



Sumário

- A indicação de um secretário do Tesouro respeitado compensou o “*red sweep*” na eleição americana, resultando em um leve recuo da curva de juros. A bolsa reagiu muito positivamente ao resultado da eleição.
- A curva local de juros voltou a subir, desta vez de maneira expressiva, respondendo à frustração com pacote fiscal anunciado pelo governo, em conjunto com o anúncio da isenção do IR para rendas abaixo de R\$ 5 mil.
- 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 novembro 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
Eleição de Donald Trump com a conquista das duas casas legislativas.	↓	↓	↔
Pacote fiscal aquém das expectativas na China	↔	↓	↓
Intensificação das tensões na guerra da Ucrânia, com a autorização de Biden para o uso de mísseis americanos, provocou um pequeno movimento de “ <i>flight to quality</i> ”.	↑	↓	↓
Anúncio do pacote fiscal no Brasil aquém das expectativas do mercado.	↓	↓	↓

Cenário Global

A eleição de Donald Trump, com o chamado “*red sweep*” (domínio republicano de ambas as casas do Congresso) eliminou uma incerteza que pairava sobre os mercados globais nos últimos meses. Agora com esta variável definida, as especulações se dão em torno de quanto da agenda do futuro presidente poderá, efetivamente, ser implementada.

Em nosso relatório a respeito da Política de Investimentos 2025, avaliávamos que um *red sweep* levaria a uma pressão por impostos mais baixos, políticas comerciais e de imigração mais protecionistas e alguma desregulamentação governamental, políticas que, se por um lado, poderiam impulsionar o crescimento econômico e o investimento empresarial (potencialmente beneficiando o mercado acionário americano), também poderiam levar a uma inflação mais alta e a um déficit maior. Isso poderia levar o Fed a responder como fez após as eleições de 2016, quando ajustou as taxas de juros em 25 pontos-base em dezembro daquele ano diante do estímulo fiscal esperado da administração recém-eleita. Dizíamos também que, se o Fed estiver preocupado em manter as expectativas de inflação ancoradas, isso poderia limitar o grau de flexibilização da política monetária e resultar em uma taxa terminal mais alta.

Todos esses temores se materializaram depois das eleições, com as taxas das *treasuries* subindo cerca de 15 pontos-base, depois de um mês de outubro em que as taxas já haviam subido em função desses mesmos fatores e de dados mais fortes da atividade econômica. No entanto, a indicação do gestor de *hedge funds* Scott Bessent como secretário do Tesouro foi vista pelo mercado como uma referência de racionalidade no futuro governo Trump, o que provocou a queda das taxas de juros, com as *treasuries* de 10 anos recuando 12 pontos-base.

O dólar voltou a fortalecer-se em novembro, com alta de 1,7% pelo DXY, em função, principalmente da eleição de Donald Trump, que prometeu uma “*America great again*”, o que, por suposto, significa dólar mais forte. O destaque negativo ficou com o rublo, que desvalorizou-se 8,6% no mês, em função das incertezas com relação à guerra. O real, com desvalorização de 3,1%, ficou em segundo lugar. Comentaremos especificamente sobre o real na seção sobre o câmbio.

Por fim, o S&P500 engatou a segunda depois da eleição de Donald Trump, e fechou o mês em expressiva alta de 5,7%, com a perspectiva de medidas favoráveis às empresas. De longe, o principal destaque positivo foi Tesla, que subiu 38,8%, seguido de Netflix, com alta de 17,3%, em função de resultados muito positivos.

Cenário Local

Renda Fixa

Depois de ensaiar durante várias semanas, finalmente o governo anunciou o pacote de corte de gastos no último dia 27/11. Não veio muito

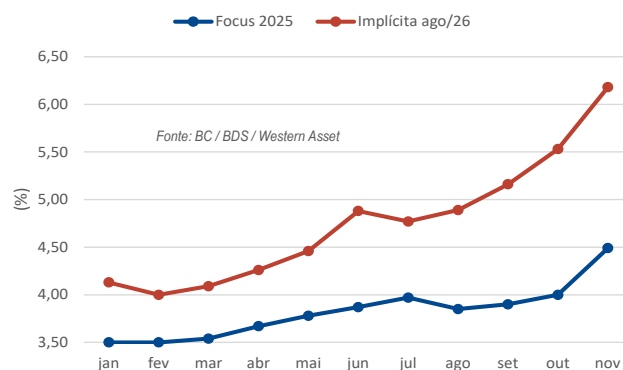
diferente daquilo que já vinha sendo vazado pela imprensa, sendo a mudança do indexador para o reajuste real do salário mínimo, que passou do crescimento do PIB para o mesmo índice usado no arcabouço fiscal (entre 0,6% e 2,5%), a única mudança estrutural. De maneira geral, um pacote considerado fraco para as necessidades do momento.

