



Sumário

- O Fed, reagindo a dados de inflação menos benignos, decidiu aumentar o ritmo de aumento das taxas de juros, levando os mercados a temerem uma desaceleração mais forte da atividade econômica global.
- As taxas de juros locais subiram em função do aumento do risco global e, também, do aumento do risco fiscal decorrente de projeto com o objetivo de liberar gastos acima do teto de gastos.
- O real foi a pior moeda global em um mês de desvalorização generalizada em relação ao dólar, em função de uma política monetária mais restritiva nos EUA.
- A bolsa brasileira seguiu as bolsas globais e recuou fortemente, com o receio de uma desaceleração mais forte da atividade econômica global.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Inflação ao consumidor em maio pior que as expectativas nos EUA pesou sobre os mercados.	↓	↓	↓
O Fed cedeu ao mercado e aos dados e decidiu subir os Fed Funds em 75 pontos-base. As projeções dos diretores do Fed pioraram significativamente.	↓	↓	↓
Constantes notícias de novos gastos extra-teto com vistas à eleição colocaram stress sobre a questão fiscal..	↓	↓	↓
A aprovação do limite de cobrança de ICMS significou alívio para a inflação no curto prazo.	↑	→	→

Cenário Global

Foi necessário apenas um número de inflação acima das expectativas para virar o mercado de cabeça para baixo em junho, o que demonstra o nível de insegurança dos investidores. Vínhamos de um mês de maio relativamente tranquilo, em que o Fed havia elevado a taxa de juros em 50 pontos-base e havia telegrafado outros dois aumentos de mesma magnitude nas duas reuniões seguintes do Comitê de Política Monetária. Na coletiva de imprensa após a reunião de maio, o presidente do Fed, Jerome Powell, disse textualmente:

“Um aumento de 75 pontos-base não é algo que o Comitê esteja ativamente considerando. O que nós estamos fazendo, nós subimos 50 pontos-base hoje. E nós afirmamos, novamente, assumindo que as condições econômicas e financeiras evoluam de modo consistente com nossas expectativas, há um sentimento generalizado no Comitê que aumentos adicionais de 50 pontos-base devem estar na mesa nas próximas duas reuniões. [...] Portanto, o teste é realmente o que acabei de expor – condições econômicas e financeiras evoluindo mais ou menos em linha com as expectativas. E penso que as expectativas são de que comecemos a ver a inflação estabilizar – não necessariamente cair, mas veremos mais evidências (de que a inflação está estabilizando)”.

Esta leitura benigna no mês de maio veio a reboque de uma inflação ao consumidor em abril mais bem-comportada. Apesar de ligeiramente acima das expectativas, o acumulado de 12 meses havia recuado de 8,5% para 8,3%, e certamente foi a isso que o presidente do Fed se referiu.

O problema é que, o que era para ser o início de um processo lento e acidentado de queda, foi aparentemente adiado pela leitura da inflação de maio, divulgada no dia 09/06: 1,0% no mês, contra expectativa de 0,7%, e acumulado em 12 meses de 8,6%, novo recorde desde dez/1981. Quando observamos o gráfico da inflação (Gráfico 1), no entanto, não parece ser algo tão grave:

Gráfico 1: Inflação ao Consumidor EUA (%aa)

