



Sumário

- O Fed sinalizou preocupação com a inflação no curto prazo, mas não anunciou nenhuma medida de aperto monetário no curto prazo.
- O BC endureceu o discurso, sinalizando aumento maior da taxa Selic. Com isso, os juros da parte curta da curva subiram enquanto os da parte longa recuaram. A inflação implícita nas NTN-B também recuou.
- Na contramão da tendência global de valorização do Dólar, o Real teve mais um mês positivo, em função do tom mais *hawkish* do BC.
- Depois de um início promissor, a bolsa brasileira devolveu os ganhos do mês e fechou praticamente no zero-a-zero com o tom mais *hawkish* do BC e a ausência do investidor estrangeiro.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O PIB do 1º trimestre surpreendeu positivamente.			
O IPCA de maio veio acima das expectativas.			
O BC mudou o tom em relação à política monetária, retirando a expressão "ajuste parcial" do comunicado do COPOM.			
A pesquisa trimestral com os diretores do Fed indicou aumento de juros já em 2023, contra previsão anterior em 2024.			
A perspectiva de maior crescimento e maior inflação diminuiu o temor com relação ao risco fiscal.			
O IGP-M de junho e o reajuste da bandeira vermelha 2 vieram abaixo das expectativas.			

Cenário Global

Muito se falou, neste mês de junho, a respeito da mudança de postura do FOMC (comitê de política monetária dos EUA) em relação aos próximos passos para a normalização monetária. Duas coisas chamaram a atenção: 1) a mudança nas previsões dos diretores do Fed a respeito do início do aumento dos juros, de 2024 para 2023 e 2) a entrevista coletiva do presidente Jerome Powell, que teria admitido

sua preocupação com o processo inflacionário. Foi o suficiente para que os mercados precisassem uma política monetária mais dura, o que fez com que a parte curta da curva de juros subisse cerca de 10 pontos-base, ao mesmo tempo em que as taxas da parte longa caíram 10 pontos-base desde a reunião do FOMC.

O nosso portfólio manager especialista em Fed, John Bellows, escreveu uma [breve análise dessa reunião em nosso blog](#). Destacamos a seguir as suas principais conclusões:

- Os dados de desemprego vêm mostrando um mercado de trabalho fraco, enquanto os dados de inflação vêm surpreendendo para cima. São duas forças contrárias, cada uma delas puxando a política monetária para um lado.

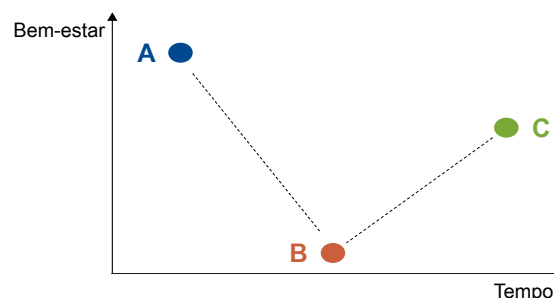
- O FOMC parece ter decidido que as surpresas da inflação são mais importantes, pelo menos por enquanto. Conseqüentemente, como se poderia esperar de um comitê focado nos riscos de alta da inflação, a comunicação do FOMC assumiu um tom mais *hawkish*, apesar de, anteriormente, o FOMC ter sugerido que não reagiria à inflação durante a reabertura, já que qualquer inflação era considerada quase sempre transitória.

- A mudança de ênfase só se fez presente nas previsões para três anos à frente, ao passo que a ação de curto prazo no balanço patrimonial (compra de ativos) permaneceu inalterada. Embora fosse ir longe demais ignorar mudanças nas previsões de inflação do FOMC, também seria inadequado dar às previsões o mesmo peso que as políticas concretas (juros e *Quantitative Easing*). Conseqüentemente, deve-se considerar o fato de que o FOMC não acelerou seus planos de redução gradual das compras de títulos. O cumprimento do cronograma de compra de títulos sinalizou que as decepções do mercado de trabalho são importantes, ressaltando assim a natureza dependente de dados da política do FOMC.

