

Cenário

No âmbito externo, o destaque de fevereiro foi a abertura das taxas de juros nos Estados Unidos. A taxa de 10 anos subiu cerca de 40 pontos-base e, apesar de ainda se situar em patamar historicamente baixo (1,4%), o movimento foi relativamente rápido e se refletiu em outros ativos, como as taxas de juros dos emergentes, nas moedas e bolsas globais.

Essa elevação dos juros está associada a uma conjunção de fatores que deve levar a um excepcionalismo da economia americana em 2021 e 2022: políticas monetária e fiscal fortemente expansionistas; ritmo de vacinação surpreendendo para melhor; e queda esperada da taxa de poupança das famílias, sustentando o consumo. Isso deve gerar uma aceleração da atividade americana que, somada à alta das commodities nos últimos meses, reforça o cenário de elevação da inflação global (*reflation*), com risco de alguma antecipação das altas de juros pelo Fed.

No Brasil, o principal destaque também vem da antecipação da normalização monetária. Esperamos que o BC suba a Selic em 50 pontos base em março e que a aceleração do passo a partir de maio seja uma possibilidade real. Há pelo menos quatro vetores reforçando esse cenário:

- A inflação continua surpreendendo para cima, em especial dos bens industriais e dos ligados às commodities. Nossa projeção para o IPCA em 2021 já está em 4,3%;
- Os dados de atividade estão mais resilientes do que o esperado, com queda apenas moderada do PIB no primeiro semestre e prováveis medidas de antecipação de renda, bem como o auxílio emergencial;
- O cenário de juros internacionais muito baixos, forte expansão fiscal e reabertura das economias continua favorecendo o cenário de *reflation* global e pressiona as commodities;
- A deterioração do balanço de riscos doméstico: após uma eleição favorável na Câmara e no Senado, vimos (i) aumento do ruído sobre a política de preços de combustíveis e energia; (ii) auxílio emergencial fora do teto de gastos; (iii) dúvidas sobre o andamento das compensações (gatilhos) da PEC emergencial; e (iv) ausência até aqui do apoio explícito do Executivo a reformas que tenham algum custo político.

Esses fatores apontam para uma assimetria no cenário de inflação à frente, o que deve se traduzir em um orçamento maior do ciclo de ajuste da Selic em 2021.

Por fim, em fevereiro vimos uma piora da pandemia no Brasil, dinâmica que deve continuar em março. Essa poderia, em tese, ser uma fonte desinflacionária de curto prazo, mas a evidência brasileira sugere que o efeito dos lockdowns sobre a atividade e a inflação deve ser bem menor hoje, comparativamente a 2020. Adicionalmente, esse possível efeito deve possivelmente ser contrabalanceado pelo aumento do risco percebido fiscal (aumento da probabilidade de um auxílio emergencial maior no tempo).

Posicionamento

Diante da deterioração do balanço de riscos no Brasil, voltamos a diminuir nossas apostas otimistas no Brasil. No mercado internacional, aproveitamos a abertura das taxas para voltar a aplicar a parte curta da curva mexicana.

Brasil

Renda Variável: zeramos nossa posição direcional comprada. Na seleção de ações, também adotamos uma postura mais defensiva. As principais posições compradas estão nos setores de energia renovável, mineração e siderurgia, *e-commerce*, varejo e serviços financeiros. As maiores posições vendidas estão nos setores de energia, bancos e *shoppings*.

Câmbio: diminuimos a venda do dólar contra o real. Ainda acreditamos que o real seja o ativo brasileiro com o maior prêmio de risco no Brasil.

Taxas de Juros: estamos tomados na parte intermediária da curva de juros.

Internacional

Estamos sem posição relevante em moedas fora o BRL. No Chile, zeramos a compra do peso contra uma cesta de moedas. Na Colômbia, zeramos a posição tomada na inclinação da curva de juros após a abertura recente. No México, aproveitamos a queda da taxa básica no início do mês para realizar lucro na posição aplicada e voltamos a aplicar o vértice de um ano após a recente abertura generalizada das curvas.

Atribuição de Performance

As principais contribuições positivas vieram do book de ações micro, da posição tomada no juro brasileiro, das posições em juros na Colômbia e no peso chileno. Em contrapartida, contribuíram negativamente as compras do real e do Ibovespa.

Estratégia	Fevereiro	Ano	Desde o Início
Juros Brasil	0.41%	(0.47%)	(0.54%)
Câmbio Brasil	(0.64%)	(1.57%)	(1.46%)
Internacional	0.56%	0.52%	2.49%
Ações Macro	(0.59%)	(0.60%)	0.06%
Ações Micro	1.58%	1.68%	2.81%
Caixa	(0.04%)	(0.03%)	(0.37%)
Alpha Total	1.28%	(0.47%)	2.99%
Custos	(0.18%)	(0.35%)	(1.75%)
CDI	0.14%	0.29%	1.26%
RADAR FIC FIM	1.24%	(0.53%)	2.50%