Para piorar, o pacote foi anunciado em conjunto com uma mudança da faixa de isenção do IR, que passará de R\$ 2.824 para R\$ 5.000/mês, provocando uma perda de arrecadação da ordem de R\$ 40 bilhões a partir de 2026. Essa mudança será compensada com uma complementação de alíquota de IR para rendas acima de R\$ 50 mil/mês. São dois os problemas dessa compensação: 1) a sua aprovação incerta no Congresso e 2) a incerteza da arrecadação adicional, dado o poder de elisão fiscal das camadas mais altas de renda.

O fato é que cabe aqui o adágio “muito pouco, muito tarde” para esse esforço do governo em mostrar disciplina fiscal. É compreensível que haja uma resistência grande dentro do governo, e principalmente do presidente Lula, em limitar o crescimento dos gastos, dado que grande parte refere-se a políticas sociais. Mas é também compreensível que o mercado precifique um cenário em que a dívida pública não se estabiliza em qualquer nível no futuro. Há aqui um nó górdio, em que torna-se difícil anteciper um novo nível de equilíbrio para os preços dos ativos.

A solução para este tipo de problema costuma ser a surpresa inflacionária. Por exemplo, o novo nível de isenção do IR causará tanto menos perda de arrecadação quanto maior for a inflação. O reajuste de 77% no limite de isenção vai sendo corroído ao longo do tempo, e em poucos anos voltamos ao mesmo lugar, a depender do nível de inflação. E é justamente essa perspectiva que vem pressionando as expectativas de inflação e a inflação implícita nas NTN-B, conforme podemos observar no gráfico 1.

Gráfico 1: Expectativas de Inflação

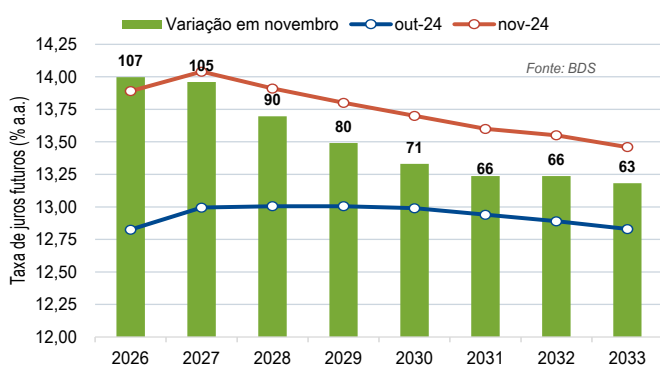


Observe como a expectativa do Focus para o ano que vem já está no teto da meta. As únicas duas vezes em que isso aconteceu foram em 2015 (expectativas para 2016) e 2022 (expectativas para 2023). Neste último caso, tínhamos uma imensa inércia inflacionária vinda de 2021, no pós-pandemia, e a convergência da inflação foi lenta no mundo inteiro. A situação atual tem mais semelhança com 2015, quando havíamos

perdido a âncora fiscal dos superávits primários. Hoje a situação é melhor sob o aspecto do nível nominal da inflação, que é menor (a meta é mais baixa), mas, por outro lado, é pior sob o aspecto da relação dívida/PIB, que é maior, e das taxas de juros no exterior, que estão bem mais altas do que 9 anos atrás.

Ao contrário de 2015, no entanto, temos uma âncora fiscal, a regra do novo arcabouço fiscal. No entanto, trata-se de uma regra frouxa para o que interessa (a estabilização da relação dívida/PIB) e que mal está sendo cumprida. Além disso, o novo pacote foi visto como insuficiente para que os agentes econômicos retomassem a confiança na eficácia do arcabouço, que já não funcionava plenamente como uma âncora de expectativas.

Gráfico 2: Curva de Juros Brasil



O resultado desse quadro foi uma elevação expressiva da curva de juros, conforme podemos observar no gráfico 2. A curva de juros reais também se elevou, mas bem menos que a curva prefixada, de modo que a inflação implícita subiu algo como 90 pontos-base, ultrapassando o patamar de 6% para os próximos 2 anos, o que é nada menos do que 3 pontos percentuais acima da meta. Temos aqui, claramente, uma situação de stress, indicando o ceticismo do mercado com a política fiscal do governo.

