

Pontos principais

- FOMC decidiu pela alta de 75 bps na *fed funds rate* (FFR), atingindo um intervalo entre 1,50%-1,75%. Powell sinalizou que o comitê vai continuar reativo aos novos dados para decidir uma nova alta de 75bps ou de 50bps.
- Novas projeções (SEP) mostram uma taxa de 3,4% para 2022 e 3,8% em 2023, já superando a taxa neutra e sugerindo um patamar restritivo. Por sua vez, o aperto monetário seria acompanhado de um menor crescimento (1,7% em 2022 e 2023), além de alta de desemprego. A inflação convergiria para a próxima da meta apenas em 2024 (2,2%), o que vemos como desafiador com uma taxa de juros abaixo de 4%.
- Nosso cenário para o ano: julho (+75bps); setembro (+50bps); novembro (+50bps); dezembro (+25bps), levando a taxa para o intervalo de 3,50% e 3,75%.
- Apesar do movimento de preço após a reunião, seguimos vendo suporte para um dólar global forte e acompanhado de nova pressão da curva de juros americana, liderada pelo componente real. Ainda assim, boa parte do ciclo já está precificado, portanto, esses movimentos serão mais tímidos do que os últimos 6 meses.

1. Sobre o mercado de trabalho e a inflação

O desafio com inflação aumentou entre as reuniões. O CPI (1% m/m) voltou a apresentar aceleração no mês de maio, acumulando mais uma forte surpresa (30 bps) e com uma composição ainda desfavorável quando olhamos os núcleos de inflação, mas principalmente as medidas mais sensíveis ao ciclo. As estimativas de médias aparadas do Fed Cleveland, que retira diversos itens voláteis e tem um potencial preditivo, acelerou de 6,2% para 6,5%. Além disso, o mercado de trabalho continua surpreendendo positivamente, com o payroll mostrando criação de 390 mil vagas em maio e uma taxa de desemprego baixa (3,6%). Mais do que isso, Powell revelou na coletiva que o comitê continua considerando que o balanço de risco para o cenário de inflação é altista, seja pelos vetores vindos de China e do mercado de commodities, mas também do mercado imobiliário, que ainda está apertado e pode continuar convivendo com nível de preços elevados.

2. Decisão de alta de juros e futuro da política monetária

Alta de 75bps e mirando para além do neutro. O comitê confirmou a nossa expectativa e do mercado ao elevar o intervalo do *target* do *fed funds rate* em +75 bps (de 1,50% a 1,75%), um call que foi atualizado nesta semana após sinalizações não convencionais por parte do comitê por meio da imprensa. Por sua vez, alguns recados foram dados por meio da atualização do SEP (*Summary of Economic Projections*) – que revelaram um orçamento de +175 bps de juros ainda em 2022. Conforme era esperado, o comitê efetuou uma revisão altista para inflação em 2022 e 2023, e baixista para o crescimento do PIB em igual período.

Comparação da Mediana das Estimativas (Jun/22 vs mar/22)				
	2022	2023	2024	Longo Prazo
PIB (%)				
<i>Junho (Atual)</i>	1.70	1.70	1.90	1.80
<i>Março</i>	2.80	2.20	2.00	1.80
Δ p.p.	-1.10	-0.50	-0.10	0.00
Desemprego (%)				
<i>Junho (Atual)</i>	3.70	3.90	4.10	4.00
<i>Março</i>	3.50	3.50	3.60	4.00
Δ p.p.	0.20	0.40	0.50	0.00
Inflação (PCE, %)				
<i>Junho (Atual)</i>	5.20	2.60	2.20	2.00
<i>Março</i>	4.30	2.70	2.30	2.00
Δ p.p.	0.90	-0.10	-0.10	0.00
Núcleo Inflação (Core PCE, %)				
<i>Junho (Atual)</i>	4.30	2.70	2.30	-
<i>Março</i>	4.10	2.60	2.30	-
Δ p.p.	0.20	0.10	0.00	-
Juros (Fed Funds Rate, %)				
<i>Junho (Atual)</i>	3.4	3.8	3.4	2.5
<i>Março</i>	1.9	2.8	2.8	2.4
Δ p.p.	1.5	1.0	0.6	0.1

