

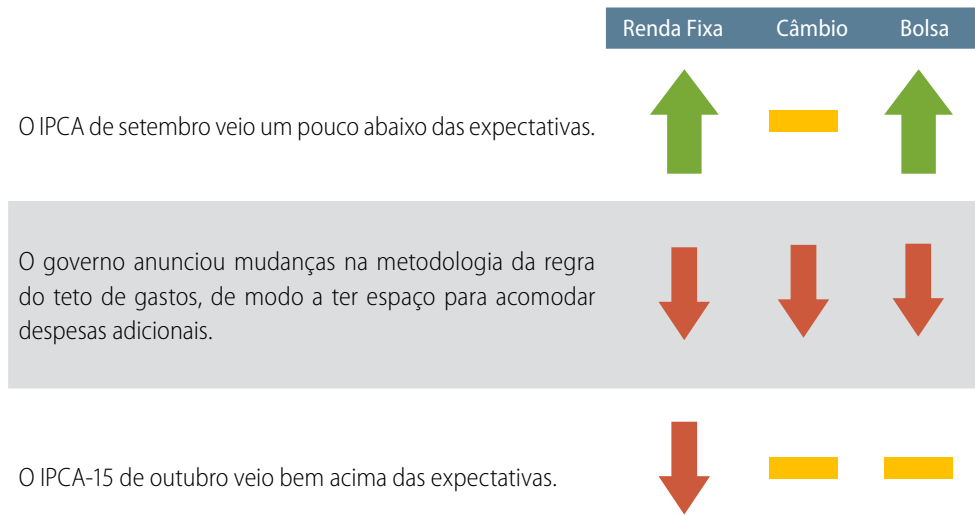


Sumário

- Sem eventos relevantes no cenário global, os agentes continuam a precificar aumento dos juros nos EUA no ano que vem.
- O mais severo ataque à regra do teto dos gastos desde a sua instituição estressou os mercados domésticos de maneira geral, principalmente a curva de juros, que teve o pior desempenho desde a quebra da Lehman Brothers, em outubro de 2008.
- O Real apresentou uma das piores performances dentre as moedas globais, em função das incertezas fiscais locais.
- As incertezas no front fiscal fizeram com que a bolsa brasileira mais uma vez se desvalorizasse em outubro.

Visão do Gestor

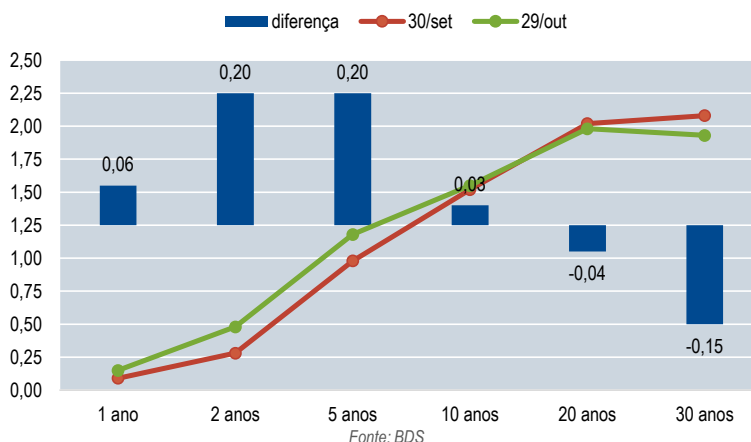
Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês



Cenário Global

A inflação continua alta nos EUA e Europa, o que tem pressionado a parte mais curta da curva de juros. Como podemos ver na Gráfico 1, a curva de treasuries subiu cerca de 20 pontos-base na parte mais curta, enquanto a parte mais longa chegou a recuar cerca de 15 pontos-base. Isso significa que o mercado continua apostando em uma ação antecipada por parte do Fed após o fim do tapering. Avaliamos que ainda é muito precipitado precificar aumento dos juros no ano que vem, tanto por parte do Fed quanto por parte do Banco Central Europeu.

