

CARTA MENSAL

JULHO 2021

Cenário

Em julho, assistimos a um recrudescimento dos casos de Covid no mundo desenvolvido, em decorrência da proliferação da variante Delta, mais contagiosa que as cepas anteriores. A velocidade do aumento de casos levou a uma piora da aversão ao risco global, que somente começou a diminuir à medida que a eficácia das vacinas se mostrava fundamental para atenuar os óbitos e hospitalizações: a quarta onda que atingiu o Reino Unido teve magnitude de 80% em termos de casos em relação à onda anterior, mas menos de 10% em termos de óbitos. Isso reforça a importância de completar o esquema vacinal o mais rapidamente possível.

Nos EUA, o Federal Reserve reconheceu que a economia apresentou avanços em relação às metas traçadas, e que sua decisão sobre iniciar o processo de redução de compra de ativos estará mais ligada à evolução da economia daqui em diante. Esperamos uma sinalização mais clara já nas próximas reuniões do Fed, e seu início efetivo entre o fim de 2021 e começo de 2022.

No Brasil, houve melhora no ritmo da vacinação e queda de óbitos e casos, dinâmica que deve melhorar ainda mais em agosto e setembro, com a chegada de 60 milhões de doses em cada mês. Essa evolução positiva tem levado a uma reabertura da economia mais rápida do que a antecipada, favorecendo o crescimento do PIB de curto prazo: prevemos alta de 1% para o terceiro trimestre.

Na inflação, os dados voltaram a surpreender para cima, agora em itens mais ligados a serviços. Adicionalmente, geadas mais intensas, piora do nível dos reservatórios e mais risco de aceleração da inflação de serviços ligados à reabertura levaram a uma nova deterioração das expectativas de IPCA tanto para 2021 quanto para 2022, que haviam iniciado uma trajetória baixista após discurso mais duro do Banco Central.

A isso se soma a chegada do mês de agosto, que costuma ser o mais crítico do ponto de vista fiscal, com discussão do orçamento do ano seguinte. Nossa percepção é que há assimetria negativa para as contas públicas no curto prazo: (i) a inflação mais pressionada pode diminuir ainda mais o espaço no teto para 2022 – estimamos que o espaço já seja inferior a R\$ 20 bilhões; (ii) o governo tem sinalizado que quer viabilizar um programa de renda que, em nossa avaliação, é incompatível com o teto de gastos; (iii) as discussões sobre a reforma tributária caminham na direção de um déficit maior do que o estimado inicialmente pelo governo; (iv) voltou à mesa de discussão a utilização de empresas estatais para viabilizar programas sociais, piorando a governança orçamentária; (v) descobriu-se um valor de pagamento de precatórios para 2022 muito acima do estimado pela equipe econômica, o que deve levar a uma revisão das regras fiscais com resultado potencialmente bastante negativo.

Mesmo na ausência desses riscos fiscais, o cenário de atividade resiliente e surpresas altistas na inflação corrente e expectativas já levariam a um discurso mais duro do Banco Central. Com o aumento da assimetria fiscal, entendemos que há espaço para que o BC aumente o tom de preocupação com a inflação (e com o cenário como um todo) e promova um ajuste ainda mais intenso da Selic. Acreditamos que, além de acelerar o passo para 100bps, o BC deva sinalizar uma taxa terminal mais alta.

Posicionamento

No Brasil, abrimos posições táticas buscando nos beneficiar de um aumento nos prêmios de risco resultantes da deterioração fiscal e da piora nas perspectivas de inflação. No mercado internacional, seguimos com posições tomadas em alguns países emergentes e nos Estados Unidos.

Brasil

Renda Variável: estamos liquidamente vendidos em renda variável no Brasil. Seguimos comprados nos setores de varejo, energia renovável, saúde e serviços financeiros. Temos posições vendidas em bancos, *utilities*, alimentos e bebidas, entre outros.

Câmbio: invertemos a posição em relação ao último mês. Estamos atualmente comprados no dólar contra o real. No cupom cambial, estamos levemente tomados e aumentamos a aposta de inclinação.

Taxas de Juros: voltamos a montar posição tomada em juros nominais.

Internacional

Em moedas, zeramos a compra do dólar contra uma cesta de moedas de países desenvolvidos. Na renda fixa, reduzimos parcialmente as posições tomadas em juros nominais nos EUA e na África do Sul, voltamos a tomar a parte curta no Chile e zeramos a posição aplicada na Colômbia.

Atribuição de Performance

As principais contribuições negativas para a rentabilidade do mês vieram das posições tomadas em juros nos EUA, na África do Sul e de *steepening* na curva mexicana. Também contribuíram negativamente a posição comprada no real e as posições táticas em juros brasileiros.

Estratégia	Julho	Ano	Desde o Início
Juros Brasil	(0.19%)	(0.05%)	(0.12%)
Câmbio Brasil	(0.27%)	0.76%	0.87%
Internacional	(0.76%)	2.22%	4.24%
Ações Macro	(0.07%)	0.30%	0.96%
Ações Micro	(0.03%)	(0.44%)	0.68%
Caixa	0.02%	(0.02%)	(0.36%)
Alpha Total	(1.30%)	2.76%	6.27%
Custos	(0.19%)	(1.80%)	(3.18%)
CDI	0.36%	1.63%	2.62%
RADAR FIC FIM	(1.14%)	2.58%	5.72%