Já o crédito continuou a agregar valor, mais por conta do carregamento dos *yields* do que pelo fechamento dos *spreads*. O IDA-DI subiu 3 pontos-base acima do CDI.

Câmbio

O real, pelo segundo mês consecutivo, desvalorizou-se de maneira relevante (-3,1%), chegando a ultrapassar o nível recorde de R\$ 6,00 em alguns momentos. Este novo patamar do câmbio, se se mostrar permanente, pode ter implicações danosas para a inflação. A moeda talvez tenha sido a face mais chamativa da deterioração da percepção de desequilíbrio fiscal.

A eleição de Trump foi um fator adicional a acelerar a tendência de valorização do dólar no mercado cambial global. O real se desvalorizou 3,1% no mês, também afetado pela falta de confiança do mercado em relação ao necessário ajuste fiscal. O real se destaca negativamente no

ano, ao lado de moedas de países que enfrentam inflação muito alta (Turquia), guerra (Rússia) ou potenciais medidas protecionistas (México). No caso do real, o fator local relevante é o potencial inflacionário do desequilíbrio fiscal.

Avaliamos que a questão fiscal ainda deve permanecer como um fator de pressão no prêmio de risco da moeda. 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 têm sido uma combinação indigesta para a bolsa. Assim, a bolsa brasileira, medida pelo IBrX, recuou mais 3,1% em novembro, acumulando uma performance negativa de 5,6% no ano.

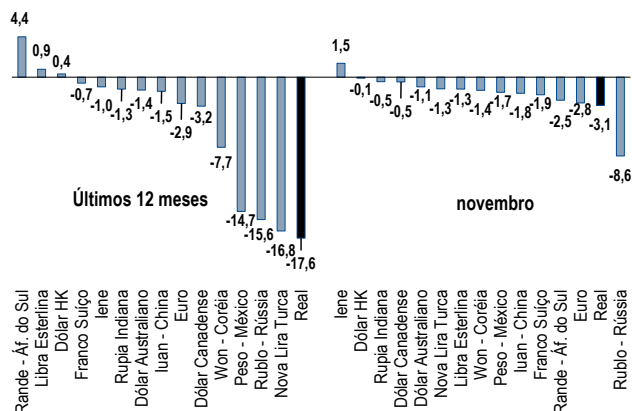
Os destaques positivos da bolsa foram os setores exportadores (siderurgia, papel & celulose e energia), beneficiados pela intensa desvalorização do real. Os principais destaques foram Petrobras (+8,0%, também beneficiada pelo anúncio de dividendos extraordinários), Gerdau (+13,3%) e Klabin (+9,9%). Vale (-6,2%) não surfou essa onda, em função dos temores de desaceleração da China.

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 novembro, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,6x). 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 nov/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até nov/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 22% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em nov/24.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 9,3x. 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)

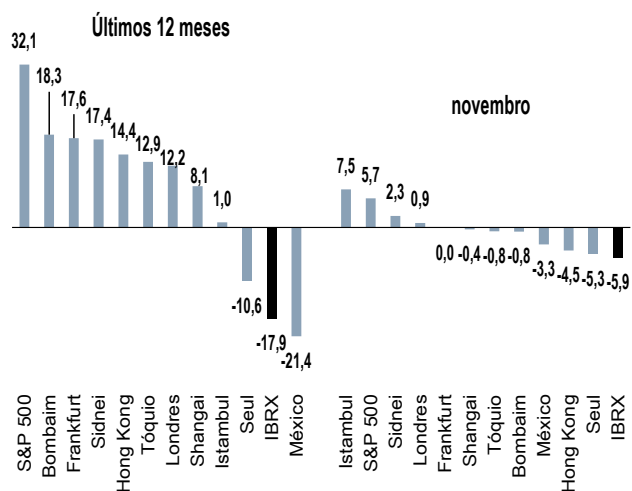
Mais um mês de dólar forte. Em 12 meses, o real foi a moeda que mais se desvalorizou, em função dos ruídos em torno da política fiscal.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

