



Sumário

- O Fed finalmente reiniciou o ciclo de corte de juros, beneficiando os mercados de risco globalmente.
- A curva de juros local praticamente não se movimentou em setembro, com o mercado estabilizando as suas apostas de modestos cortes na taxa Selic, em função da resiliência da atividade econômica e da inflação.
- O real voltou a se valorizar contra o dólar, em conjunto com outras moedas de mercados emergentes, em função do início do ciclo de corte de juros nos EUA.
- A bolsa atingiu novo recorde histórico, em um mês positivo para as bolsas globais, em função do reinício do ciclo de corte de juros nos EUA.

Visão do Gestor

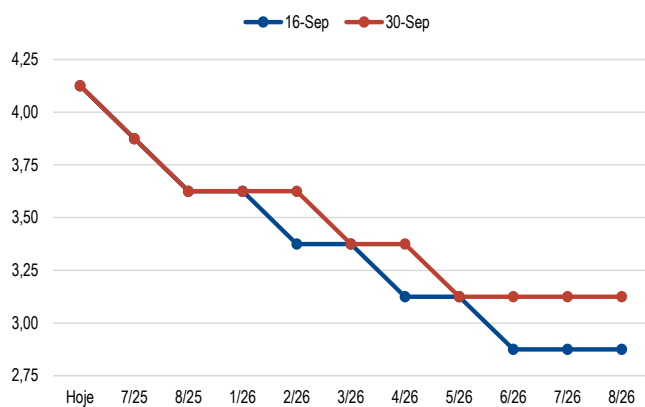
Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
17/09: Fed retoma o ciclo de corte de juros.			
22/09: Novas sanções dos EUA contra magistrados brasileiros.			
23/09: Sinais de aproximação de Donald Trump em relação ao Brasil em seu discurso na ONU.			
25/09: PIB dos EUA acima das expectativas.			

Cenário Global

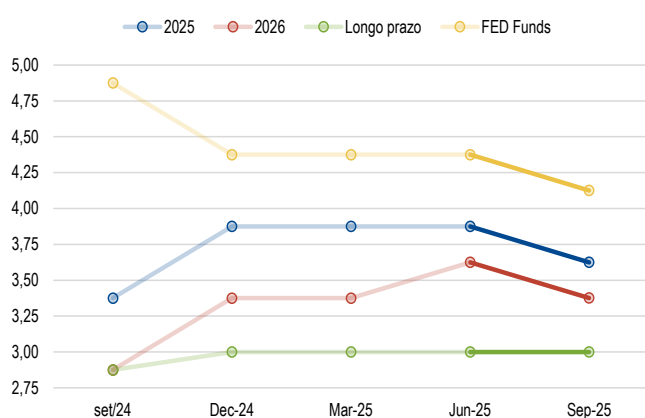
Depois de muito ensaio e expectativa, o Fed finalmente reiniciou o ciclo de corte de juros que havia interrompido no início do ano. Como diz o velho ditado, o mercado sobe no boato e cai no fato, e aqui não foi diferente: a treasury de 10 anos chegou a recuar 20 pontos base até a véspera da reunião do FOMC, mas fechou o mês com queda de 9 pontos-base. A curva de juros, que embutia uma taxa terminal entre 2,75% e 3,00% na véspera do Comitê, passou a precificar uma taxa terminal entre 3,00% e 3,25%, com um corte a menos no ano que vem (gráfico 1).

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



Essa pequena reprecificação começou no próprio dia da reunião do Fed. Os "dots", como são chamadas as estimativas do Fed para a taxa básica de juros e outras variáveis macroeconômicas, apontaram apenas mais um corte de juros em 2025 e um em 2026, indicando uma convergência bem mais lenta da taxa básica de juros para o seu equilíbrio de longo prazo (gráfico 2).

Gráfico 2: Estimativas do Fed para as taxas básicas de juros



Além disso, alguns indicadores vieram acima das expectativas depois da reunião do Fed. Foi o caso, por exemplo, do PIB, que cravou crescimento de 3,8% no 3º trimestre, contra expectativa de 3,3%. Outros indicadores, como vendas de residências novas (800 mil contra consenso de 650 mil) e o índice de atividade industrial do Fed da Filadélfia (23 contra consenso de 2) também indicaram uma atividade econômica um pouco mais aquecida, o que fez o mercado, durante segunda quinzena do mês, tirar um pouco o pé das apostas em cortes de juros.