Fonte: Federal Reserve e BTG Pactual

A mediana do comitê optou por formalmente levar a taxa de juros esperada (3,4%) para um patamar acima do neutro de longo prazo (2,5%), mas ainda abaixo de 4%. Nesse cenário, com um baixo custo de desemprego (4,1% em 2024), seria possível trazer a inflação para próximo da meta em 2023 (2,6%) e 2024 (2,2%). Entendemos como dois cenários desafiadores: i) desemprego aumentar 50 bps (dos atuais 3,6%) sem gerar uma crise, algo não verificável nos últimos 70 anos, sobretudo considerando um ambiente atual de 2 vagas abertas para cada desempregado; ii) uma taxa de juros abaixo de 4% como suficiente para convergir a inflação para a meta.

E sobre a possibilidade de mais um +75 bps? A porta ainda está aberta. No esperado questionamento sobre a continuidade do ritmo de alta de juros (+75 bps), Powell revelou que esse *pace* não é usual e que foi uma resposta extraordinária para um conjunto de novas informações, mas que a próxima elevação será novamente dependente dos dados e que o cenário está aberto tanto para 50bps, quanto para 75bps. A fala pode inicialmente parecer *dovish*, dado que o mercado chegou a precificar 75 bps em julho, mas cabe lembrar que na última reunião, tal ritmo chegou a ser formalmente descartado, uma situação bem divergente da atual e ainda assim as condições financeiras foram apertadas.

Nossa visão

Alteramos nosso cenário para Fed Funds Rate em 2022: intervalo entre 3,5% e 3,75%. À luz dos novos dados de inflação e comunicação do FOMC, revisamos nosso call de juros para a seguinte sequência: julho (+75bps); setembro (+50bps); novembro (+50bps); dezembro (+25bps), levando a taxa para o intervalo de 3,50% e 3,75% no final deste ano (3,625% de taxa média). Naturalmente, a expectativa para setembro está amplamente condicionada ao fluxo de novos dados até a próxima reunião (27/jul), a saber: CPI, PCE, payroll e indicadores de expectativa de inflação de médio e longo prazo.

Revisão reflete a continuidade de um cenário de inflação desafiador. As nossas projeções de inflação para 2022 (PCE 5,6%) e 2023 (PCE 3,3%) ainda estão acima da meta e do próprio cenário do FOMC, assim como as principais métricas de expectativa de mercado de médio e longo prazo: i) 2,9% em 2023, no Survey of Professional Forecasters do Fed Philadelphia; ii) 3,9% nas expectativas de 3 anos da Survey of Consumer Expectation do Fed Nova York; iii) 3,3% nas expectativas do consumidor em 5 anos, mensurado pela Universidade de Michigan; iv) 2,72% na inflação implícita (breakeven) no juro do título de 10 anos.

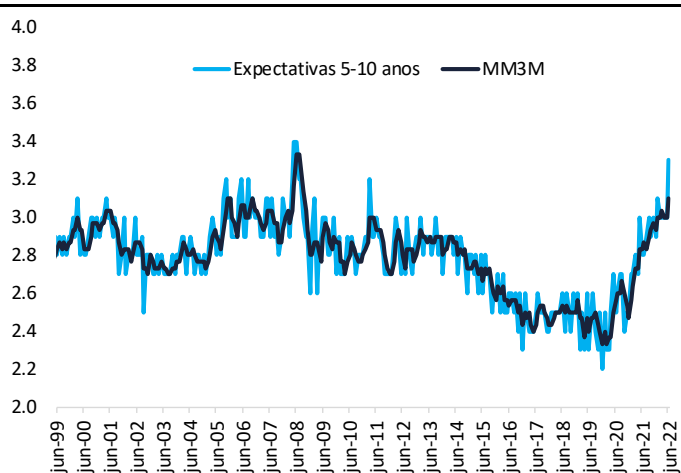
A projeção nowcasting do CPI em junho, pelo Fed Cleveland, já está em 0,98%, ao passo que as coletas de curto prazo para os custos com energia – em especial gasolina – continuam mostrando renovação da pressão no *headline* para o mês. Vale lembrar, por sua vez, que as expectativas de inflação reveladas pelo consumidor (e que o FOMC foi reativo) é muito sensível à inflação corrente e também por fatores inerciais, deixando pouco espaço para acomodação até a próxima reunião.