- As previsões podem mudar significativamente de um trimestre para o outro, especialmente no ambiente atual de maior incerteza. Um risco frequentemente discutido é que a inflação pode ser mais persistente do que o esperado. Embora o FOMC provavelmente tenha discutido esse risco, e essa discussão talvez tenha influenciado as previsões dos juros futuros, parece quase certo que outros riscos também foram discutidos. Outro risco que pode ter sido discutido é que as recentes decepções no mercado de trabalho podem ser o início de uma recuperação sem emprego. Ainda outro risco que pode ter sido discutido é o de que o crescimento desacelere mais do que o esperado no próximo ano, após um período verdadeiramente sem precedentes de estímulo fiscal e reabertura este ano. Os investidores fariam melhor em se concentrar nesses riscos, em vez de nas previsões do FOMC, porque, em última análise, o FOMC responderá a qualquer coisa que aconteça. Talvez essa seja a lição mais importante de um dia em que as previsões mudaram, mas as políticas reais do FOMC, não.

Cenário Doméstico

Já dizia Albert Einstein que tudo é relativo. Imagine que existam três estados da natureza, A, B e C, representados no esquema abaixo:



Quando saímos do estado A para o estado B, pior que o estado anterior, leva algum tempo, mas nos acostumamos a este novo estado da natureza, de menos bem-estar. Por outro lado, quando saímos do estado B para o estado C, parece que tudo melhora, pois já estávamos acostumados ao estado B. No entanto, este estado é pior do que o inicial, o A. Mas aquele estado inicial está em um passado distante, o que importa é que saímos do estado B para um melhor, o C. A felicidade é relativa.

Muitos fenômenos durante esta pandemia parecem-se com esta trajetória. Saímos do fundo do poço B, mas estamos ainda longe do estado inicial A. A sensação, no entanto, é positiva. Vamos usar este esquema para descrever o que vem ocorrendo com a sensação de risco fiscal.

Antes da pandemia, estávamos trabalhando com um preocupante nível de dívida bruta/PIB de 78%. Tratava-se de um nível muito acima do que estávamos acostumados até 2015, que girava em torno de 60%, número este já muito alto em relação à média das economias emergentes. Portanto, a preocupação era como o governo faria a relação dívida/PIB recuar para os patamares anteriores.

Veio a pandemia, e aquele estado inicial A de 78% ficou para trás rapidamente. Fechamos o ano de 2020 com uma relação dívida bruta/PIB de 90% e, no início deste ano, a previsão do mercado era da ordem de 93% para o final de 2021. Este era o estado B. No entanto, agora em junho as previsões estão girando em torno de 83%, nada menos do que 10 pontos percentuais abaixo do número de seis meses atrás. Dois fatores concorreram para tamanha revisão:

- 1) Crescimento do PIB acima das expectativas. No início do ano, o PIB projetado para 2021 era de cerca de 3%. Hoje, as expectativas estão em 5%, uma revisão de 2 pontos percentuais.

- 2) Inflação acima das expectativas. No início do ano, as expectativas para o IPCA de 2021 eram de 3,30%. Hoje, estão em 5,90%, cerca de 2,6 pontos percentuais acima. Já as projeções para o IGP-M estavam em

4,50% no início do ano, e hoje estão em nada menos do que 19,10%, uma revisão de 14,6 pontos percentuais. Como o que importa para o cálculo do PIB nominal é o deflator do PIB, que é uma mistura de preços no varejo (IPCA) com preços no atacado (IGP-M), podemos assumir que a surpresa na inflação tenha sido responsável pelos restantes 8 pontos percentuais na revisão da relação dívida/PIB.

Com a relação dívida bruta/PIB em 83%, menos de um ano depois de previsões que chegavam a quase 100%, a sensação de alívio é generalizada. Trata-se do estado C visto no esquema acima. Isto explica, em parte, o recente comportamento benigno das taxas de juros mais longas, além da bolsa e do câmbio. Pouco importa que esse estado C seja pior que o estado A inicial, que já era, em si, preocupante. Estamos comemorando uma substancial melhora de uma situação que era ainda pior.

Obviamente, trata-se de uma situação não sustentável a longo prazo. Vimos que grande parte da revisão da relação dívida bruta/PIB se deu pela surpresa inflacionária, que infla o PIB nominal. Na prática, esta surpresa inflacionária diminui a dívida por dois canais: 1) diminuindo o déficit fiscal, ao aumentar a arrecadação (os impostos têm uma indexação natural à atividade econômica) sem que haja, em um primeiro momento, aumento das despesas no mesmo montante e 2) diminuindo a despesa com juros, pois os juros reais *ex-post* tornam-se negativos (já é o segundo ano consecutivo em que a Selic perderá da inflação).

