

## Cenário

O processo de elevação dos juros longos nos EUA continuou sendo destaque no mês de março. Além dos dados econômicos correntes melhores do que o esperado, a vacinação ganhou velocidade e já se reflete em queda expressiva dos óbitos, o que deve levar à reabertura quase completa da economia nos próximos meses. A combinação da diminuição dos efeitos recessivos da pandemia com juros baixos, forte estímulo fiscal e poupança elevada das famílias, deve levar a uma aceleração do crescimento do PIB e a uma redução expressiva do desemprego até o final de 2021.

Desde o início do ano, esse cenário de *reflação* global já elevou as *treasuries* em cerca de 80 pontos, com efeitos nas taxas longas de praticamente todos os emergentes. A discussão de cortes adicionais de juros no México se encerrou; Brasil, Rússia e Turquia já iniciaram movimentos de alta na taxa básica.

No cenário local, há um mix de notícias positivas e outras bastante negativas.

Do lado positivo, o ritmo de vacinação se elevou rapidamente. Estimamos algo como 50 a 60 milhões de doses aplicadas até o fim de abril e 80 a 100 milhões até o final de maio, o suficiente para diminuir de maneira relevante o número de óbitos e hospitalizações. Além disso, os *microdados* dos óbitos já nos permitem afirmar que os grupos vacinados estão apresentando uma mortalidade significativamente menor do que a sugerida pelo atual estágio da pandemia. Com o avanço célere da vacinação, deveremos observar a reabertura das atividades a partir de junho.

Do lado negativo, há duas notícias principais. A primeira é a forte aceleração dos óbitos, levando a filas de espera por UTI e carência de equipamentos, como kits de intubação e oxigênio. Isso já está levando a aumento das restrições e deve produzir uma queda acima de 1% no PIB do segundo trimestre.

A segunda notícia se refere à desorganização das contas públicas. Aprovou-se um orçamento com problemas graves, com subestimação das despesas obrigatórias, manobras para excluir alguns gastos do teto e utilização de parâmetros econômicos defasados. Há enorme pressão política por mais gastos.

Além do auxílio emergencial (R\$ 44 bilhões) e restos a pagar de 2020 (R\$ 39 bilhões), outros programas que poderiam encontrar seu espaço dentro do teto (como o Bem e Pronampe) devem migrar para créditos extraordinários.

Os riscos fiscais seguem se elevando. Como temos ressaltado nos últimos meses, o caminho esperado após a eleição da Câmara e Senado era o da aprovação de reformas fiscais que flexibilizassem o orçamento e facilitassem o cumprimento do teto de gastos.

O custo, em termos de capital político, seria apenas de curto prazo, já que o efeito das reformas sobre a diminuição das incertezas e mesmo das pressões inflacionárias facilitaria inclusive um crescimento mais forte e mais sustentado da economia, com inflação ancorada. O caminho percorrido até aqui tem ido na direção contrária.

## Posicionamento

Acreditamos que, de maneira geral, os ativos brasileiros já refletem em boa medida a piora fiscal e as revisões para baixo no crescimento. Por outro lado, a aceleração da vacinação e os efeitos de um maior distanciamento social devem arrefecer a pandemia e possibilitar alguma reabertura da economia.

## Brasil

Renda Variável: voltamos a comprar o Ibovespa no final do mês. Na seleção de ações, as principais posições compradas estão nos setores de serviços financeiros, *e-commerce* e elétrico. As maiores posições vendidas estão nos setores de *shoppings*, alimentos e bebidas e telecomunicações.

Câmbio: seguimos comprados no real contra o dólar e contra o euro. Acreditamos que o real seja o ativo brasileiro que embute o maior prêmio de risco. No cupom cambial, mantivemos a posição tomada.

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

## Internacional

Zeramos uma posição comprada no dólar contra o rand sul africano, o peso colombiano e o euro. Atualmente estamos sem posição relevante em moedas fora do Brasil. No Chile, realizamos lucro em uma posição tática tomada nos juros, voltamos a aplicar a parte curta da curva e seguimos comprados na inflação implícita. Na Colômbia, zeramos nossa posição tomada na inclinação dos juros e atualmente estamos sem posições relevantes.

## Atribuição de Performance

As principais contribuições positivas para a rentabilidade de março vieram da posição tomada nos juros brasileiros e do *book* internacional. Em contrapartida, as posições em renda variável contribuíram negativamente para o desempenho.

Estratégia	Março	Ano	Desde o Início
Juros Brasil	0.63%	0.14%	0.08%
Câmbio Brasil	0.02%	(1.52%)	(1.42%)
Internacional	0.36%	0.88%	2.85%
Ações Macro	0.10%	(0.49%)	0.16%
Ações Micro	(1.38%)	0.29%	1.41%
Caixa	0.00%	(0.06%)	(0.43%)
Alpha Total	(0.27%)	(0.77%)	2.66%
Custos	(0.19%)	(0.51%)	(1.89%)
CDI	0.20%	0.48%	1.46%
<b>RADAR FIC FIM</b>	<b>(0.26%)</b>	<b>(0.79%)</b>	<b>2.24%</b>