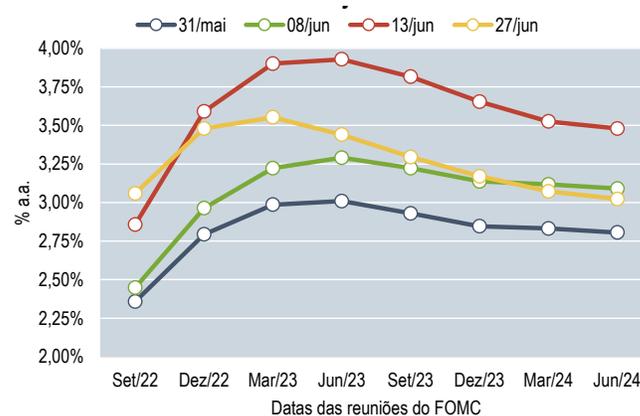


Observando os números de março, abril e maio, veremos uma inflação estável, que é mais ou menos ao que Jerome Powell se referiu na coletiva de maio. O problema é que, para este nível de inflação, não basta que a inflação esteja estável, é necessário que comece uma trajetória firme de queda. A última leitura desmente a anterior, o que nos leva de volta ao cenário de incerteza sobre a trajetória da inflação. Foi exatamente esta a leitura do Fed em sua reunião de junho, quando decidiu aumentar o ritmo de elevação da taxa de juros para 75 pontos-base, ao contrário do que o seu presidente havia afirmado na reunião anterior. Na coletiva de imprensa de junho, Jerome Powell explicou da seguinte forma a decisão:

“Na reunião de maio último, havia um sentimento generalizado do Comitê de que um aumento de 50 pontos-base deveria ser considerado nesta reunião se as condições econômicas e financeiras evoluíssem de acordo com as expectativas. Também afirmamos que estávamos muito atentos aos riscos inflacionários e seríamos ágeis em responder aos dados e à evolução do cenário. Desde então, a inflação surpreendeu novamente para cima, alguns indicadores de expectativas de inflação subiram, e as projeções de inflação deste ano foram revisadas notavelmente para cima. Em resposta a esses desenvolvimentos, o Comitê decidiu que um aumento maior da taxa básica era o mais adequado”.

Portanto, fica claro que o Fed está supersensível aos dados de curtíssimo prazo na condução da política monetária, provavelmente porque o nível das taxas de juros está ainda muito baixo e falta ainda muito espaço para a normalização da taxa básica de juros. Essa supersensibilidade não passou despercebida pelo mercado, que rapidamente ajustou a curva de juros para cima, considerando a “agilidade” do Fed para responder a dados de curto prazo, voláteis por natureza. No gráfico 2, em que mostramos as próximas decisões do Fed embutidas na parte mais curta da curva de juros, podemos observar o grande ajuste sofrido pela curva entre o dia 08/06, véspera da divulgação da inflação ao consumidor, e o dia 13/06, dois dias úteis depois da divulgação. Lembrando que o Comitê de Política Monetária teria lugar somente no dia 15/06. Ou seja, o mercado reagiu ao número antes do Comitê, o que nos leva a crer que o Comitê reagiu não somente ao número da inflação, mas também ao mercado. Todos concordaram que um curso de ação mais duro deveria ser adotado. No início do mês, a curva embutia uma taxa básica de 2,35% em setembro, passando a precificar 2,85% depois da divulgação. Ou seja, o mercado precificou 50 pontos-base a mais, compatível com a aceleração do processo de 50 para 75 pontos-base nas duas reuniões seguintes. Visto de outra maneira: a curva precificava, no final do mês, mais de 3,00% de taxa básica na reunião de setembro. Se a taxa básica, hoje, está em 1,50%, temos mais 1,50%

Gráfico 2: Taxa básica de juros prevista na curva de juros

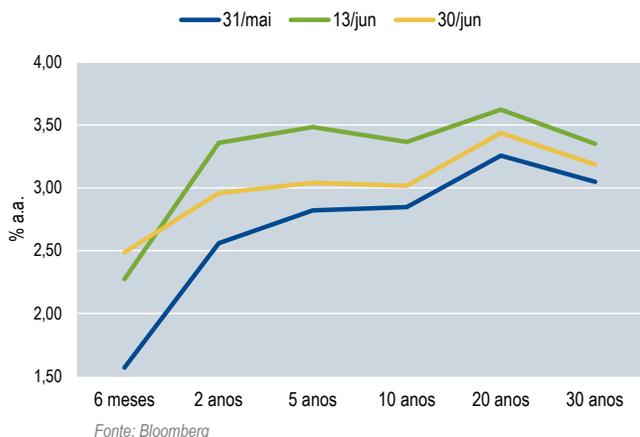


Fonte: Federal Reserve Bank of Atlanta

distribuídos nas próximas duas reuniões (julho e setembro), o que nos dá mais 75 pontos-base em cada uma dessas reuniões. Trata-se de um ajuste muito rápido, sob qualquer ângulo que se analise.