Gráfico 1: Curva de Treasuries - EUA



Por outro lado, os bancos centrais das economias emergentes continuaram a subir juros para controlar a inflação. Em outubro, quatro BCs elevaram as taxas básicas: Brasil (1,50%), Chile (1,25%), Colômbia (0,75%) e Rússia (0,75%). Além desses, os Bancos Centrais do Peru, México e Coreia também estão em modo de aperto monetário.

Já a bolsa americana apresentou mais uma vez excelente performance, em função da boa safra de balanços até o momento. O S&P500 subiu 6,9%, fechando na máxima histórica.

Cenário Doméstico

Renda Fixa

A precificação dos ativos responde às probabilidades que os diversos agentes atribuem a diversos cenários. O desenho desses cenários e de suas probabilidades associadas variam de player para player, o que permite a existência do mercado: o player mais pessimista vende o ativo para o player mais otimista em relação aos cenários para o comportamento daquele ativo. Ex-post, apenas um dos cenários desenhados se concretiza. Mas, ex-ante, há vários cenários com diversas probabilidades associadas.

Quando o governo Dilma, no último dia de agosto de 2015, enviou um orçamento para o Congresso com déficit fiscal, tornou concreto o fim do regime fiscal que vigorava desde 1999, o de geração de superávit primários. Não que o mercado já não tivesse antecipado parcialmente o fato, os sinais eram abundantes nessa direção. Tanto é assim, que as taxas de juros já haviam subido cerca de 130 pontos-base no ano até aquele momento. Mas a concretização do fato fez com que os cenários alternativos, que consideravam outras possíveis soluções, colapsassem para o cenário mais pessimista, o de que o governo não conseguiria cortar gastos a ponto de cumprir o compromisso de gerar superávits primários. Ao colapsar para o cenário mais pessimista, o mercado reajustou os preços, e as taxas de juros subiram mais 300 pontos-base nos 20 dias seguintes, nível em que, depois de idas e vindas, acabou fechando aquele ano. Ou seja, a concretização de um fato já parcialmente antecipado pelo mercado não significa que, uma vez concretizado, não possa haver mais correções. Pelo contrário: as correções adicionais vão ocorrer porque aquele cenário mais pessimista, que não tinha 100% de chance de ocorrer, ocorreu. Em outras palavras, o cenário pessimista torna-se o cenário-base dos agentes.

Foi basicamente o que ocorreu neste mês de outubro. De alguma forma, os mercados já vinham precificando parcialmente o fim do atual regime fiscal do teto de gastos, dados os constantes sinais enviados desde Brasília. Mas a concretização desse cenário pessimista (e este era o cenário mais pessimista de grande parte dos players) fez com que os preços se ajustassem a 100% de probabilidade deste cenário. O efeito nos preços foi devastador: o contrato futuro DI Jan25, que já

havia subido 470 pontos-base desde o início do ano até o dia 18/10, precificando a inflação mais alta e a mencionada deterioração do cenário fiscal, subiu outros 209 pontos-base até o final do mês, fechando outubro em 12,34%. Essa materialização do cenário mais pessimista fez com que o mês de outubro fosse o pior desde a quebra da Lehman Brothers, em outubro de 2008.

E agora?

Como sempre, o mercado, que sempre olha para frente para precificar cenários, está em busca de um novo cenário pessimista, dado que o cenário pessimista anterior se tornou o cenário-base. Neste momento, não sabemos exatamente o que esperar. Como a antiga regra do teto de gastos não existe mais, em tese qualquer cenário é possível. Podemos trabalhar com uma contenção dos gastos aos já anunciados R\$ 30 bilhões, o que seria um cenário otimista, ou com novos gastos adicionados ao longo do tempo. O fato é que não há referências, e o mercado precisa delas para precificar os ativos. As eleições estão ainda a um ano de distância, mas se tornam cada vez mais crucial para definir para onde vai a questão fiscal brasileira.

