



Sumário

- O Fed, em princípio, descartou aceleração do ritmo de aperto monetário para 75 pontos-base, o que trouxe alívio aos mercados.
- O projeto de redução do ICMS cobrado sobre combustíveis e energia fez preço nas taxas de juros mais curtas, mas a parte mais longa da curva de juros continuou precificando um cenário complicado para a inflação.
- O real voltou a se apreciar em maio, refletindo o entendimento de que o Fed não praticará uma política monetária tão restritiva quanto a que estava sendo precificado pelos mercados.
- Após iniciar o mês em baixa, a bolsa local recuperou-se na segunda metade do mês, acompanhando as bolsas globais, também em função da mensagem mais dovish por parte do Fed.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

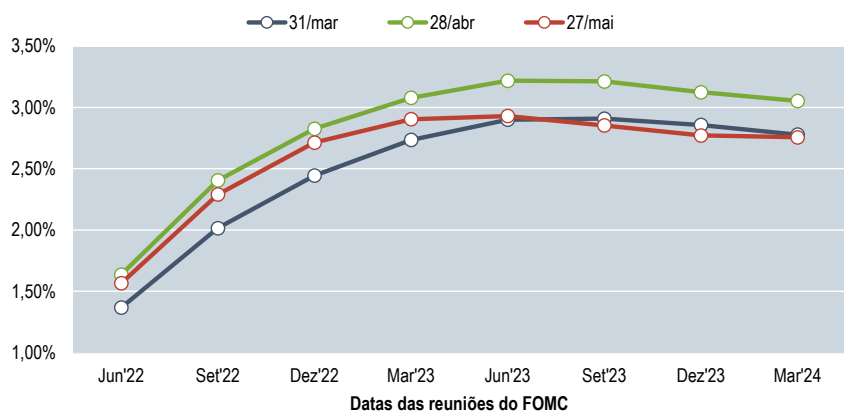
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A continuidade da deterioração das expectativas com relação ao aperto monetário do Fed e uma provável desaceleração da atividade econômica global fez preço na primeira metade do mês.	↓	↓	↓
Projeto para limitar o ICMS sobre alguns segmentos econômicos (combustíveis, eletricidade, telecomunicações e transportes públicos) afetou positivamente as expectativas de inflação para 2022.	↑	→	→
A percepção de que o lockdown em Xangai pode estar próximo do fim proporcionou algum alívio para os mercados.	↑	↑	↑
A sinalização, por parte do Fed, de que aumentos de 0,75% estariam fora da mesa, fez com que os mercados reavaliassem o nível terminal do ciclo de aperto monetário.	↑	↑	↑

Cenário Global

EUA

Pela primeira vez desde o início do ano, a curva de juros nos EUA cedeu, como podemos ver no Gráfico 1.

Gráfico 1: Taxa básica de juros prevista na curva de juros (%aa)



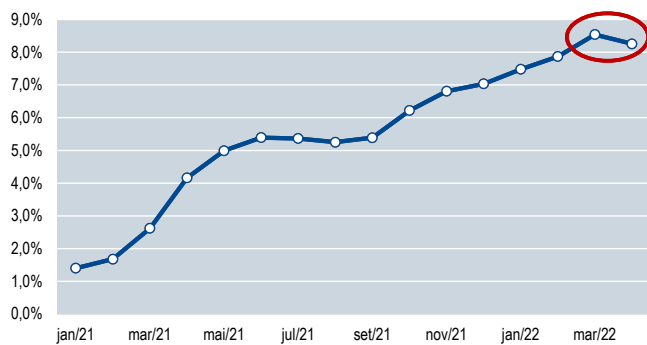
Fonte: Federal Reserve Bank of Atlanta

Resta saber se foi somente uma pausa no processo de incorporação de expectativas de uma política monetária com uma missão quase impossível pela frente, ou, pelo contrário, significa o fim da deterioração dessas mesmas expectativas, dados os primeiros sinais de uma estabilização da inflação e de desaceleração da atividade econômica.

Coube à própria autoridade monetária o papel de acionar o freio de arrumação. Na ata da reunião do Comitê de Política Monetária de maio, pode-se ler: “A maioria dos participantes avaliou que aumentos de 50 pontos-base na taxa básica provavelmente serão apropriados nas próximas reuniões”. Ou seja, o Comitê afastou, pelo menos por ora, a hipótese de aceleração do passo de aumento dos juros, o que levou o mercado a reavaliar a taxa terminal do ciclo.

Além disso, pela primeira vez desde setembro do ano passado, a inflação ao consumidor mostrou alguma estabilização, ainda que em nível bastante alto, conforme podemos observar no Gráfico 2. Alguns dados de atividade também mostraram alguma desaceleração na margem, aumentando a percepção de que, talvez, o aperto monetário não precise ser tão intenso quanto se temia.

Gráfico 2: Inflação ao Consumidor EUA (%aa)



Fonte: BLS

Em linha com este certo alívio, a bolsa americana recuperou-se na segunda metade do mês, quando chegou a estar caindo quase 6%, para fechar o mês no zero a zero.