O dólar, medido pelo índice DXY, seguiu o humor do mercado de juros: antes da reunião do Fed, chegou a estar se desvalorizando mais de 1%, mas recuperou as perdas na segunda metade do mês e fechou no zero a zero. As moedas que mais se beneficiaram do movimento do Fed foram as das economias emergentes, destacando-se o peso colombiano, o rande sul-africano, o real e o peso mexicano.

Já a bolsa americana parece continuar vivendo em um mundo paralelo, onde o "hype" dos gigantescos investimentos em inteligência artificial se sobrepõe às discussões sobre política monetária, inflação ou atividade econômica. O índice S&P500 fechou próximo de seu pico histórico, que foi atingido em 22/09, com alta de 3,5% em setembro, acumulando valorização de 13,7% no ano. Alguns dos destaques positivos da bolsa americana foram Tesla (+32,7%), Taiwan Semiconductor (+20,3%) e Alphabet (+15,1%). Dentre as bolsas globais, o destaque positivo vai para as bolsas asiáticas (Seul, +7,5%, Hong Kong, +7,1% e Tóquio, +5,2%) e latino-americanas (México, +7,2% e Brasil, +3,5%).

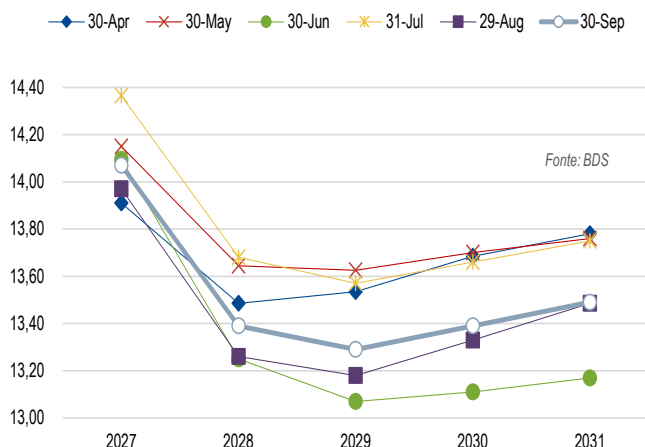
Cenário Local

Renda Fixa

O Copom de setembro foi um não evento: decisão conhecida e continuidade da postura hawkish não foram novidade, e não mexeram com a curva de juros de maneira relevante. O único trecho digno de nota do comunicado foi a retirada da expressão "continuação na interrupção no ciclo de alta dos juros", o que reforça a ideia de fim do ciclo de alta, e não somente uma interrupção. De qualquer modo, a autoridade monetária manteve a expressão "não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado", o que mantém todas as cartas na mesa, por enquanto.

O comportamento da curva de juros vem refletindo uma espécie de impasse: depois da descompressão do primeiro trimestre do ano, quanto o mercado tirou a gordura acumulada no final do ano passado devida ao pânico com a questão fiscal, a curva vem oscilando em um curto intervalo de 50 pontos-base nos últimos 6 meses, conforme podemos observar o Gráfico 3. Esta aparente estabilidade pode estar indicando um mercado à espera de mais evidências de que o BC terá espaço para praticar uma política monetária bem mais acomodatória do que os 12,75% de taxa Selic embutida na curva de juros ao fim do ciclo de cortes, no final de 2026.

Gráfico 3: Curva de Juros desde Abril



Um fator que poderia decidir o jogo a favor de uma política monetária menos apertada é o próprio comportamento da inflação corrente e das expectativas de inflação. O que temos observado, no entanto, são leituras de inflação corrente e expectativas teimosamente resilientes, mesmo considerando-se uma taxa de juros real extremamente alta, até para os padrões brasileiros. Os Gráficos 4 e 5 mostram essa realidade.

