



Sumário

- Dados mostrando atividade aquecida levaram o mercado a reprecificar o número e a velocidade dos cortes de juros por parte do Fed.
- A curva local de juros voltou a subir, principalmente após o governo anunciar a intenção de isentar o IR para rendas abaixo de R\$ 5 mil, o que foi considerado mais uma sinalização no sentido de falta de disciplina fiscal.
- O dólar se fortaleceu no mês em função da perspectiva de juros mais altos por mais tempo nos EUA. O real liderou a desvalorização em função do aumento do risco fiscal.
- A bolsa recuou novamente em outubro em função das incertezas no front fiscal e pela expectativa de juros reais mais altos.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
04/10: <i>payroll</i> bem acima das expectativas fez com que os mercados reduzissem a probabilidade de um corte de 50 pontos-base na próxima reunião.	↓	→	→
09/10: anúncio de estudos para isentar o IR sobre rendas até R\$ 5 mil.	↓	↓	→
14/10: o ministro da Fazenda afirmou que qualquer mudança no IR ocorreria somente em 2025.	↑	→	→

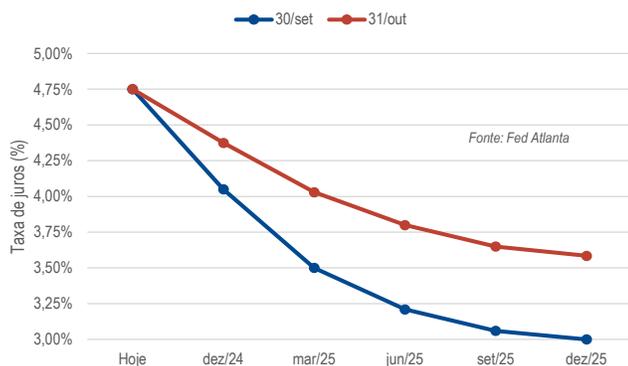
Cenário Global

Vários dados econômicos ao longo de outubro, além de declarações de diretores do Fed, levaram o mercado a recalculer a rota do ciclo de queda de juros. A lista é longa:

- ISM Serviços (pesquisa de humor dos empresários): 54,9 vs. expectativa de 51,7
- *Nonfarm payroll* (criação de empregos urbanos): 254 mil vs. expectativa de 147 mil
- Core CPI (núcleo da inflação ao consumidor): 0,3% vs. expectativa de 0,2%
- Core Retail Sales (núcleo das vendas no varejo): 0,5% vs. expectativa de 0,1%
- Confiança do consumidor: 108,7 vs. expectativa de 99,5
- ADP nonfarm employment (equivalente ao nonfarm payroll): 233 mil vs. expectativa de 110 mil.

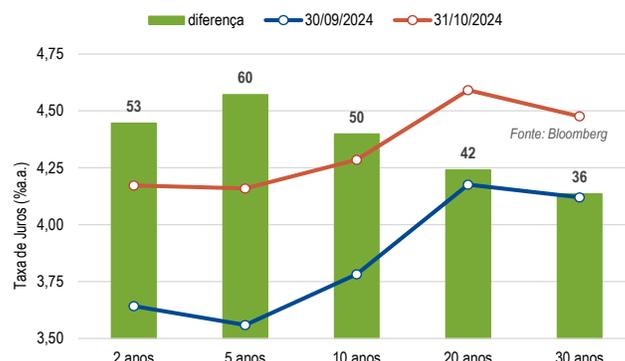
Portanto, de maneira geral, tivemos uma série de dados mostrando uma economia mais robusta do que o esperado, o que, para um FOMC que já deixou claro que observará os dados para decidir os próximos passos da política monetária, foi o sinal para uma reprecificação da curva de juros. No gráfico 1, podemos observar que o mercado passou a considerar cortes bem menos agressivos da taxa dos Fed Funds. No final de setembro, a curva precificava a taxa básica de juros em 4,00% no final deste ano e 3,00% no final de 2025. Agora no final de outubro, estes números estão entre 4,25% e 4,50% e entre 3,50% e 3,75% para o final de 2025. Isso significa entre um ou dois cortes de 0,25% neste ano e mais 3 cortes de 0,25% no ano que vem, em comparação com cortes de 0,50% e 0,25% ainda em 2024 e mais 4 cortes de 0,25% em 2025 que estavam precificados em setembro.

Gráfico 1: Taxa dos Fed Funds implícita na curva de juros



O restante da curva de juros também se ajustou, como podemos observar no gráfico 2. Toda a curva subiu, com o movimento mais acentuado na parte curta/intermediária.

Gráfico 2: Curva de juros EUA



Não sabemos até que ponto as perspectivas para a eleição americana contribuíram com esse movimento. O aumento da probabilidade de um *“red sweep”* (vitória republicana para o Executivo e para o Legislativo) pode ter também pressionado a curva de juros, na medida em que algumas políticas preconizadas por Donald Trump, como tarifas protecionistas, podem ser inflacionárias.