China

Informações de que o lockdown em Xangai estaria sendo amenizado animaram os mercados durante o mês de maio, sinalizando uma volta à normalidade. No entanto, o equilíbrio ainda é muito instável. Enquanto o governo chinês insistir na estratégia Covid-zero, podemos esperar interrupções temporárias em cadeias produtivas e redução de atividade econômica, o que pode prejudicar o crescimento econômico global ao longo do tempo.

A guerra na Ucrânia

A União Europeia aprovou um boicote parcial ao petróleo russo. Aliado à falta de perspectiva de um fim para a guerra na Ucrânia, foi um fator

adicional para que o preço do petróleo ultrapassasse o nível dos US\$ 120. Aparentemente, a continuidade da guerra vem fazendo cristalizar um cenário de escassez de commodities de maneira geral, o que deve manter preços de alimentos e energia pressionados por ainda algum tempo, tornando mais complexa a tarefa dos bancos centrais.

Cenário Local

Renda Fixa

Forças opostas atuaram no mercado de renda fixa local em maio. No início do mês, tivemos a continuidade do movimento de abril, com números de inflação corrente acima das expectativas e a percepção de um aperto monetário mais duro por parte do Fed afetando negativamente as taxas de juros locais. Na primeira quinzena, o pré25 chegou a subir 60 pontos-base, respondendo a essa deterioração das expectativas. No entanto, o avanço das discussões sobre um teto para o ICMS sobre combustíveis e energia, além de notícias de alívio nos lockdowns da China, fizeram com que toda essa alta fosse devolvida ao longo da segunda quinzena. No final do mês, no entanto, com a inflação na Europa acima das expectativas e o preço do barril de petróleo ultrapassando US\$ 120, a curva de juros voltou a subir, com o pré25 fechando o mês em alta de 23 pontos-base.

As taxas das NTN-B mais curtas subiram mais do que os seus correspondentes prefixados, fazendo com que a inflação implícita mais curta recuasse. Isso aconteceu por conta da expectativa de limitação do ICMS sobre combustíveis e energia. Por outro lado, os cupons das NTN-B mais longas subiram menos, fazendo com que a inflação implícita embutida nos vencimentos mais longos se elevasse, em uma demonstração de que o mercado não extrapola para o futuro os efeitos desse corte do ICMS. De maneira geral, a inflação implícita continua acima de 6% ao longo de toda a curva de juros, muito acima de 3%, que é a meta de inflação a partir de 2024.

Câmbio

Como resultado da percepção de uma política monetária mais dura por parte do Fed, o dólar valorizou-se globalmente na primeira metade do mês, com o real chegando a se desvalorizar quase 5% em relação à moeda norte-americana. Após a reunião do FOMC, no entanto, com a mensagem de que, a princípio, não seriam feitos movimentos mais intensos de elevação das taxas de juros, as moedas, de maneira geral, recuperaram terreno. No caso do real, a moeda brasileira terminou o mês com valorização de 4,0%, acumulando apreciação de 18,0% ao ano.

Avaliamos que, do ponto de vista fundamentalista, o real aparentemente encontra-se próximo do seu valor justo. Uma valorização adicional mais consistente da moeda deveria ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais definitivo da questão fiscal.

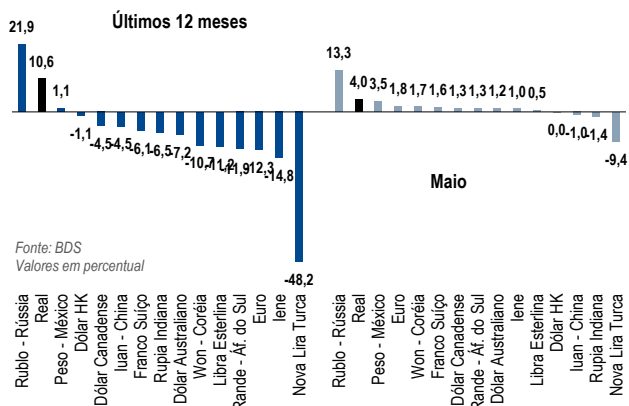
Bolsa

Assim como ocorreu com outros ativos de risco, a bolsa local deu continuidade ao movimento de abril, ainda refletindo o temor de uma política monetária mais restritiva por parte do Fed. Com isso, o IBrX chegou a recuar quase 5% até meados do mês, para depois recuperar-se, após a reunião do FOMC tirar da mesa a possibilidade de aceleração do aperto monetário. Com isso, o IBrX terminou o mês de maio com alta de 3,2%, acumulando valorização de 6,6% no ano.

Para avaliar o potencial de alta da bolsa, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,5x ao final deste período (no final de maio, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,1x). Estimamos crescimento dos lucros em 12% em 2022, queda de 4% em 2023 e crescimento de 1% em 2024. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 8,5x daqui a um ano (em mai/23), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até mai/24) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 26% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em mai/22. Há que se considerar que o P/L considerado para este exercício está significativamente abaixo da média dos últimos 5 anos, mais próxima de 11,5.