Para continuar neste processo, ou seja, para que a inflação continue a ajudar no controle da dívida, é necessário que as surpresas inflacionárias continuem. Não basta, portanto, que a inflação seja alta, é necessário que ela seja crescente, e sempre acima das expectativas. Assim, as receitas do governo sempre vão crescer mais do que as despesas e os juros reais serão sempre negativos. É justamente este fenômeno que está por trás dos processos inflacionários descontrolados. A inflação não somente é alta, mas é crescente, justamente para “queimar” dívida pública. É claro que não se trata de um cenário desejável.

Portanto, o estado C a que nos referimos acima é ilusório. A única forma de diminuir a relação dívida/PIB de maneira sustentável é fazer superávits primários. O resto é mágica monetária, que não costuma acabar bem. Mas, por enquanto, o mercado confia que o BC irá cumprir a sua meta de inflação no longo prazo. Com isso, a questão fiscal deverá voltar à pauta em algum momento no futuro. Enquanto o futuro não chega, o mercado vai curtindo o estado C, o da felicidade possível.

Renda Fixa

O BC pintou-se para a guerra. Na última reunião do COPOM, abandonou a expressão “ajuste parcial”, que vinha constando de seus comunicados desde que começou o ciclo de aperto monetário e abriu a possibilidade de acelerar o passo para chegar antes à sua meta para a taxa Selic neste ciclo. O problema é saber qual é esta meta.

Vamos assumir que a taxa de juros real neutra da economia, aquela que não desacelera e nem acelera o crescimento econômico, seja de 3%. Portanto, a taxa Selic neutra, sendo uma composição da taxa de juros real neutra mais a inflação no médio prazo (assumindo 3,50%, que é a meta para o ano que vem), seria de 6,50%. Estamos hoje em 4,25%. Seguindo no atual passo de 0,75% por reunião, chegaríamos aos 6,50% em mais 3 reuniões. Ou em mais 4 reuniões, se considerarmos uma desaceleração do passo no final do ciclo. Como faltam 4 reuniões até o final do ano, chegaríamos em 6,50% somente em dezembro. É razoável?

Segundo a ata da última reunião do COPOM, foi discutida a possibilidade de aumentar o passo do ajuste para 1,00%, o que possibilitaria chegar em 6,50% em 3 reuniões, já desacelerando o passo na última reunião, em outubro. O problema dessa possibilidade é que parece difícil conceber que, acelerando o passo, o objetivo seja chegar apenas em 6,50%. Esta aceleração parece somente fazer sentido se o BC vê como possível ou até desejável uma taxa Selic acima do neutro.

Com essa mudança na comunicação do BC, alteramos a nossa projeção para a taxa Selic de 5,50% para 6,50% no final do ano, mantendo este mesmo patamar ao longo de 2022. Avaliamos que, dado o caráter não permanente do atual processo inflacionário, e o ainda grande hiato do produto presente na economia brasileira, mesmo com as surpresas positivas de crescimento, o BC não precisará elevar a taxa básica de juros acima do nível neutro de 6,50%. Claro que esta previsão está sujeita, principalmente, à trajetória dos preços das commodities e do câmbio nos próximos meses. Assumimos que haverá um alívio nos preços das commodities e acomodação do câmbio nos atuais patamares.

A curva de juros reagiu à decisão e à ata do COPOM da maneira clássica: a parte curta da curva de juros prefixados subiu entre 25 e 50 pontos-base, enquanto a parte longa recuou cerca de 10 pontos-base, precificando uma inflação menor no futuro. Já a parte curta da curva de juros reais subiu cerca entre 40 e 60 pontos-base, indicando uma inflação ligeiramente menor. Aparentemente, a postura mais *hawkish* do BC passou uma mensagem crível para o mercado de juros.

Câmbio

O Real mais uma vez destacou-se positivamente no cenário global de moedas, valorizando-se 4,6% no mês de junho contra o Dólar, sendo a moeda que mais se valorizou dentre as principais moedas globais. Desta vez não foi um movimento generalizado de desvalorização da moeda norte-americana: somente o Rublo e o Peso Mexicano acompanharam o Real neste mês. No ano, o Real se valoriza 5,1% em relação ao Dólar, sendo também a moeda que mais se valorizou no período.