Interessante observar o recuo observado nas previsões para os próximos passos do Fed entre a data do FOMC e o final do mês, provavelmente refletindo os efeitos de uma desaceleração maior da atividade econômica sobre as decisões do Fed no ano que vem. O efeito desse temor de desaceleração pode ser visto ao longo de toda a curva de juros, conforme podemos observar no gráfico 3.

Gráfico 3: Curva de juros - EUA



Note como, depois de a curva de juros ter se ajustado de maneira quase paralela depois da divulgação da inflação ao consumidor, o receio de uma recessão fez com que a parte mais longa recuasse das máximas do mês, enquanto a parte mais curta (6 meses) permaneceu mais ou menos no mesmo nível. A curva de juros passou a precificar uma taxa de juros mais alta no curto prazo, o que deve causar uma desaceleração mais forte da atividade econômica.

As projeções dos diretores do Fed se mostraram alinhadas a esta preocupação com o processo inflacionário e com o ajuste rápido nas taxas de juros. Nos gráficos 4, 5 e 6, podemos observar a evolução da mediana das projeções dos diretores do Fed em relação, respectivamente, à taxa básica de juros, inflação e crescimento do PIB para 2022, 2023, 2024 e Longo Prazo.

Observe como a inflação projetada aumenta de maneira significativa para este ano, mas permanece relativamente bem-comportada nos anos seguintes. Isso acontece porque os diretores do Fed veem a taxa de juros bem mais alta neste ano e nos seguintes do que vinham estimando há alguns meses. Ou seja, os diretores do Fed veem uma política monetária bem mais apertada, o que deveria ser suficiente para trazer a inflação para baixo no ano que vem. O efeito colateral, como não poderia deixar de ser, é um PIB mais baixo: a previsão para o PIB deste ano despencou de 4,0% no final do ano passado para algo próximo de 1,5% na reunião de junho.

Gráfico 4: Previsões do Fed para a taxa básica de juros

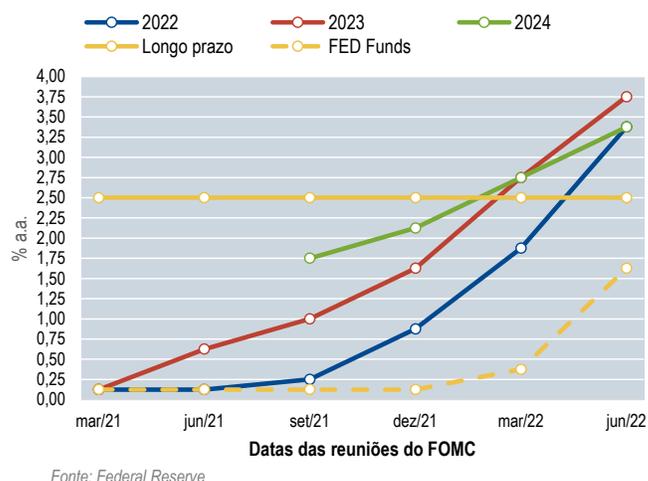
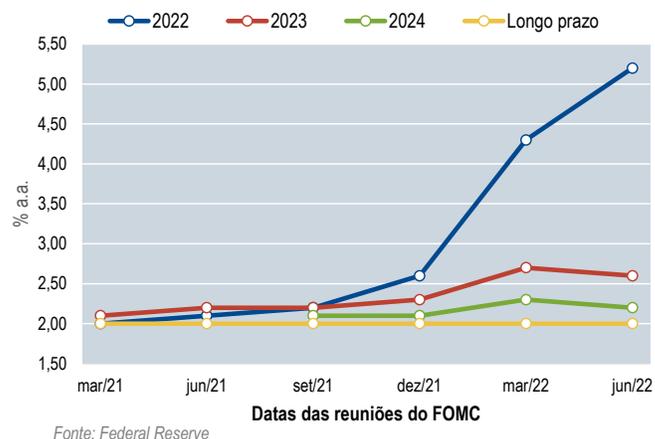
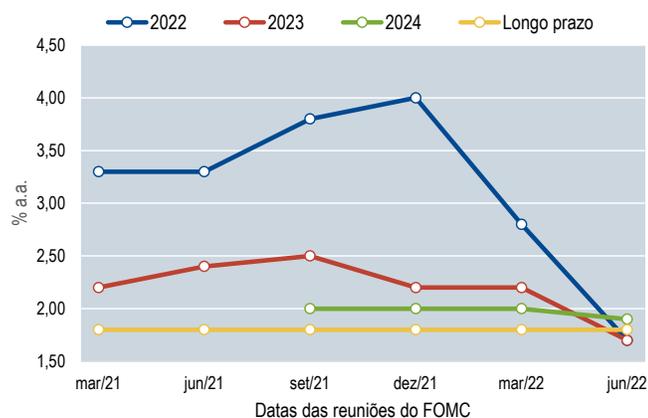