Moedas (contra o dólar)

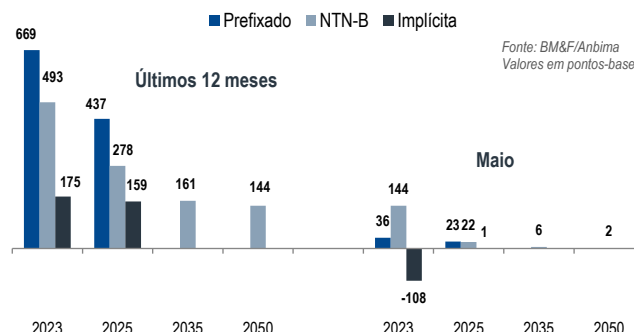
O real se destacou em um mês de desvalorização do dólar. Destaque negativo para a Lira Turca, que vem refletindo uma política monetária leniente com a inflação.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

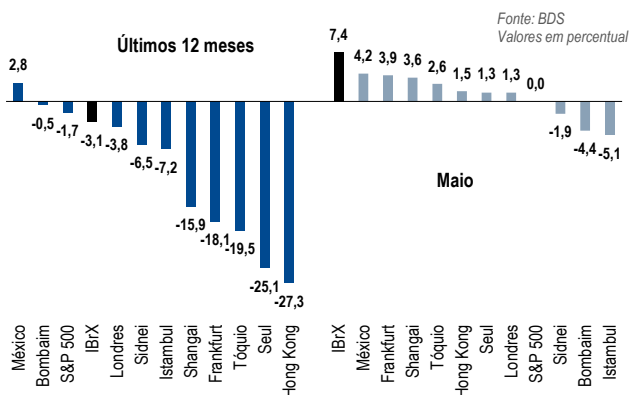
O Brasil começou o ciclo de aperto monetário antes e com mais intensidade, mas vem sendo ultrapassado recentemente por outros países da América Latina.



Fonte: BM&F/Anbima
Valores em pontos-base

Bolsas do mundo (em dólar)

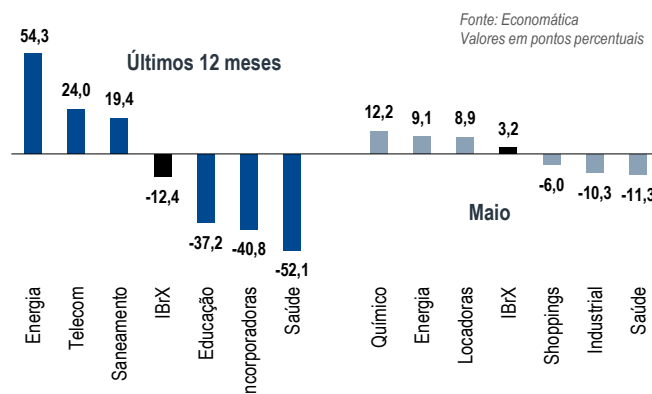
A bolsa brasileira foi a mais beneficiada pela percepção de um Fed mais dovish, além de sinais de melhora do cenário da pandemia na China.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

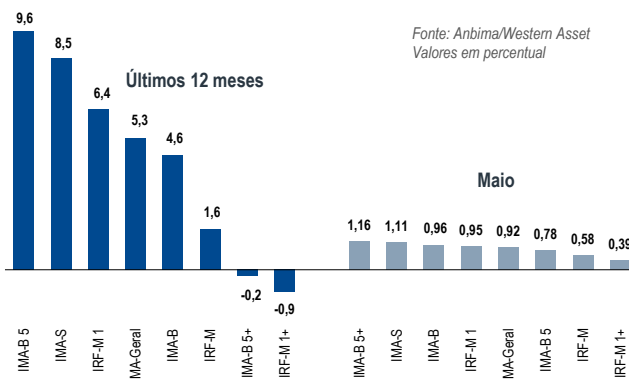
O setor de saúde vem liderando as perdas na bolsa, com frustração de crescimento e resultados afetando o setor.



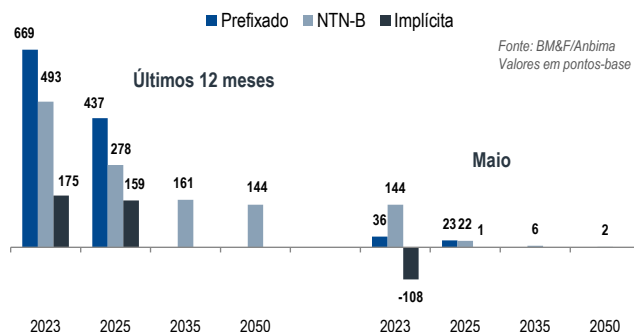
Fonte: Economática
Valores em pontos percentuais

Renda fixa local

O avanço do projeto de teto para o ICMS fez com que o cupom das NTN-B mais curtas subisse, resultando em uma inflação implícita menor na ponta curta da curva de juros. A parte mais longa das curvas subiu ligeiramente, mas o carregamento do IPCA, que foi bastante positivo, compensou este movimento, tornando o IMA-B5+ o índice de melhor retorno no mês.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual



Fonte: BM&F/Anbima
Valores em pontos-base

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 2022. 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.