

Resumo

- A ata do FOMC reforçou a preocupação com a pressão inflacionária, sem alterar o tom sobre o assunto. Demonstraram maior atenção para os sinais de desaceleração da economia, com apontamento sobre uma melhora no nível de aperto do mercado de trabalho e o ritmo de consumo das famílias.
- O documento também confirmou o que Powell já tinha sinalizado na coletiva: o comitê deve incorporar os efeitos defasados da política monetária nas próximas decisões e que a maioria enxerga espaço para desacelerar o ritmo de alta de juros. Alguns poucos membros já mostram preocupação com estabilidade financeira, caso o ciclo continue nesse ritmo.
- Não alteramos nosso cenário: + 50 bps em dezembro, +50 bps em fevereiro e +25 bps em março. Com isso, a taxa encerra 2022 entre o intervalo de 4,25-4,50% (mid-point em 4,38%) e faz seu pico entre 5,00%-5,25% (5,12% mid-point).

Sobre o mercado de trabalho e a inflação

Economia já sentindo o impacto das condições financeiras. Os membros continuam reconhecendo a desaceleração em setores mais afetados pela taxa de juros, como o caso do *house market*, além da redução do gasto discricionário na faixa de média e baixa renda. Ainda assim, o comitê entende que o balanço das famílias segue saudável, o que suporta o consumo agregado à frente, sobretudo por conta do mercado de trabalho em nível historicamente apertado. Ainda sobre mercado de trabalho, “muitos” membros (~9 membros, no *wording* usual) já veem uma redução do ritmo em direção à uma melhora no balanço de oferta e demanda, inclusive com menor taxa de *turnover* e uma expectativa de aumento de desemprego. Por sua vez, em termos de balanço de risco, a inclinação é baixista para o crescimento, sobretudo por conta da menor contribuição global e pela força do Dólar (afeta exportação).

Inflação continua sendo o principal ponto de preocupação. Alguns membros apontaram que o avanço do salário nominal e o menor ritmo da produtividade não são compatíveis com a meta de 2% e mostraram preocupação com as expectativas de longo prazo ainda acima desse patamar. Naturalmente reconhecem que a inflação está mais persistente do que antes e alguns apontaram que uma piora na situação geopolítica poderia gerar outro risco para o cenário de energia e de inflação.

Desde a reunião, mesmo com a queda do preço do petróleo (WTI de US\$ 90/barril para US\$ 77) e com o CPI abaixo do esperado (20 bps), as expectativas implícitas na curva de juros (swap 5y5y de inflação e implícitas) seguiram resilientes, próximas de 2,5%. A convergência para a meta de longo prazo (2%) deve ocorrer apenas em 2024, e, na visão do comitê, o balanço de riscos continua altista.

Membros do Fed já sinalizaram inclinação para desacelerar ritmo. A ata abordou a mudança de postura do comitê ao sugerir que a “maioria” (~15 membros) enxerga espaço para a desacelerar a taxa em breve e que “vários” (~11 membros) também projetam uma taxa mais elevada do que anteriormente. Essa informação já tinha sido apontada pelo Powell na coletiva de imprensa, reforçando que o FOMC deve revisar o SEP dos atuais 4%-4,75% para um número acima de 5%. O comitê considerou diversos vetores que guiaram as próximas decisões, inclusive o acúmulo do aperto da política monetária e seus efeitos defasados para as próximas decisões. Por sua vez, “diversos” (~5 membros) começam a enxergar maior risco num rápido aumento da taxa de juros e, diferente das reuniões anteriores, alguns membros citaram a preocupação com a estabilidade financeira dado a velocidade do aperto monetário (o que já tem sido vocalizado em discursos por Brainard, George e Evans). Dito isso, reforça nosso *call* de 50 bps em dezembro, mas não muda nossa visão de um ciclo mais longo. Por fim, assim como Powell já havia apontado, o FOMC está dando menos atenção para o ritmo de alta de juros e mais ênfase no nível da taxa terminal e por quanto tempo deverá manter tal posicionamento, numa sinalização ao mercado de que desacelerar o ritmo não deve ser entendido como uma sinalização de proximidade com o fim do ciclo.

E qual nossa visão para frente?

Seguimos estimando uma taxa entre 5,00% e 5,25% para taxa terminal. Conforme ressaltamos em nosso [Pós-FOMC \(02/nov\)](#), nosso *call* de juros reflete a seguinte sequência de altas: + 50 bps em dezembro, +50 bps em fevereiro e +25 bps em março. Com isso, a taxa encerra 2022 entre o intervalo de 4,25-4,50% (mid-point em 4,38%) e faz seu pico entre 5,00%-5,25% (5,12% mid-point). Nossa estimativa segue acima daquela implícita pelo mercado na curva de juros americana (4,62% em dezembro de 2023), mas reconhecemos que as assimetrias são menores.