Gráfico 5: Previsões do Fed para a inflação



Não à toa, a bolsa vem refletindo um receio crescente de uma desaceleração mais forte da atividade econômica nos EUA, que poderia chegar a uma recessão. O S&P500 fechou em queda de 7,4% em junho, completando 6 meses de desvalorização quase ininterrupta. Nesse primeiro semestre, o S&P500 recuou 20,2%, sendo o pior primeiro semestre para a bolsa americana desde o ano de 1970. Em períodos de 6 meses, o último pior do que este semestre foi o período de outubro/2008 a março/2009, no momento mais crítico da crise do subprime.

Gráfico 6: Previsões do Fed para o PIB



O nosso cenário-base é de que o Fed não necessitará aumentar as taxas de juros mais do que já está implícito na curva, e de que haverá uma desaceleração da atividade econômica nos EUA sem, no entanto, que a economia americana entre em recessão.

Cenário Local

Renda Fixa

As taxas de juros no mercado doméstico, de maneira geral, fecharam em alta no mês de junho. Na primeira metade do mês, o mercado local foi influenciado pelos dados de inflação nos EUA, o que levou os mercados globais a anteciparem um endurecimento ainda maior da autoridade monetária americana, o que acabou sendo confirmado na reunião do Comitê de Política Monetária nos EUA, com o aumento do ritmo de elevação da taxa básica de juros de 50 para 75 pontos-base. Em seguida, houve um certo recuo das taxas de juros, na medida em que o mercado foi colocando nos preços a possibilidade de uma desaceleração mais acentuada da atividade econômica nos EUA. No entanto, no final do mês, as taxas locais voltaram a subir em decorrência das discussões em torno da PEC do aumento do auxílio Brasil e outras bondades, que significariam uma licença para gastar extra-teto de gastos. A taxa do prefixado com vencimento em janeiro/25 fechou em alta de 48 pontos-base.

A parte curta da curva de NTN-B teve alta ainda mais acentuada, refletindo o impacto da aprovação do projeto de redução do ICMS, que deve retirar algo como 2 pontos percentuais da inflação deste ano. Com isso, o cupom da NTN-B com vencimento em maio/23 subiu 85 pontos-base, fazendo com que a inflação implícita nesta parte da curva recuasse cerca de 100 pontos-base. A parte intermediária/longa da curva de juros também sofreu, subindo cerca de 20 pontos-base, em função do aumento da percepção de risco fiscal.

Câmbio

A aceleração do ritmo de aperto monetário por parte do Fed pesou sobre todas as moedas globais, mas o real foi a moeda de pior performance no mês. A moeda brasileira desvalorizou-se 9,7% em junho contra o dólar, na maior desvalorização mensal desde março/2020, mês que marcou o início da pandemia. O real já está 11,9% abaixo do melhor nível do ano, no início de abril. Além disso, as discussões a respeito de gastos acima do teto de gastos ajudaram a aumentar a percepção de risco-país, o que também pesou sobre a moeda.

Avaliamos que, do ponto de vista fundamentalista, o real 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.