A China continua devendo um pacote de incentivos fiscais que complementem o pacote monetário anunciado em setembro. O efeito foi a desvalorização das commodities de maneira geral. O CRB metais, por exemplo, recuou cerca de 2%, levando consigo as *commodities currencies*, como o Dólar Australiano (-4,8%), o Peso Chileno (-6,9%) e o próprio Real (-5,8%). De maneira geral, foi um mês de valorização do Dólar, com o DXY subindo 3,2%, refletindo a perspectiva de taxas de juros mais altas nos EUA.

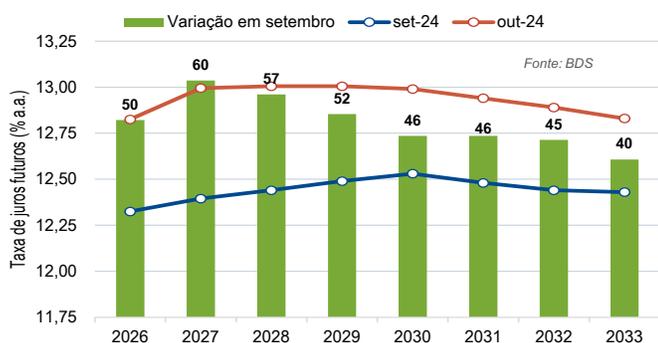
Por fim, o S&P500 vinha subindo até o último dia, quando caiu quase 2% e fechou o mês em queda de 1,0%, em função do *guidance* das companhias que já anunciaram resultados, apesar de que os resultados em si estarem vindo acima das expectativas de maneira geral. Apesar da boa performance de estrelas como Nvidia (+10,2%), Netflix (+7,7%) e Amazon (+5,2%), de maneira geral a performance da maior parte das ações que compõem o S&P500 foi negativa, com destaque para ASML (-19,6%), Thermo Fisher (-11,1%) e Intuit (-7,1%).

Cenário Local

Renda Fixa

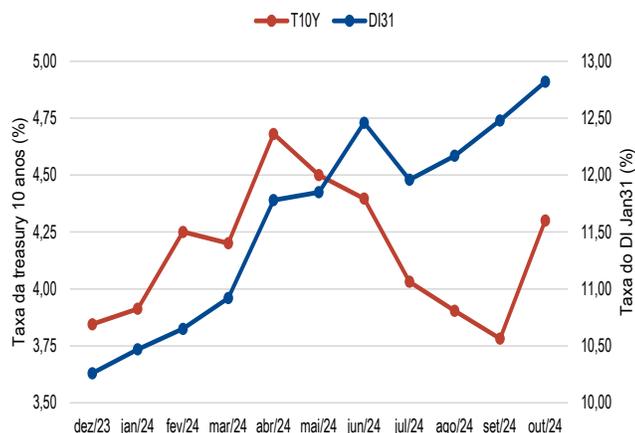
A curva de juros no Brasil sofreu uma reprecificação importante em outubro, conforme podemos observar no gráfico 3.

Gráfico 3: Curva de juros Brasil



Em princípio, podemos entender essa elevação dos juros como uma resposta ao movimento dos juros nos EUA, que subiram até mais do que os juros locais. No entanto, é preciso considerar que os juros locais já partiram de um patamar bastante elevado, ao contrário dos juros americanos, que haviam atingido o seu menor ponto no ano em setembro, conforme podemos observar no gráfico 4, em que comparamos a trajetória da Treasury de 10 anos com o DI Jan31. Note que as taxas de juros no Brasil estavam na máxima do ano em setembro, em uma tendência que vem desde o início do ano e foi interrompida apenas em julho. No caso das treasuries, houve uma correção em outubro de uma tendência de queda que vinha desde maio. Assim, o fato de termos uma alta menor aqui do que nos EUA precisa ser analisado considerando o nível de ambas as curvas em setembro.

Gráfico 4: Comparativo taxas de juros EUA x Brasil



Com essa nova alta da curva de juros, temos implícita uma Selic de quase 13,50% no final do processo de aperto monetário, com quedas muito marginais a partir de então.

A curva de juros reais também subiu, com um movimento mais discreto na ponta curta (cerca de 15-20 pontos-base) e mais intenso na parte intermediária/longa (cerca de 25-30 pontos-base). Assim, a inflação implícita continuou subindo na parte mais curta da curva de juros,

atingindo 5,5%, indicando que o mercado continua cético com relação à capacidade do BC de trazer a inflação para a meta.

