

A volatilidade foi acentuada nos mercados de renda fixa e variável em março, com mudanças significativas nas perspectivas dos ativos nos finais de 2021 e 2022, em particular. No mercado acionário, o Ibovespa obteve uma valorização de 6% em março, ressaltando que a despeito da deterioração do ambiente político e do número de casos e de mortes pela Covid-19 no Brasil, apresentou um dos melhores desempenhos na renda variável comparativamente aos principais mercados globais (O S&P 500 obteve alta de 4,24% em março). A volatilidade na Bolsa brasileira sofreu também o contágio da divergência do cenário entre o mercado e o Federal Reserve referente ao cenário dos estímulos monetários e da tese da inflação temporária.

De fato, a aceleração do crescimento econômico e dos empregos dos EUA sustentaram um viés positivo e a normalização dos rendimentos (yields) dos títulos norte-americanos (treasuries). Avaliamos com probabilidade crescente de que o Federal Reserve poderá sinalizar até o final deste ano, um ajuste no programa de flexibilização quantitativa, que passaria pela redução do ritmo de compra de títulos

As revisões sistemáticas semanais para cima da inflação no Brasil provocaram mudanças bruscas na previsão dos níveis da taxa básica de juros ao longo dos próximos meses na curva curta, mas também na curva longa dos contratos futuros dos depósitos interfinanceiros (DI), pela elevação dos riscos fiscais com a aprovação de um orçamento desfigurado com alta expressiva de emendas e a incerteza do risco do descumprimento do teto dos gastos públicos. Dólar seguiu pressionado, com câmbio superior à R\$ 5,6/US\$

Desde a crise financeira de 2008, não se verificou uma crise tão profunda como a da “pandemia do Covid-19” que provocou um contexto de aversão ao risco acentuado no mercado financeiro global e da atividade econômica.

As economias de uma forma geral, responderam com expansão dos gastos públicos, expansão da liquidez via compra de títulos e cortes nas taxas de juros e impostos, ampliação do crédito dos programas sociais de transferência de renda, ou seja, adotaram políticas monetárias e fiscais anticíclicas para amenizar, suavizar o ritmo de queda do PIB. Essas ações rápidas permitiram a redução dos prêmios de risco nas economias emergentes.

O ciclo de recuperação do crescimento econômico global tem sido desigual entre as economias. Economias menos desenvolvidas e/ou com processos mais lentos de vacinação estão crescendo em ritmo mais moderado. Em suma, diferente da crise de 2008, que foi fundamentalmente uma crise financeira e teve uma recuperação rápida em 2009 e 2010, desta vez a situação é bem diferente, sobretudo no Brasil, que tem espaço mais limitado de prolongar estímulos fiscais pelo tamanho do déficit público.

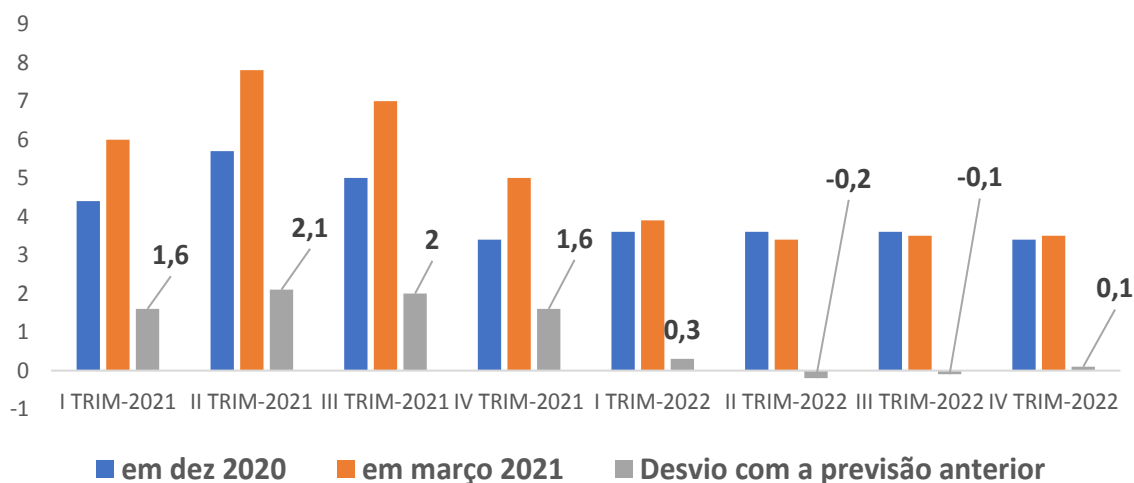
Com o espaço limitado da política fiscal, os Bancos Centrais utilizaram políticas monetárias flexíveis, aumentando o peso de suas políticas para ajudar na recuperação, o que aumentou o peso do papel da política monetária. Isso levanta a questão até quando

a autoridade monetária pode sustentar um juro reduzido ou então fazer uma “normalização parcial” da taxa de juros, sem provocar uma alta da inflação que comprometa o regime de metas.

Nesse sentido, uma visão comum é que, mesmo com uma taxa de câmbio flexível, a política monetária nos mercados emergentes tem pouca autonomia frente a um poderoso ciclo financeiro global dominado pelos Bancos Centrais das economias avançadas. O fato é que no sistema de câmbio flexível no mercado emergente, como o Brasil, não possui um descolamento perfeito e sofre contágio, a despeito da dinâmica dos fundamentos domésticos.

No âmbito doméstico, as pressões inflacionárias devem ser amenizadas, com desaceleração dos preços das commodities sobre os preços do atacado e os Índices Gerais de Preços, com transmissão gradual para o IPCA. A inflação oficial (IPCA) acumulada em doze meses, seguirá acima do teto da meta, pelo menos até junho, mas sua tendência é de redução no segundo semestre.