Gráfico 4: IPCA-15

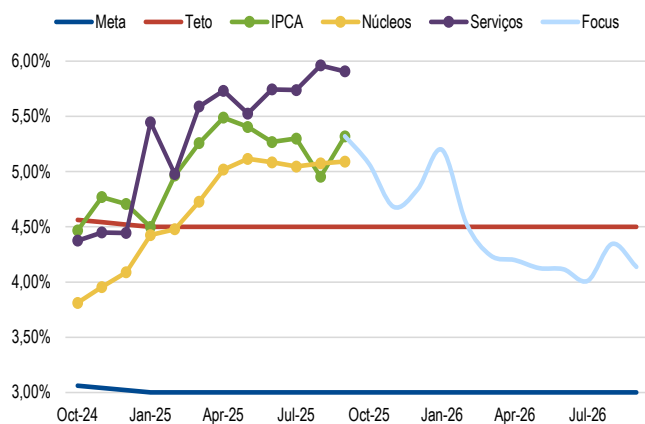
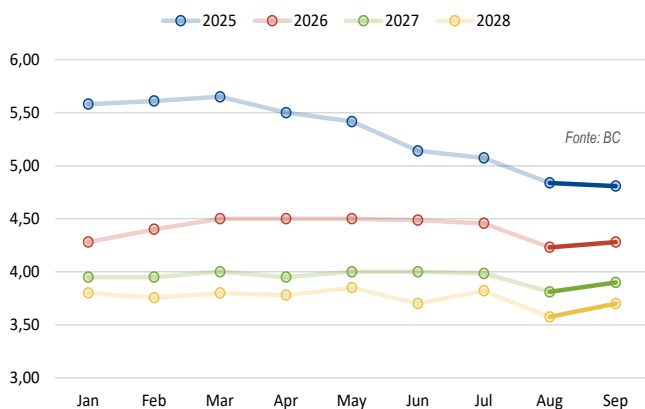


Gráfico 5: Inflação implícita nas NTN-Bs

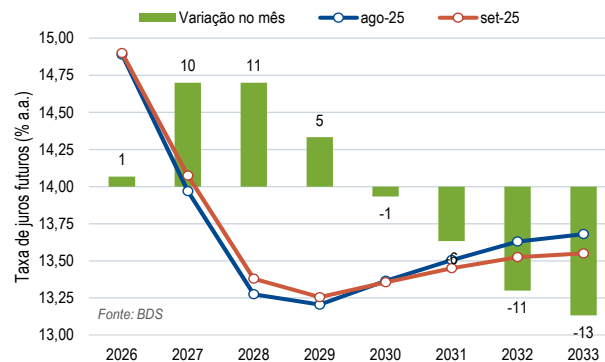


No Gráfico 4, em que trazemos a leitura mais recente do IPCA, podemos observar que os núcleos da inflação permanecem teimosamente acima de 5% desde abril, enquanto os preços dos serviços permanecem acima de 6% desde março, e ambos não parecem mostrar qualquer tendência de arrefecimento. Além disso, as expectativas do relatório Focus indicam que o IPCA somente voltará para baixo do teto da meta em março do ano que vem, mas sem qualquer tendência de convergência para a meta.

Já o Gráfico 5 mostra que a tendência de queda da inflação esperada pelo relatório Focus para prazos mais longos foi interrompida em setembro, em mais uma demonstração da dura missão que o BC tem pela frente.

Por fim, o Gráfico 6 mostra o movimento da curva de juros em setembro, com a inclinação reduzindo-se marginalmente. Como os cupons das NTN-B subiram, tivemos mais um leve recuo da inflação implícita, ao contrário da inflação esperada no relatório Focus.

Gráfico 6: Curva de Juros Brasil



Por fim, repetindo o mês de agosto, o IDA-DI rendeu abaixo do CDI (1,17% contra 1,22%), em um indicativo de que os spreads de crédito talvez tenham encontrado um patamar de equilíbrio.

Câmbio

Em um mês em que o dólar andou de lado (medido pelo DXY), o real mais uma vez se destacou positivamente, com valorização de 2,0% em relação à moeda americana, seguindo o movimento das moedas de mercados emergentes. A política monetária muito restritiva, na contramão do mundo, combinada com o reinício do ciclo de corte de juros nos EUA, foram determinantes para este movimento, sobrepunjando os efeitos incertos das tarifas comerciais.

Continuamos sendo da opinião de que a questão fiscal ainda deve permanecer como um fator de pressão dominante no prêmio de risco da moeda, mas que pode ser compensado parcialmente por um eventual enfraquecimento do dólar globalmente, como ocorreu nos últimos meses, e pela continuidade de uma política monetária bastante restritiva. Uma valorização mais permanente do câmbio deveria ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais estrutural da questão fiscal.

Bolsa

A bolsa brasileira continuou o movimento de alta iniciado em agosto, e fechou em setembro pouco abaixo de seu recorde nominal, impulsionada, principalmente, pelo fluxo de investidores estrangeiros em busca de barganhas. Esse foi o efeito do reinício do ciclo de cortes de juros nos EUA, o que acabou beneficiando todas as bolsas globalmente.