Essa performance pode ser explicada pelo movimento mais *hawkish* do BC brasileiro, um dos poucos que está elevando a taxa de juros de maneira agressiva no momento, além de um certo alívio com as contas públicas no curto prazo, como explicamos acima.

Depois da forte correção dos últimos três meses, consideramos que o Real, do ponto de vista fundamentalista, encontra-se ainda levemente subvalorizado no atual patamar, em relação ao que seria um câmbio de equilíbrio de longo prazo. Sendo assim, tudo o mais constante, avaliamos que há espaço para alguma valorização adicional do Real, ainda que em menor magnitude do que vimos nos últimos três meses.

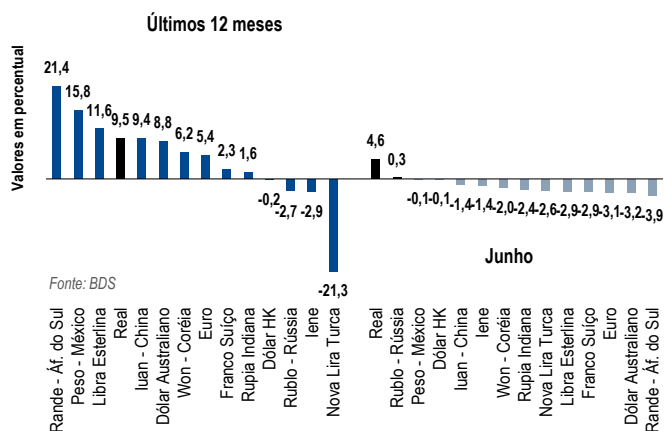
Bolsa

A bolsa apresentou comportamento errático durante o mês. Depois de bater a máxima histórica de 130.776 pontos (quase 4% de alta no mês), o mercado não conseguiu sustentar esse nível, fechando com alta de apenas 0,5%, a 126.800 pontos. A melhora da percepção fiscal e as expectativas de maior crescimento econômico impulsionaram a alta no início do mês, mas um Fed e um BC mais *hawkish* jogaram água no chopp do mercado acionário. Agregue-se a isso o fato de que a bolsa vem de um rally relativamente forte este ano, e de o investidor estrangeiro estar retraído, temos um ambiente um pouco mais desafiador para a bolsa no curto prazo.

Estando próximo de sua máxima histórica, do ponto de vista de *valuation* a bolsa brasileira tem um potencial de alta um pouco mais limitado. Para avaliar este potencial, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 11,0x (no final de junho, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 10,3x). Estimamos crescimento dos lucros em +95% em 2021, queda de 6% em 2022 e estabilidade em 2023. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 11,0x daqui a um ano (em jun/22), e o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jun/23), o IBrX deveria subir cerca de 10% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jun/21. Para termos um *upside* maior, por exemplo de 20%, precisaríamos considerar uma reprecificação do P/L da bolsa para algo mais perto de 12. É possível, ainda mais considerando que este foi o P/L médio dos últimos 5 anos.

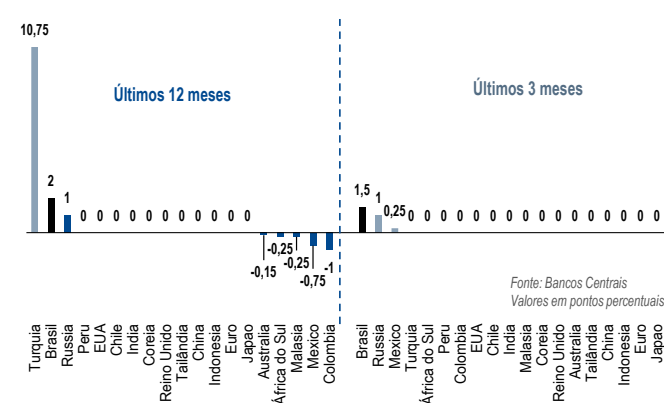
Moedas (contra o dólar)

O Real destacou-se na contramão do mercado de moedas, em um mês com valorização do dólar globalmente.



