do megapacote monetário anunciado pelo governo, em mais uma tentativa de impulsionar o crescimento econômico. O pacote incluiu um corte de 50 pontos-base na alíquota dos depósitos compulsórios dos bancos (para 9,50%), um corte de 20 pontos-base na taxa de juros de 7 dias (a principal taxa da política monetária chinesa) para 1,50%, um corte de 50 pontos-base nas taxas das hipotecas existentes e cerca de US\$ 70 bilhões em linhas de financiamento para a compra de ações. Com isso, as commodities metálicas (medidas pelo CRB-Metals) se recuperaram no final do mês e fecharam com alta de 3,6%.

De maneira geral, foi um mês negativo para o dólar, que respondeu a um corte maior que o esperado nas taxas de juros por parte do Fed. O iene japonês, por sua vez, continuou se recuperando, ainda na esteira da perspectiva de mais aperto monetário por parte do BoJ, voltando ao nível de 140 ienes/dólar pela primeira vez desde julho/23, e cerca de 13% acima do pior momento da moeda. As chamadas "commodity currencies", como o Real e o Dólar Australiano, se beneficiaram dos estímulos na China.

O S&P500 chegou a estar caindo mais de 4% logo no início do mês, em função de números mais fracos de emprego, mas fechou com alta de 2,0%, na medida em que foi aumentando a convicção de que o Fed iria iniciar o ciclo de redução de juros com um corte de 50 pontos-base, o que acabou ocorrendo. Destaque positivo para Tesla, que subiu 22%, recuperando-se de vários meses com performance fraca. Do outro lado, tivemos o laboratório Eli Lilly, que vinha sendo o destaque nos últimos meses, e que devolveu um pouco dos ganhos em setembro, recuando 7%. De maneira geral, as empresas de tecnologia apresentaram performances positivas.

Cenário Local

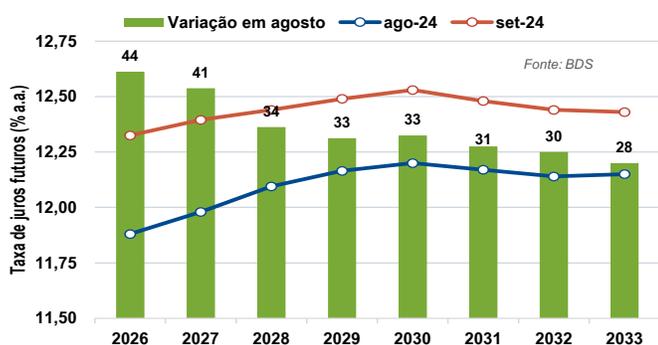
Renda Fixa

O mercado de juros começou o mês de setembro recuando entre 20 e 40 pontos-base, em função de dados mais fracos de atividade nos EUA, o que elevou as expectativas de um corte maior de juros por parte do Fed e, supostamente, menor pressão sobre a política monetária local. No entanto, o caldo começou a entornar no dia seguinte à decisão

do Copom, que, conforme as expectativas, elevou a Selic em 25 pontos-base, para 10,75%, com um comunicado bastante hawkish. Não ficou claro porque o mercado reagiu mal a uma decisão amplamente esperada, mas o contraste entre o movimento tímido do BC e o seu discurso não passou despercebido pelos players.

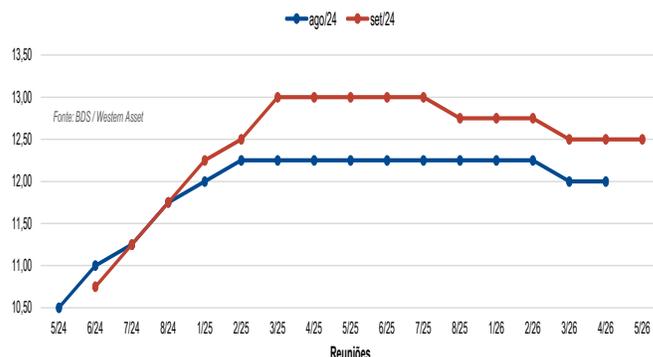
Dois dias depois do Copom, veio o evento que marcou o mês: o relatório bimestral de despesas, surpreendentemente, descontingenciou despesas, mesmo com a previsão de um déficit de 0,25%, na banda inferior da meta do arcabouço fiscal para este ano. Ficou claro que o governo fará apenas o mínimo necessário para cumprir tabela, não somente este ano, mas também no ano que vem, em que a meta também é zero. Considerando que, para estabilizar a dívida pública com os atuais níveis de crescimento do PIB e taxa de juros, seria preciso um superávit primário de aproximadamente 2% do PIB, podemos perceber o quão distante estamos desse objetivo. Vai caindo a ficha do mercado sobre os desafios enfrentados pela política monetária, o que deixa incerto o tamanho deste ciclo de alta dos juros. Com isso, a curva de juros apresentou mais um ajuste para cima, conforme podemos observar no Gráfico 3.