De maneira geral, o mercado azedou quando foi ventilada a possibilidade de o governo patrocinar a isenção do IR para renda inferior a R\$ 5 mil/mês, o que poderia significar uma renúncia fiscal de até R\$ 40 bilhões. Esta renúncia seria compensada com um aumento de alíquota para as rendas no topo da pirâmide. No entanto, como trata-se de taxar indivíduos que não têm o IR recolhido na fonte (os que são registrados já pagam uma alíquota maior), essa receita é incerta.

Essa iniciativa se junta a outras em que o governo mostra pouca preocupação em sinalizar no sentido de estabilizar a relação dívida/PIB, o que faz com que o mercado incorpore um maior prêmio de inflação na curva de juros. Esta é a razão pela qual a nossa curva de juros está nas máximas do ano, ao contrário da curva nos EUA e nas economias desenvolvidas em geral. Mesmo com taxas de juros reais acima de 6% ao ano, temos um hiato do produto positivo e expectativas de inflação desancoradas, o que indica a necessidade de ajustar a política monetária, na contramão do que estão fazendo a maior parte dos bancos centrais.

De qualquer modo, 13,50% para a taxa Selic, como está precificado na curva de juros, parece muito, dado que significaria 9,50% de juros reais ex-ante, considerando uma inflação de 4% para 2025. Avaliamos que 12,50% seria mais do que suficiente para, com o tempo, voltarmos a ter uma trajetória cadente para a inflação.

Por fim, pela primeira vez desde abril do ano passado, a classe de ativo crédito subtraiu valor dos portfólios, rendendo menos que o CDI, em função de uma ligeira abertura dos spreads. Esse movimento se deu por um excesso de emissão de LFs subordinadas no mercado durante o mês, com os bancos adequando seus índices de Basileia a novas regras contábeis que entrarão em vigor no ano que vem. Portanto, não se trata da materialização de qualquer risco sistêmico, mas apenas de um fator técnico. A demanda pelas LFs sêniores nas ofertas posteriores demonstra a continuação do apetite pelo segmento.

Câmbio

Com a perspectiva de uma política monetária mais dura por parte do Fed, tivemos um mês de outubro mais difícil para as moedas em geral em relação ao dólar. Como vimos acima, as commodities currencias sofreram de maneira especial, ainda em função da perspectiva de um crescimento mais lento da China. O real se desvalorizou 5,8% no mês, também afetado pela falta de confiança do mercado em relação ao necessário ajuste fiscal. É interessante observar como o real se destaca negativamente no ano, ao lado do peso mexicano, ambos com desvalorização acumulada de cerca de 15% em relação ao dólar, e ambos os países às voltas com governos populistas. No caso do México, temos ainda a ameaça de um potencial fechamento do mercado americano por parte de um governo Trump, o que poderia prejudicar as exportações mexicanas. No caso do Brasil, não temos este fator.

Avaliamos que 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 mais 1,5% em outubro, acumulando uma performance negativa de 2,7% no ano.

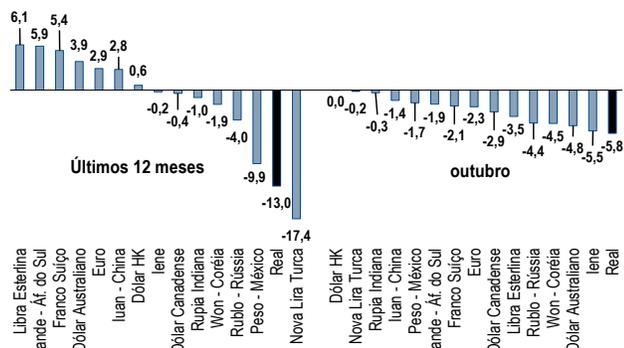
Os destaques negativos do mês ficaram no setor de Telecomunicações – Tim (-11,5%) e Vivo (-5,7%), devolvendo um pouco dos ganhos dos últimos meses em função de receios de uma desaceleração no crescimento do mercado de celulares. O setor de saúde também foi um destaque negativo, especialmente Hapvida (-12,0%), que vem sofrendo com receios de um provisionamento maior para demandas judiciais. Do lado positivo tivemos o setor de Educação, com destaque para Cogna (+10,2%), que se recuperou após vários meses de performance negativa.

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 outubro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,0x). 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 out/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até out/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 18% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em out/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)

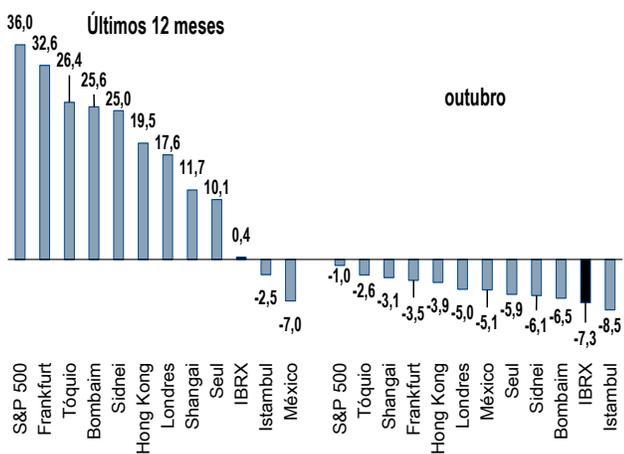
Apesar de ter sido um mês de dólar forte, o que prejudicou todas as moedas, o real liderou a desvalorização em função dos ruídos em relação à política fiscal.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