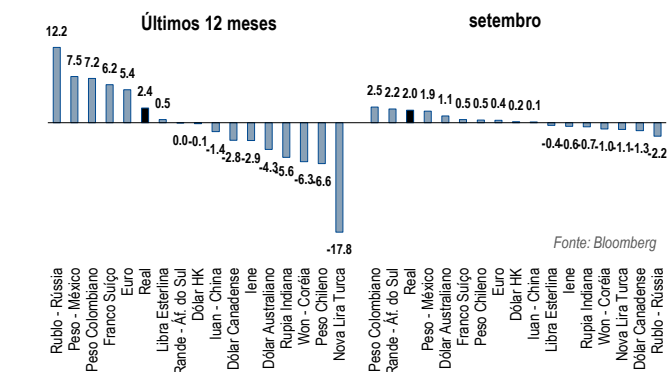
Dentre os setores mais beneficiados no mês, tivemos aqueles sensíveis às taxas de juros, como por exemplo, Locadoras de Veículos, em que Localiza e Movida subiram, respectivamente, 11,5% e 26,4%, enquanto no setor de Logística, Rumo subiu 9,8%. Do lado negativo, tivemos Braskem, que recuou 29,9% em função de problemas específicos da empresa, não tendo relação com o seu setor econômico.

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 setembro, o P/L da bolsa considerando os lucros dos próximos 12 meses estava em 8,9x). Estimamos crescimento de lucros de 11% em 2025, 9% em 2026 e 15% em 2027. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,5x daqui a um ano (em set/26), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até set/27) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 17% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em set/25.

Indicador	Mês	Valor	MoM	YoY	Consenso
IPCA	Ago/25	-	-0,1%	5,1%	↑
IGP-DI	Ago/25	-	+0,2%	3,0%	↓
Crescimento do PIB	2T25	-	-0,4%	+2,2%	↑
Índice de Atividade do BC	Jul/25	-	-0,5%	+1,2%	↓
Produção Industrial	Jul/25	-	-0,2%	+0,2%	=
Vendas no Varejo	Jul/25	-	-0,3%	+1,0%	=
Vendas de Serviços	Jul/25	-	+0,3%	+2,8%	↓
Desemprego	Ago/25	5,6%	=	-100 bps	=
Bal. Comercial (1Y - US\$)	Ago/25	55,4bn	+1,7bn	-26,2bn	↑
C/C (1Y - % do PIB)	Ago/25	-3,5%	+20 bps	-160 bps	
Resultado primário (1Y)	Ago/25	-0,2%	=	+210 bps	
Resultado nominal (1Y)	Ago/25	-7,8%	+10 bps	+190 bps	↓
Dívida bruta	Ago/25	77,5%	=	-20 bps	
Dívida líquida	Ago/25	65,8%	+30 bps	+300 bps	
IPCA 2025	Set/25	4,8%	=	+80 bps	
IPCA 2026	Set/25	4,3%	=	+70 bps	
PIB 2025	Set/25	2,2%	=	+30 bps	
PIB 2026	Set/25	1,8%	-10 bps	-10 bps	
SELIC 2025 (fim do ano)	Set/25	15,00%	=	+425 bps	
SELIC 2026 (fim do ano)	Set/25	12,25%	-25bps	+275 bps	

Moedas (contra o dólar)

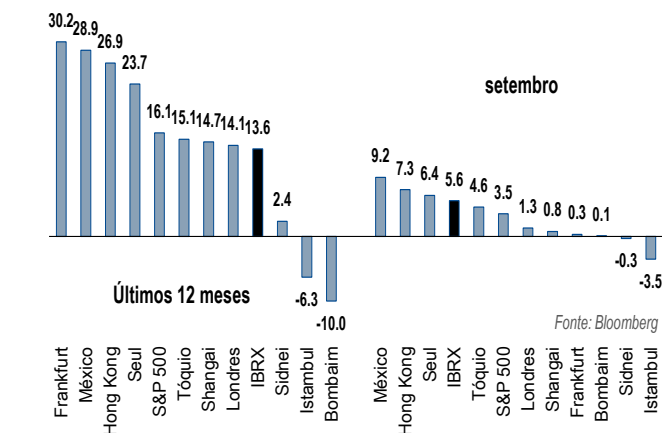
Em um mês em que o dólar andou de lado, o real continuou destacando-se positivamente, em conjunto com outras moedas de economias emergentes.



