

Resumo Estratégico

- O FOMC confirmou nossas expectativas e do mercado, elevando em 75 bps a *fed funds rate* (FFR) e atingindo um intervalo entre 3,00%-3,25%. Powell reforçou que o comitê planeja deixar a taxa elevada por mais tempo e vê riscos em cortes prematuros – contrariando a visão de mercado.
- As novas projeções do FOMC (divulgadas no SEP) mostram uma taxa de 4,4% para 2022 e 4,6% em 2023, entrando num patamar que o FOMC considera “suficientemente restritivo”. Por sua vez, o aperto monetário seria acompanhado de um menor crescimento (0,2% em 2022 e 1,2% em 2023), além de alta de desemprego (4,4% em 2023). A inflação convergiria para a próxima da meta apenas em 2024 (2,3%).
- Nosso cenário para o ano permanece: novembro (+75bps); dezembro (+50bps); fevereiro (+25 bps), levando a taxa para o intervalo entre 4,50% e 4,75%.
- Seguimos vendo suporte para um Dólar global forte (DXY atualmente em 111), call iniciado no terceiro trimestre do ano passado, mas uma pressão marginal na curva de juros americana.

1. Sobre o mercado de trabalho e a inflação

Novos dados de inflação impactaram a visão do FOMC. A nova surpresa no núcleo do CPI de agosto (0,6% m/m vs 0,3% estimado), assim como dados de atividade ainda robustos, motivaram uma preocupação adicional no FOMC, que continua vendo um balanço de risco altista para a inflação americana. Como já foi feito em outras reuniões, o comitê optou por manter a frase no comunicado em que reforça “altamente atento aos riscos inflacionários”, com Powell levantando na coletiva de imprensa o caso dos aluguéis como exemplo. Nas medidas mais tradicionais, a desaceleração da inflação acumulada em 12 meses deve ocorrer apenas a partir de setembro. Powell também revelou algumas métricas que considera relevante, com o PCE (inflação meta do comitê) anualizado de 3 e 6 meses acima de 4,5%, o que considera um patamar em que o Fed “não deseja estar”.

Mercado de trabalho ainda apertado e dificuldades de evitar uma recessão. O comitê iniciou mais uma vez seu comunicado apontando que o crescimento americano está moderado, com Powell reconhecendo que a desaceleração da inflação não virá “sem dor”, sobretudo considerando a expectativa do FOMC por um crescimento “abaixo da tendência” – o que já sugere uma menor confiança do que antes quanto a possibilidade de evitar uma recessão. No diagnóstico do presidente do Fed, quanto mais tempo a taxa ficar restritiva, menor a probabilidade de um “*soft landing*”. Sobre o mercado de trabalho, a visão ainda é de um aperto maior do que o desejado, mas também de algum reconhecimento de dados melhores no último *payroll* (quando o desemprego subiu, assim como a taxa de participação). Por outro lado, a vacância ainda é um ponto de atenção e motiva um posicionamento *hawkish*.

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

Movendo a taxa para um nível “suficientemente restritivo”: + 75 bps. O comitê confirmou a nossa expectativa e do consenso de mercado ao elevar o intervalo do *target* do *fed funds rate* em +75 bps (intervalo de 3,00% a 3,25%),

de forma unânime. Powell iniciou a coletiva já reforçando que o comitê está fortemente comprometido em reduzir a inflação e busca a estabilidade de preços, com o discurso focado exclusivamente em inflação e pouco em riscos baixistas como a desaceleração econômica. Já tínhamos reforçado que esse era nosso cenário no [Pré-FOMC \(13/set\)](#).

Comparação da Mediana das Estimativas (Set/22 vs Jun/22)					
	2022	2023	2024	2025	Longo Prazo
PIB (%)					
<i>Setembro (Atual)</i>	0.20	1.20	1.70	1.80	1.80
<i>Junho</i>	1.70	1.70	1.90		1.80
Δ p.p.	-1.50	-0.50	-0.20		0.00
Desemprego (%)					
<i>Setembro (Atual)</i>	3.80	4.40	4.40	4.30	4.00
<i>Junho</i>	3.70	3.90	4.10		4.00
Δ p.p.	0.10	0.50	0.30		0.00
Inflação (PCE, %)					
<i>Setembro (Atual)</i>	5.40	2.80	2.30	2.00	2.00
<i>Junho</i>	5.20	2.60	2.20		2.00
Δ p.p.	0.20	0.20	0.10		0.00
Núcleo Inflação (Core PCE, %)					
<i>Setembro (Atual)</i>	4.50	3.10	2.30	2.10	-
<i>Junho</i>	4.30	2.70	2.30		-
Δ p.p.	0.20	0.40	0.00		-
Juros (Fed Funds Rate, %)					
<i>Setembro (Atual)</i>	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
<i>Junho</i>	3.4	3.8	3.4		2.5
Δ p.p.	1.0	0.8	0.5		0.0

Fonte: Federal Reserve e BTG Pactual

Comitê convergiu suas projeções para o nosso cenário. O comitê optou por formalmente levar a mediana da taxa de juros esperada para 2022 (de 3,4% para 4,4%) e 2023 (de 3,8% para 4,6%), ficando exatamente como o nosso cenário base. Nesse ambiente, há um aumento de desemprego para acima do natural (4,4% em 2024), trazendo a inflação para próximo da meta em 2024 (2,4%) e 2025 (2,0%). Por sua vez, o crescimento seria abaixo do potencial entre os anos de 2022 e 2024, e implicitamente mostra grande apetite por subir juros mesmo em um cenário de recessão branda.