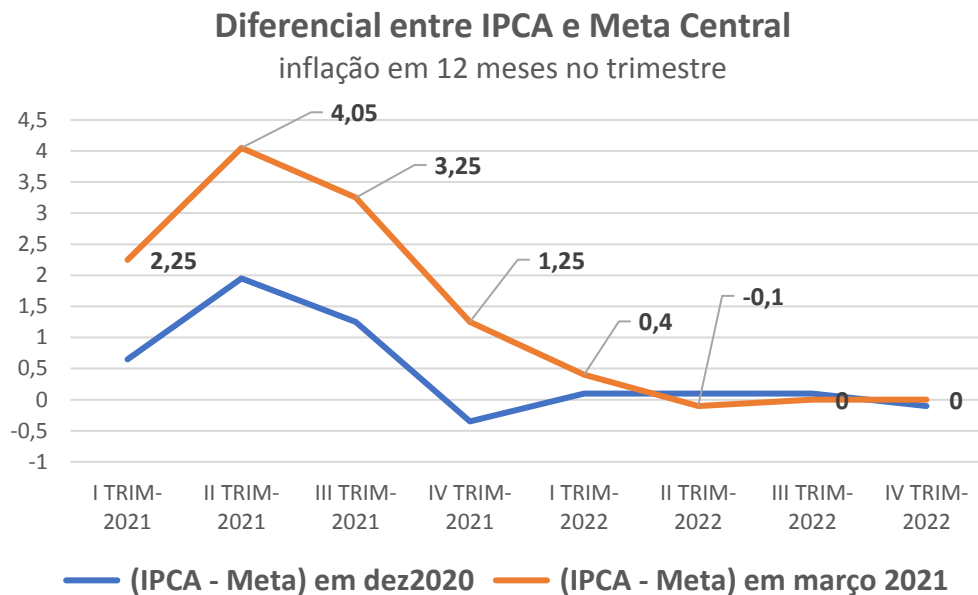
Desvio da Previsão do IPCA no Modelo Bacen



Fonte: Bacen Elaboração: JF Trust Gestão de Recursos

É fato, que a surpresa inflacionária foi elevada nos modelos do Banco Central e do mercado, decorrentes de um cenário altista dos preços das commodities e do câmbio médio e revisão para cima dos preços administrados. Bacen iniciou um aperto monetário em março, mas avaliamos que a taxa de juro continua inferior à taxa neutra e assim, seguirá estimulativa, mesmo que o juro suba para 3,5% ou 3,75% na decisão do Copom de maio.

O intervalo de projeção da JF Trust para o IPCA de 2021 seria de 4,97% à 5,34%, ou seja, ainda existe um risco elevado da inflação superar o teto da meta, mas o prolongamento da pandemia e o cenário das commodities podem beneficiar uma inflação dentro da banda em 2021.



Elaboração: JF Trust Gestão de Recursos

Até o final de março, a JF Trust considerava que o cenário básico do Bacen com 4,5% de Selic seria “otimista” para gerar uma inflação de 5,0%. A JF Trust mantém uma estimativa da Selic de 5,75% no final de dez-2021

Não se deve contar com uma contribuição robusta do câmbio para reduzir a inflação futura, que ainda mostra rigidez pela fragilidade política e fiscal de curto prazo, com nosso suporte estimado de R\$ 5,2/US\$ no final de março.

O Brasil não vai resolver rapidamente a armadilha de crescimento econômico reduzido, pois exigirá mais reformas, maior estabilidade política, e níveis mais elevados de poupança e investimento. Não adianta negar que vamos fechar o ano com um juro mais elevado e com revisão para baixo do crescimento do PIB, cuja estimativa da JF Trust segue inferior à 3% em termos reais, ao redor de 2,5%.

Os desafios no próximo mês para o governo e a precificação dos ativos serão o acordo de ajuste do orçamento e o risco de descumprimento do teto dos gastos públicos.

O primeiro risco traz a incerteza do questionamento do Tribunal de Contas da União, que poderia levar à outra iniciativa do impeachment, ou seja, os riscos fiscais terão que ser equacionados, pois influenciarão a dinâmica dos juros futuros e das expectativas de inflação e do dólar. Será crucial para o governo sustentar o apoio político da base do

Centrão para avançar na tramitação das reformas, pelo menos a Reforma Administrativa no segundo trimestre.

No cenário alternativo (mais negativo) de expansão maior dos gastos, que ameaçasse o rompimento do nível do câmbio de R\$ 6,0/US\$, o Bacen teria que acionar uma política cambial mais ativa na ponta de venda que combinada com a política da dívida pública do Tesouro, poderia ser utilizada para reduzir o estoque da dívida e amenizar as pressões altistas sobre o risco país. No exterior, a determinação do Federal Reserve de sustentar a liquidez e sinalizar que a alta da inflação no curto prazo não seria preocupante ameniza o risco externo de revisão dos instrumentos da política monetária nos Estados Unidos, pelo menos, por enquanto.

O Fundo Equador acumula no ano uma rentabilidade de +0,35% e de 6,25% nos últimos doze meses (277,8% do CDI). Em março, o fundo registrou uma queda de -0,31%, sendo que o principal desafio na área de gestão foi a volatilidade acentuada nos preços dos ativos em decorrência da deterioração do ambiente político doméstico e dos riscos fiscal e da inflação no Brasil e do exterior, com a elevação dos *yields* das *treasuries*. Na performance histórica do fundo temos conseguido superar a inflação e o benchmarking (CDI).