Gráfico 3: Curva de juros Brasil



Por outro lado, é preciso considerar que o BC já parte de um patamar bastante restritivo, o que, por si só, diminui a probabilidade de um ciclo muito longo. Nosso cenário-base é de um aumento de 150 pontos-base, levando a Selic até 12,00%. Mas, o mais importante, é o eventual espaço que o BC terá para começar um ciclo de afrouxamento monetário em algum momento do ano que vem. A curva de juros não prevê este ciclo, embutindo uma Selic de 12,50% até onde a vista alcança (vide Gráfico 4). Esta parece ser, em nossa opinião, uma oportunidade para algum ganho em posicionamento na curva de juros prefixada.

Gráfico 4: Selic implícita na curva de juros



A curva de juros reais também subiu no mês, entre 15 e 20 pontos-base, o que significa que a inflação implícita subiu pouco neste mês. Um sinal de que o mercado está apostando em uma política monetária forte o suficiente para trazer a inflação para a meta.

Câmbio

Os estímulos patrocinados pelo governo chinês beneficiaram o real, que fechou o mês de setembro com valorização de 2,9%, sendo a moeda com a segunda melhor performance no mês, perdendo apenas para o rande sul-africano. Também ajudou o fato de o diferencial de juros entre Brasil e EUA ter aumentado em 75 pontos-base, com o Fed derrubando a taxa básica em 50 pontos-base e o BC brasileiro iniciando um ciclo de alta de juros com uma elevação da Selic de 25 pontos-base. Mesmo as desconfiças no front fiscal não foram suficientes para se contrapor a essas duas forças.

De qualquer forma, a questão fiscal ainda deve permanecer como um fator de pressão no prêmio de risco da moeda, o que impede uma valorização mais acentuada do real. Continuamos sendo da opinião de que uma valorização mais consistente do câmbio deveria ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais definitivo da questão fiscal.

Bolsa

Juros para cima e a questão fiscal mal resolvida são uma combinação indigesta para a bolsa. Assim, a bolsa brasileira, medida pelo IBrX, recuou 3,0% em setembro, interrompendo 3 meses de altas consecutivas. A performance acumulada no ano virou novamente para o campo negativo, com desvalorização de 1,2%.

Os destaques negativos do mês estão no setor de Concessões – Ecorodovias (-11,6%) e CCR (-8,7%), em função da perspectiva de mais aperto monetário. Também o setor de Energia foi afetado negativamente pela queda dos preços do petróleo no mês (-7,8%), com destaque para Petrobras (-8,5%) e Brava (-33,1%). Do lado positivo tivemos os setores de Mineração e Siderurgia, que foram beneficiados pelos massivos estímulos monetários anunciados pela China. Vale (+6,6%) e CSN (+8,7%) foram os destaques positivos desses setores.

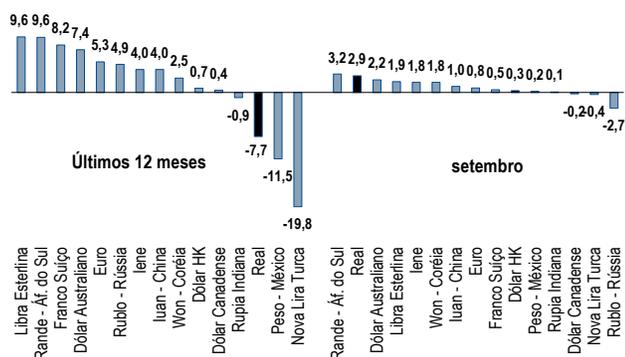
Para avaliar o potencial de alta da bolsa neste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,0x ao final deste período (no final de setembro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,2x).

Estimamos crescimento de lucros de 7% em 2024, 18% em 2025 e 8% em 2026. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,0x daqui a um ano (em set/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até set/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 16% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em set/24.