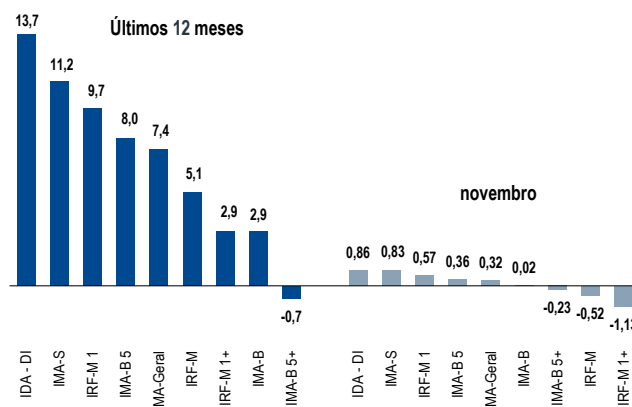
A bolsa brasileira foi a pior em dólar em novembro, em função da maior desvalorização do real e das incertezas com relação à política fiscal.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

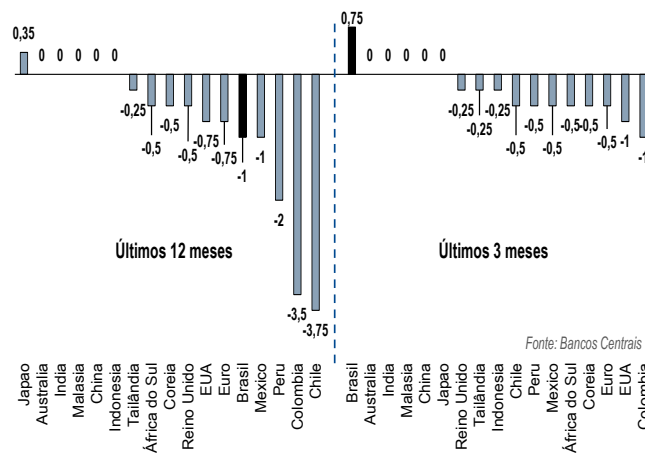
A curva de juros voltou a subir fortemente em novembro, puxada novamente pelas preocupações no front fiscal. As taxas reais subiram bem menos que as nominais, com o mercado embutindo uma inflação significativamente maior nas NTN-Bs.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

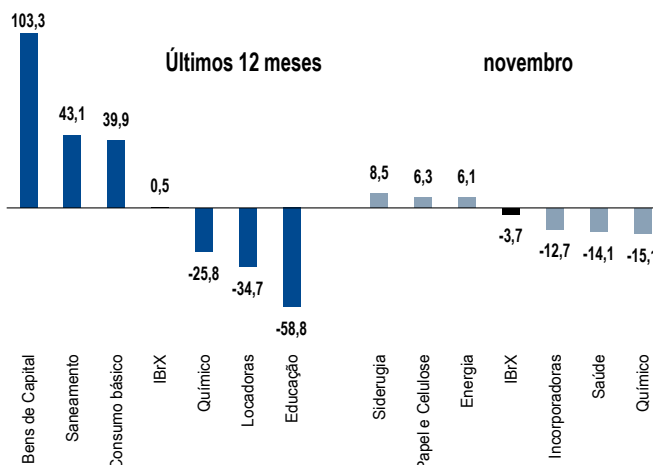
O BC brasileiro continua sendo o único que está em ciclo de alta de juros.



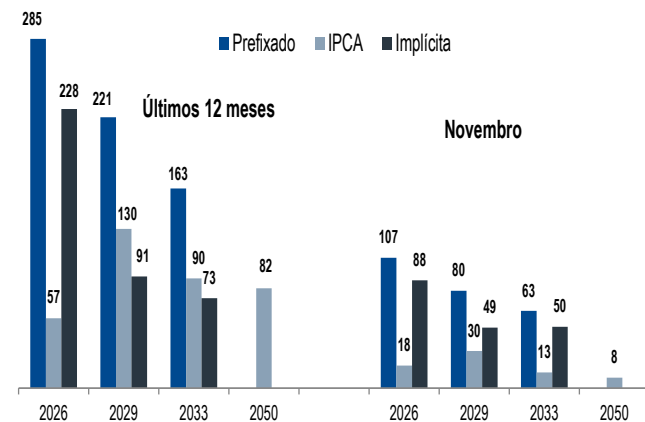
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

Os setores exportadores foram o destaque positivo de novembro, graças à desvalorização do câmbio, mas não conseguiram sustentar a bolsa.



Fonte: Econômica
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.