Continuamos com o call de dólar forte e rotação fatorial no mercado acionário

Em 03/novembro do ano passado passamos a trabalhar com um call de juros global mais forte e abertura da curva de juros americana. Desde então, o juro de 10y saiu de 1,58% para 3,40% (quase 190bps) e o DXY (dólar) se fortaleceu de 95 para 105,5 pontos. Olhando à frente, entendemos que uma parcela importante do ciclo *de fed funds rate* já foi precificado na curva, mas os riscos para as taxas continuam sendo altista – ainda que não na mesma intensidade dos últimos 6 meses. Por sua vez, quanto ao dólar, seguimos vendo um diferencial de juros favorável aos EUA quando comparado a Zona do Euro, Reino Unido e Japão. Dessa forma, esses dois vetores continuam sendo ventos contrários para um fortalecimento do Real e um fechamento da curva de juro real doméstica.

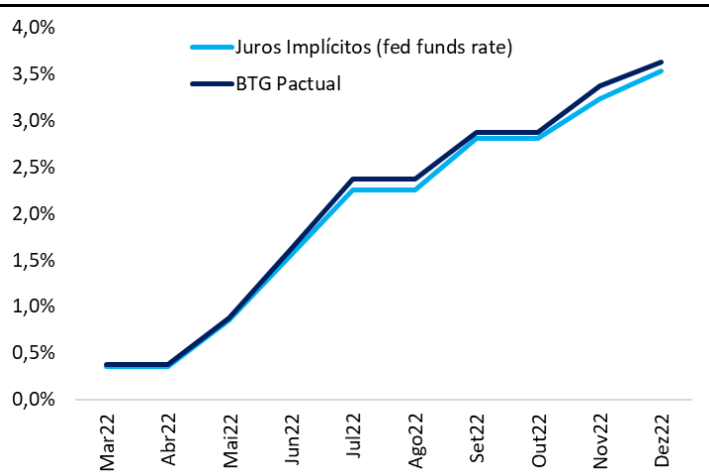
Por sua vez, continuamos vendo espaço para teses de “valor” (*value*) performando acima de “crescimento” (*growth*). A primeira cesta envolve empresas de *commodities*, financeiro, indústria, saúde e etc. Já a segunda, é notavelmente marcada por empresas de tecnologia. Isso fica mais claro em nossa alocação na Carteira de BDRs, que é setorialmente diversificada, mas com peso em empresas de valor.

Expectativas de inflação (%) – Univ. de Michigan



Fonte: UMich e BTG Pactual

Expectativa de juros americano (fed funds rate, %)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Macro & Estratégia – BTG Pactual

economia@btgpactual.com

Álvaro Frasson

alvaro.frasson@btgpactual.com

Arthur Mota

arthur.mota@btgpactual.com

Leonardo Paiva

leonardo.paiva@btgpactual.com

Luiza Paparounis

luiza.paparounis@btgpactual.com

Disclaimer

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e os seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal. Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses.

Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx

Disclaimer US: Este material, preparado pelo Banco BTG Pactual S.A., uma instituição financeira registrada e regulada no Brasil, está sendo disponibilizado pela BTG Pactual US Capital, LLC ("BTG US") uma corretora registrada perante a SEC / FINRA e não configura consultoria, oferta, solicitação de oferta, ou recomendação para a compra ou venda de qualquer investimento ou produto específico. Este material não é direcionado a você se o BTG Pactual, ou as suas afiliadas, forem proibidos ou possuírem restrições em relação à distribuição destas informações em sua jurisdição. As informações e opiniões aqui expressas são consideradas confiáveis à data desta publicação e foram obtidas de fontes públicas e fidedignas. Nenhuma garantia ou responsabilidade, expressa ou implícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade ou totalidade das informações aqui apresentadas exceto pelas informações relacionados ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e suas afiliadas. As informações fornecidas devem ser tratadas de forma confidencial e não devem ser, em parte ou em todo, reproduzidas ou ter suas cópias circuladas sem prévia autorização do BTG Pactual.