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

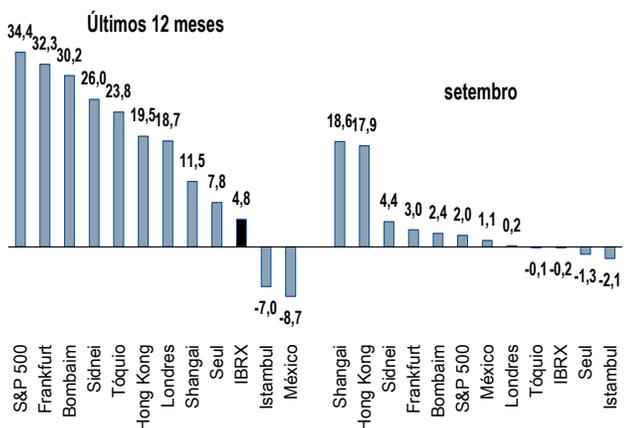
Os fortes estímulos monetários do governo chinês beneficiaram as chamadas “commodity currencies”, entre as quais o real.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

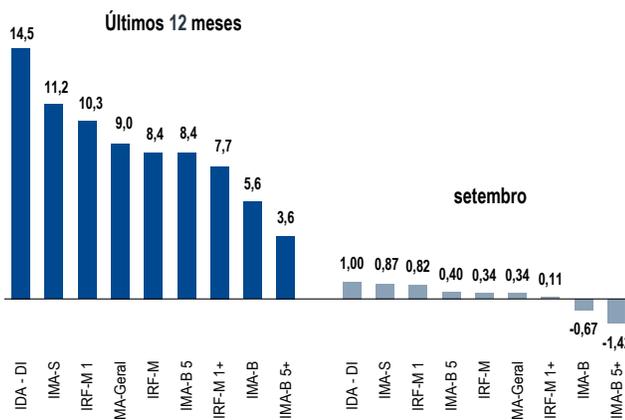
Destaque do mês foram as bolsas chinesas, beneficiadas pelos amplos estímulos anunciados pelo governo, o que inclui linhas de financiamento para a compra de ações.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

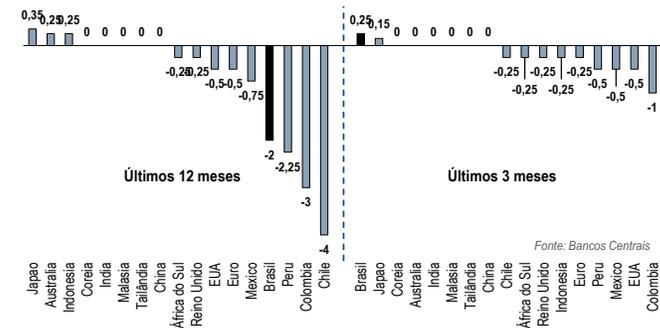
A curva de juros voltou a subir em setembro, puxada pelas preocupações no front fiscal, em função do descontingenciamento de despesas por parte do governo. As taxas reais subiram quase tanto quanto as nominais, indicando expectativa de uma política monetária mais austera por parte do BC.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

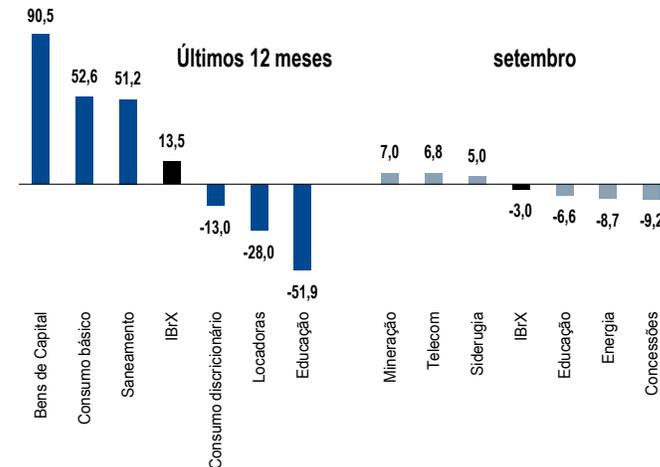
O BC brasileiro juntou-se ao BoJ, sendo os dois únicos bancos centrais que estão em um ciclo de elevação de juros.



Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

Mineração e Siderurgia foram os destaques com os estímulos na China. Por outro lado, Concessões sofreu com o aumento dos juros, e a queda do petróleo derrubou as ações de Energia.



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.

O Índice S&P 500®, mencionado acima, é uma mera referência econômica, não se tratando de uma meta ou parâmetro a ser seguido. O índice é um produto da S&P Dow Jones Índices LLC ("SPDJL") 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.