O Banco Central reagiu ao desafio ao regime fiscal com a aceleração do passo do aperto monetário para 150 pontos-base. Lembrando que o teto da meta de inflação para o ano que vem é de 5,00%, o modelo do BC prevê IPCA de 4,1% para 2022 (segundo o comunicado do último Copom), o relatório Focus indica 4,55% e a nossa previsão é de 4,80%. É provável que as expectativas continuem subindo, tornando a tarefa do BC mais desafiadora e forçando a autoridade monetária a estender o ciclo de alta dos juros se não quiser perder a meta pelo segundo ano consecutivo. Avaliamos que a Selic deve atingir 11,00% no 1º trimestre do ano que vem, um nível que deve ser suficiente para reancorar as expectativas. Mas é claro que o cenário é ainda muito instável, com vários choques se sobrepondo, o que torna menor a confiança em torno deste cenário-base.

Câmbio

O Real desvalorizou-se mais 3,6% em outubro, acumulando desvalorização de 7,9% no ano. Foi a segunda pior moeda no mês, perdendo apenas para a Lira Turca. Considerando o stress no mercado de juros, a moeda brasileira até que teve uma desvalorização contida, muito em função da perspectiva de taxas de juros bem mais altas, o que acaba por mitigar o efeito do aumento do risco-país.

Consideramos que o Real, do ponto de vista fundamentalista, encontra-se mais desvalorizado do que o devido, mas uma valorização da moeda deverá ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende do equacionamento da questão fiscal descrita na seção sobre renda fixa.

Bolsa

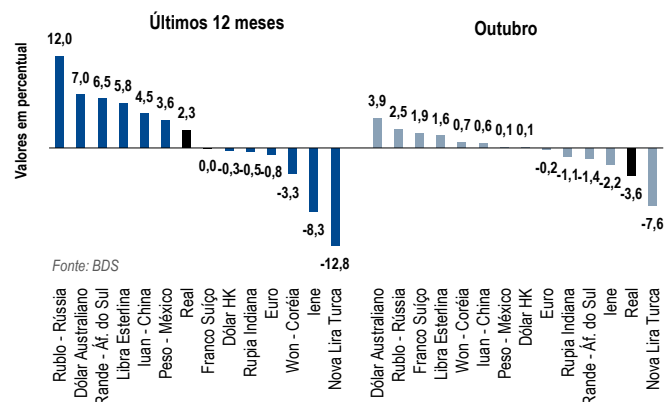
A bolsa brasileira também foi afetada pelas discussões no âmbito

fiscal e pelas dificuldades no cenário global conforme discutido acima, fechando outubro com perdas de 6,8% (IBrX) e acumulando queda de 12,4% no ano.

Para avaliar o potencial de alta da bolsa, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 9,0x (no final de outubro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 8,1x). Estimamos crescimento dos lucros em +108% em 2021, queda de 6% em 2022 e de 1% em 2023. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 9,0x daqui a um ano (em out/22), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até out/23) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 17% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em out/21. Há que se considerar que o P/L considerado para este exercício está bem abaixo da média dos últimos 5 anos, mais próxima de 12.

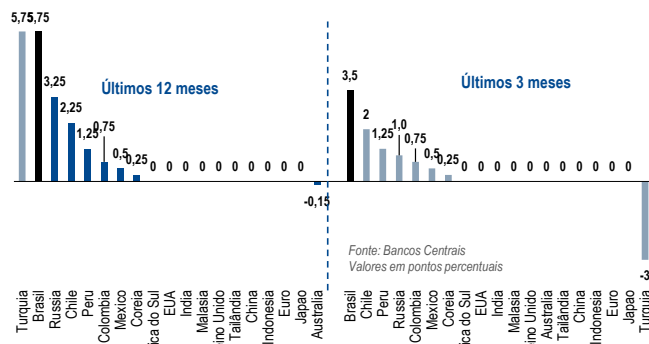
Moedas (contra o dólar)

Mesmo com a aceleração do aperto monetário, o Real só perdeu para a Lira Turca em desvalorização no mês.