A reunião de dezembro (14/dezembro) é importante por dois motivos:

1. Além da desaceleração do ritmo de alta de juros para 50 bps, esperamos maior clareza do comitê sobre os próximos passos – se há mais apetite para uma nova desaceleração do ritmo de alta de juros (para os 25 bps). Até lá, o FOMC terá novas informações sobre a inflação (CPI e expectativas do consumidor), o mercado de trabalho (*payroll*) e atividade econômica (ISM). Pelo o que temos de projeção para tais variáveis não vemos espaço para a mudança de tom ou prognóstico.
2. Atualização das projeções do FOMC (o SEP - *Summary of Economic Projections*), entregando de fato uma taxa acima de 5%, na mediana do comitê, além de reforçar um cenário de estabilidade em 2023.

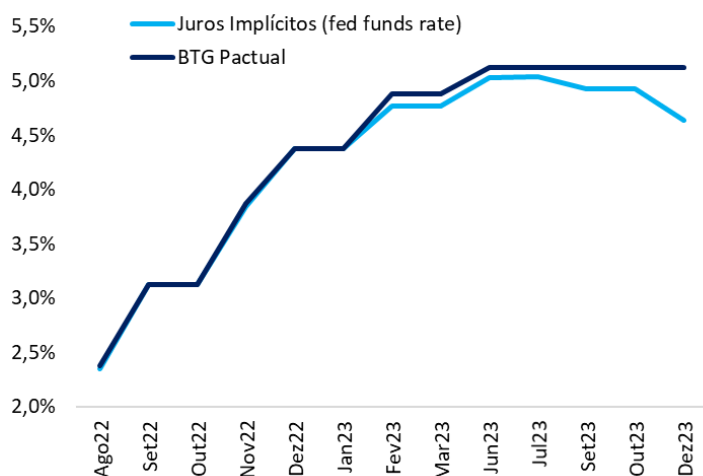
Visão de Mercado

Entendemos que uma parcela importante do ciclo de *fed funds rate* já foi precificado na curva, sobretudo a taxa terminal, mas há espaço marginal para mais volatilidade na curva de juros nos próximos meses dado a

precificação atual de cortes no 2º semestre de 2023. Por sua vez, quanto ao dólar, vemos menos espaço para um *rally* tão forte quanto o observado entre agosto/21-setembro/22. Dessa forma, vemos que: i) o Dólar (DXY) seguirá em patamar elevado, mas num comportamento mais neutro, com leve viés altista; ii) o mercado seguirá num posicionamento leve em relação ao apetite por ativos cíclicos; e iii) menor espaço para nova abertura expressiva da curva de juro real longa nos EUA. Essa combinação de fatores pode criar um ambiente mais construtivo no início do próximo ano.

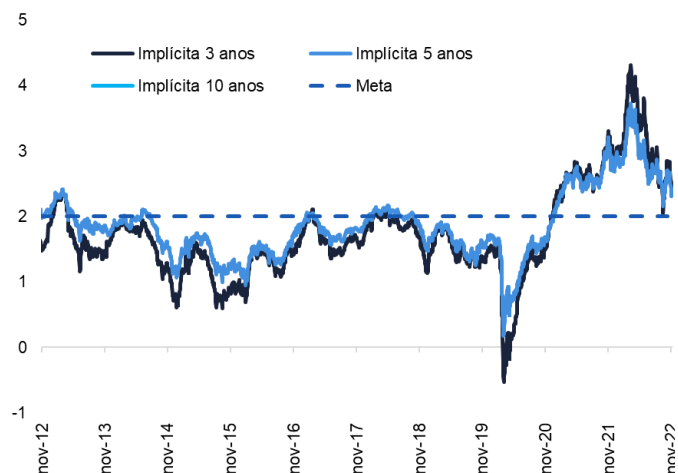
Cenário de Juros

Cenário de *fed funds rate* US (% a.a.)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Inflação implícita (3, 5 e 10 anos, %)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Macro & Estratégia – BTG Pactual

Álvaro Frasson

alvaro.frasson@btgpactual.com

Arthur Mota

arthur.mota@btgpactual.com

Leonardo Paiva

leonardo.paiva@btgpactual.com

Luiza Papparounis

luiza.papparounis@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. 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, 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.