Powell chamou atenção durante a coletiva que alguns membros preferem entregar mais 100 bps nesse final de ano (2 altas de 50 bps) do que os 125 bps projetado (uma alta de 75 bps e outra de 50 bps). Pelo nosso acompanhamento de alta frequência, estimamos que a maior parte dos membros votantes preferem +125 bps neste final de ano.

Estaria certa a precificação de cortes de juro no segundo semestre de 2023? O *chairman* foi novamente questionado sobre a precificação na curva futura de uma redução de juros no próximo ano e reforçou, assim como já tinha feito em Jackson Hole, que a história traz aprendizados contra “afrouxamentos prematuros” e que o SEP continua apontando mais altas de juros. O comitê deseja atingir um patamar suficientemente restritivo e ficar lá até a inflação e as expectativas convergirem. Embora o mercado tenha retirado alguns cortes implícitos na curva de *fed funds future*, ainda há cerca de 40 bps de cortes no segundo semestre do próximo ano, deixando o balanço de risco altista para a curva de juros americana.

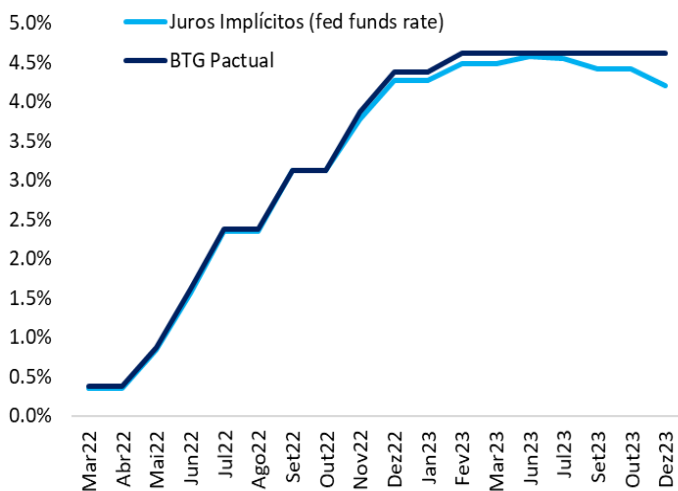
Nossa visão

Seguimos com o call de *Fed Funds Rate* em 2022 (4,25%-4,50%) e 2023 (4,50%-4,75%). Conforme reforçamos em nosso [Pré-FOMC \(13/09\)](#), continuamos com o nosso *call* de: +75 bps em novembro; + 50 bps em dezembro; +25 bps em fevereiro. Com isso, a taxa encerra 2022 entre o intervalo de 4,25-4,50% (mid-point em 4,38%) e faz seu pico entre 4,50%-4,75% (4,63% mid-point). Nossa estimativa segue acima do mercado justamente por não estimarmos os cortes de 50 bps que o mercado coloca na curva de juros no segundo semestre do próximo ano. Até a próxima reunião de novembro teremos diversos indicadores, à saber: 1x CPI, 2x PCE, 1x *Payroll* e indicadores de expectativa de inflação de médio e longo prazo. Por enquanto vemos baixo apetite para uma desaceleração do ritmo de alta de juros, com o mercado já colocando 67% de probabilidade (CME Group) de +75 bps em novembro.

Visão de Mercado

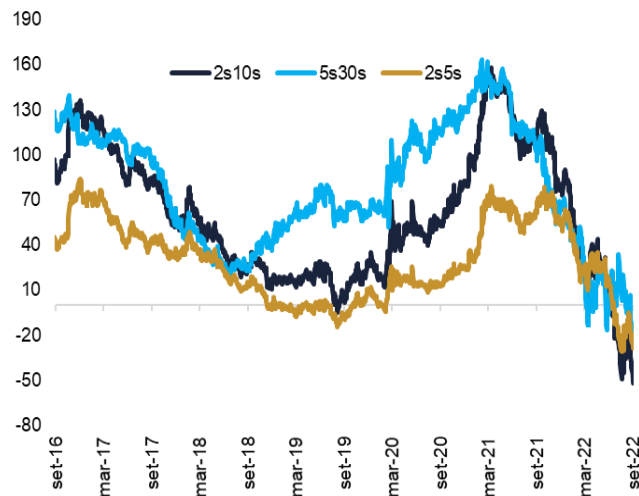
Ainda esperamos uma volatilidade acima do usual no mercado americano, reflexo da precificação necessária para o juros no segundo semestre do próximo ano. Ainda assim, reconhecemos novamente que uma parcela importante do ciclo *de fed funds rate* já foi precificado na curva, sobretudo a taxa terminal. Por sua vez, quanto ao dólar, seguimos vendo um diferencial de juros favorável aos EUA quando comparado à Zona do Euro, Reino Unido e Japão. Dessa forma, entendemos que: i) o Dólar continuará forte no mundo, sobretudo por conta de um Euro enfraquecendo dado a crise na Europa; ii) o mercado seguirá num posicionamento mais defensivo, sem grande apetite ao risco para ativos cíclicos; e iii) os ventos seguem contrários para um fechamento expressivo da curva de juro real doméstica no curto prazo.

Expectativa de juros americano (*fed funds rate*, %)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Inclinação da Curva de Juros US (bps)



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.