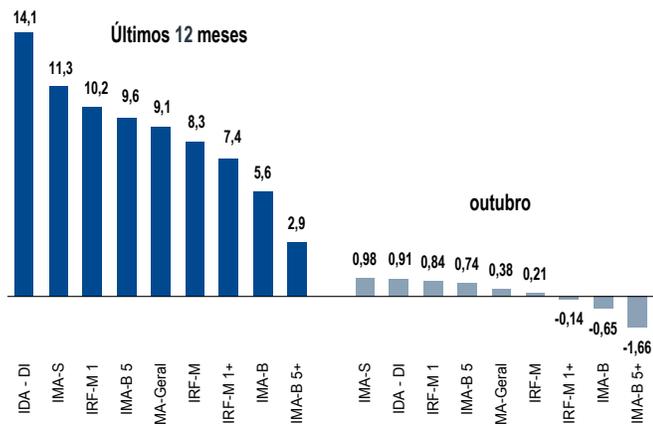
Mês negativo para as bolsas em geral, mas a bolsa brasileira foi uma das piores em dólar, em função da maior desvalorização do real.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

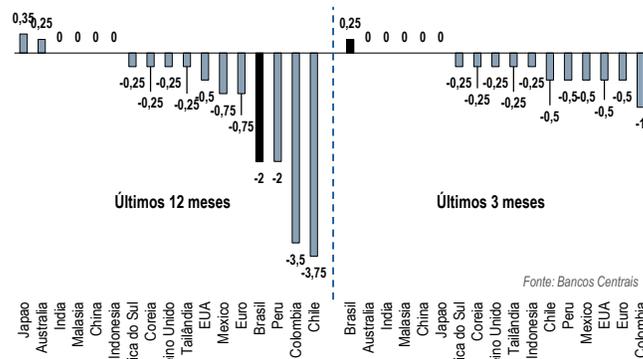
A curva de juros voltou a subir em outubro, puxada novamente pelas preocupações no front fiscal e pelo comportamento dos juros globais, que também subiram no mês. As taxas reais subiram menos que as nominais, com o mercado embutindo uma inflação maior.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

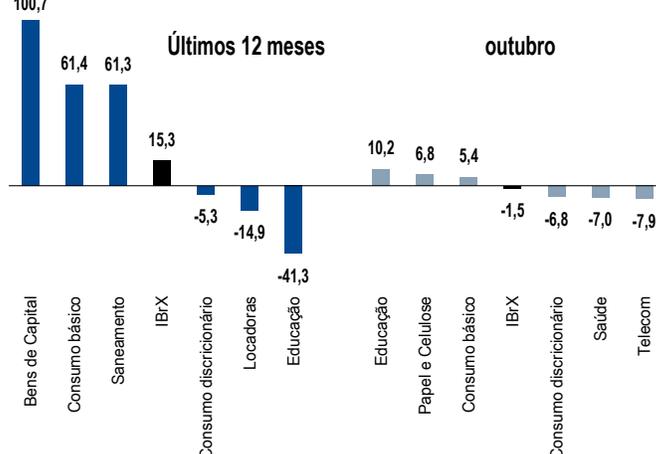
Coreia e Tailândia iniciaram ciclo de queda de juros. Brasil é o único que está em ciclo de alta.



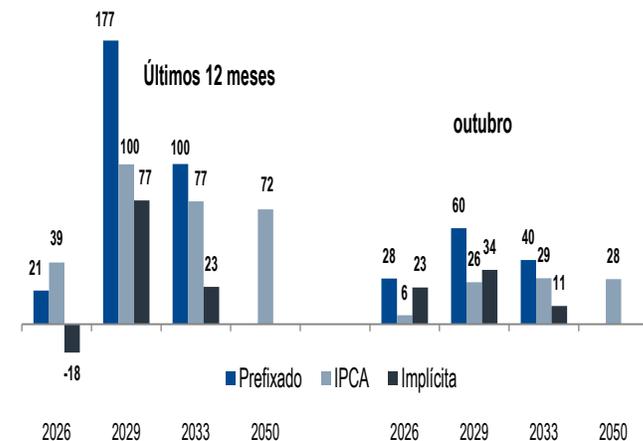
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

O setor de Educação recuperou um pouco as perdas dos últimos meses, destacando-se em um mês de performance fraca da bolsa.



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.

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 ("SPDJII") 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.