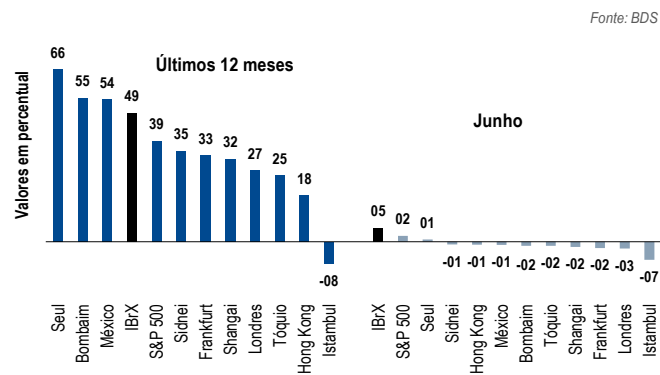
Taxas básicas de juros - variação

Somente Brasil, Rússia e México estão subindo as taxas de juros no momento, mas devem ser seguidos em breve por outras economias emergentes.



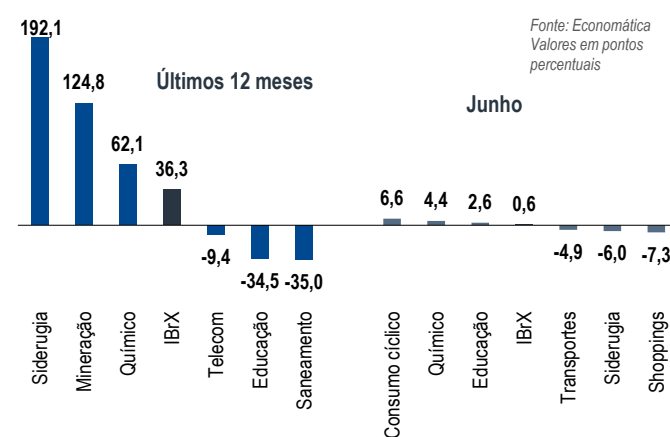
Bolsas do mundo (em dólar)

Graças também à valorização do Real, a bolsa brasileira foi a melhor dentre as principais bolsas em maio, destacando-se também nos últimos 12 meses.



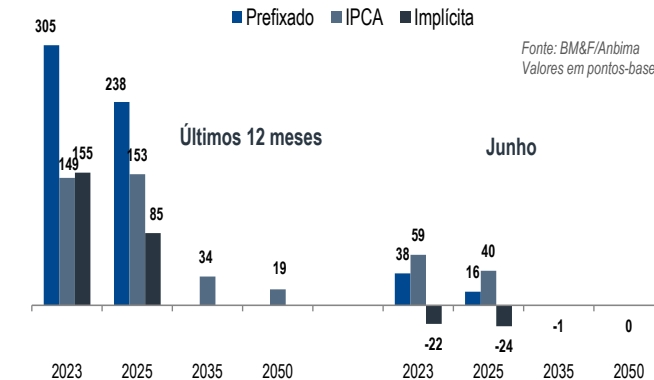
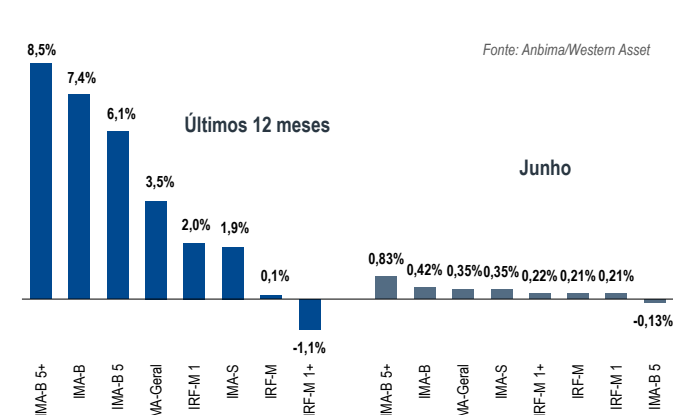
Principais destaques da bolsa

Em um mês sem grandes destaques, a performance das ações foi mais afetada por fatores específicos das empresas e menos por fatores setoriais.



Renda fixa local

Os prefixados ficaram para trás neste mês de junho, em função da postura mais hawkish do Banco Central na última reunião do COPOM. Como consequência, os juros reais subiram mais, fazendo recuar a inflação implícita nas NTN-B.



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.