Fonte: B3S
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

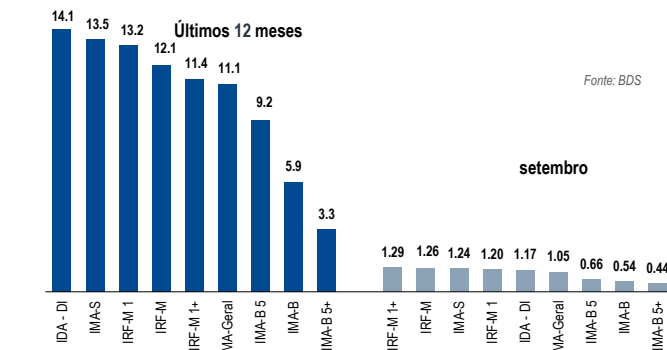
Mais um mês positivo para as bolsas globais, que se beneficiaram do início do ciclo de corte de juros nos EUA.



Fonte: B3S
Valores em percentual

Renda fixa local

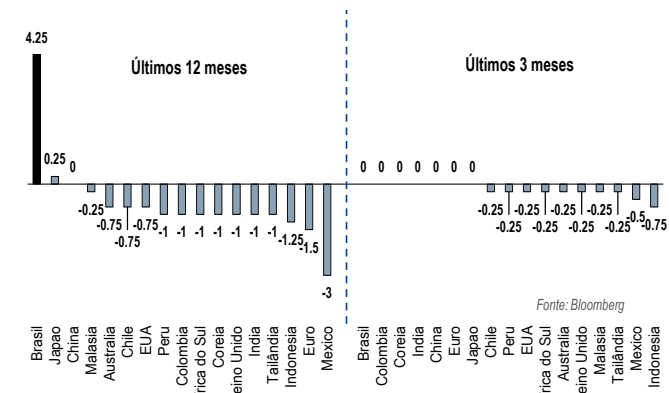
Em um mês de pouca movimentação nas curvas de juros, tivemos a curva prefixada recuando mais ou subindo menos do que a curva das NTN-B, resultando, mais uma vez, em redução da inflação implícita, com exceção da parte mais curta das curvas. O IDA-DI, que mede a performance do crédito privado, pelo segundo mês seguido ficou atrás do IMA-S.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

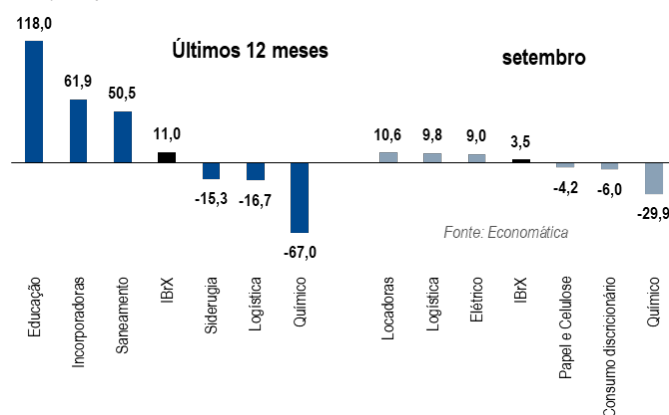
De maneira geral, o mundo está em processo de afrouxamento monetário. Alguns países interromperam o ciclo, enquanto o Brasil prepara-se para iniciá-lo.



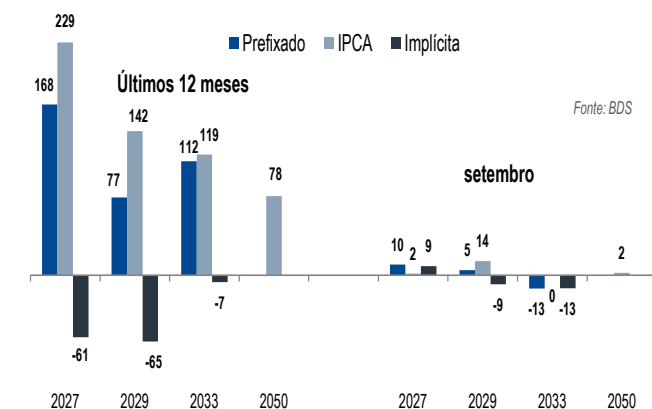
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

O destaque negativo de setembro foi Braskem, do setor Químico, em função dos seus problemas financeiros. Do lado positivo, tivemos a recuperação das Locadoras.



Fonte: Econômica
Valores em percentual



Fonte: BM&F/Anbima
Valores em percentual

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material de divulgação, constituem julgamento dos gestores da Western Asset baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio.

A Western Asset Management Company Limitada não realiza a distribuição ou venda de cotas de Fundos, exceto aqueles de sua própria gestão e para determinados investidores institucionais. Se houver qualquer dúvida sobre a forma de aquisição de cotas, procure um distribuidor habilitado.

Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company Limitada 2025 ("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 Limitada 2025. Esta publicação é de propriedade da Western Asset 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.