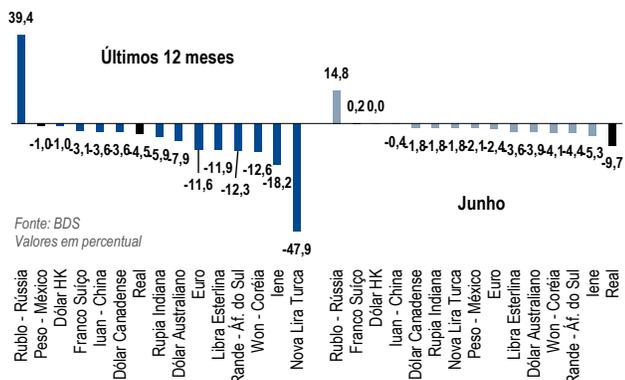
Bolsa

Assim como ocorreu com outros ativos de risco, a bolsa local refletiu a aceleração do ritmo de aumento das taxas de juros nos EUA, além da perspectiva de uma desaceleração mais forte da atividade econômica global. Com isso, o IBrX fechou com queda de 11,6%, a maior em um mês desde março/2020, acumulando queda de 5,7% no ano. O Ibovespa perdeu o nível simbólico dos 100 mil pontos, fechando junho em 98,5 mil pontos.

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 junho, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 6,4x). Estimamos crescimento dos lucros em 4% em 2022, queda de 7% em 2023 e crescimento de 5% em 2024. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L de 8,5x daqui a um ano (em jun/23), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jun/24) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 42% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jun/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 liderou as perdas das moedas em relação ao dólar, em um mês de aceleração da elevação dos juros nos EUA.



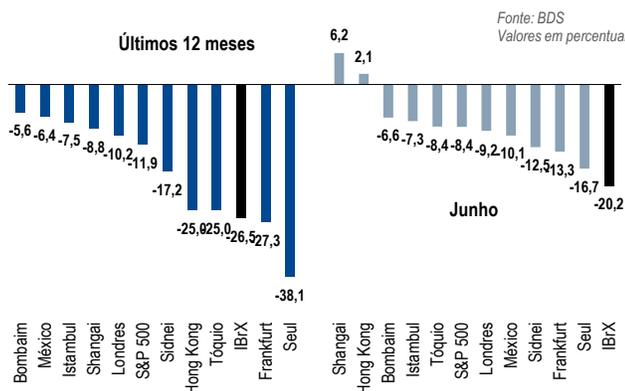
Taxas básicas de juros - variação

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



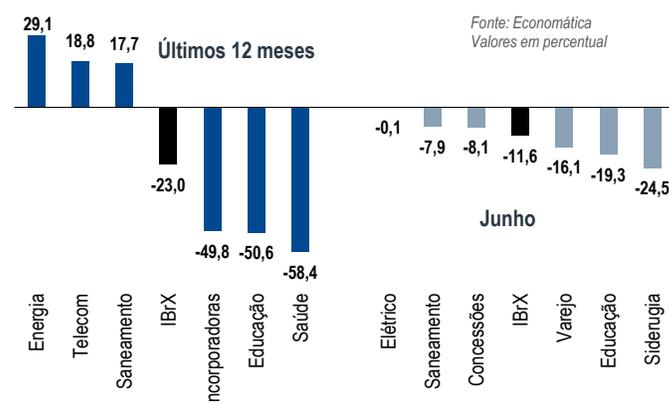
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira liderou as perdas em dólar, em um mês de aumento da aversão a risco, causado pela aceleração do aperto da política monetária nos EUA.



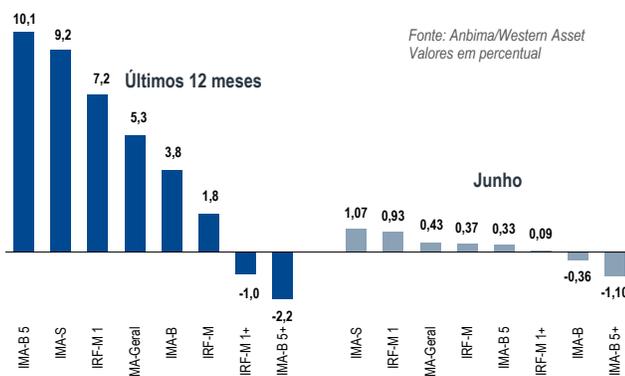
Principais destaques da bolsa

Em um mês de perdas na bolsa, destaque positivo para o setor elétrico, com a boa performance de Eletrobras em função da privatização.



Renda fixa local

A aprovação 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 também subiu, tanto em função do aumento do risco em geral pela aceleração do aperto monetário nos EUA, quanto pelo aumento do risco fiscal no Brasil.



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.