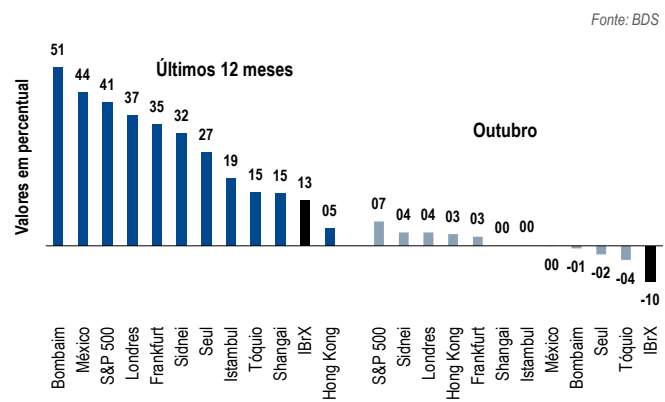
Taxas básicas de juros - variação

O clube dos países apertando suas políticas monetárias não para de aumentar. O Brasil lidera.



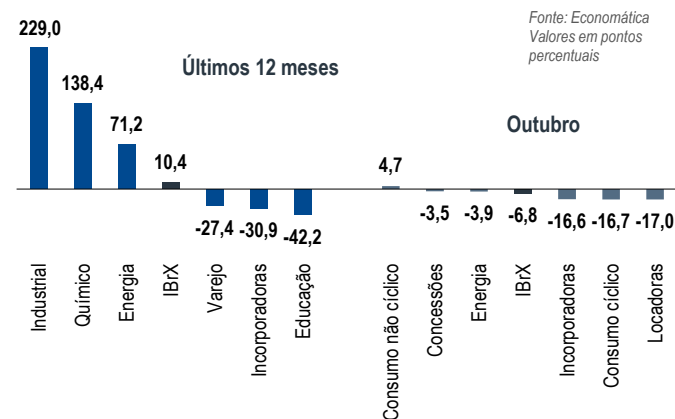
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira novamente foi a de pior performance no mês, em função das incertezas fiscais e de inflação.



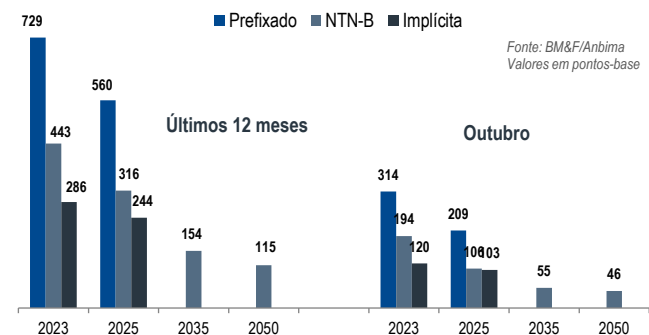
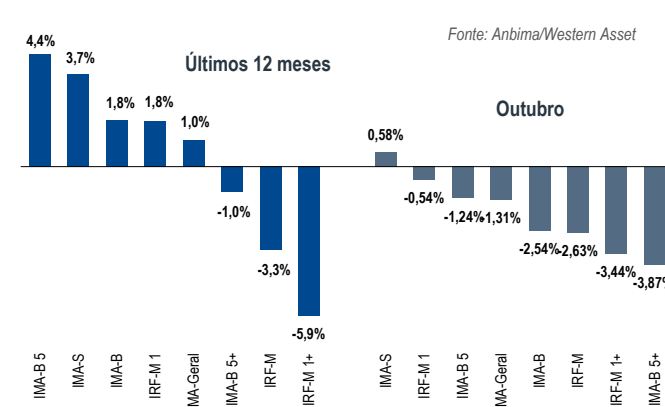
Principais destaques da bolsa

Em um mês negativo para a bolsa, os setores mais atingidos foram aqueles mais dependentes das taxas de juros, que subiram muito no mês.



Renda fixa local

O mês de outubro marcou o mais severo ataque à regra do teto de gastos desde o seu início, o que fez com que as taxas de juros e a inflação implícita subissem de maneira relevante. Para os prefixados, foi o pior mês desde a quebra da Lehman Brothers.



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 2021. 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.