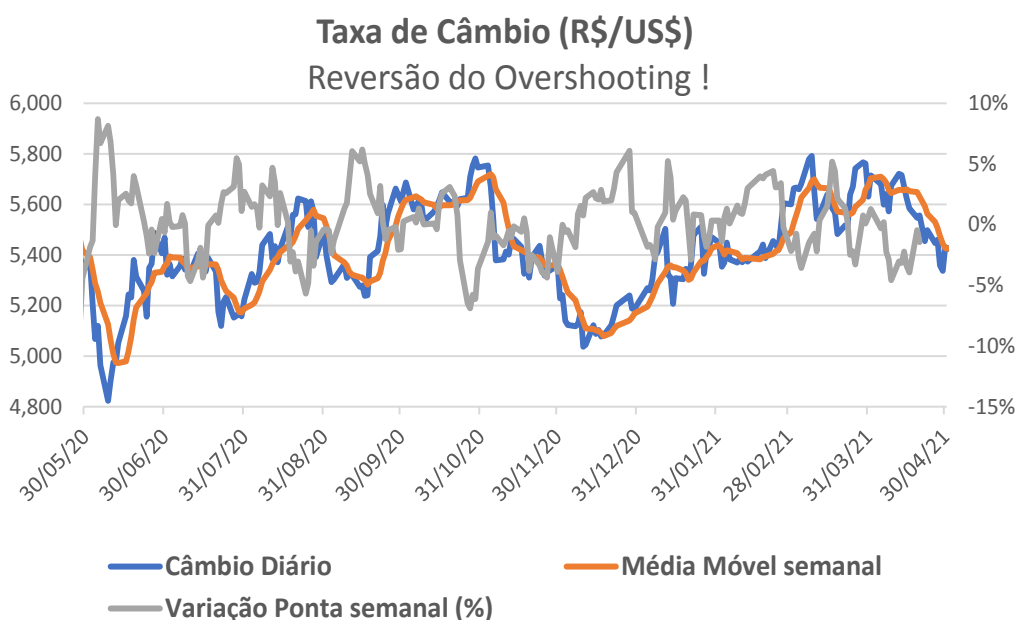


A revalorização do real com a recuperação dos fluxos foi uma das principais características dos mercados domésticos em abril, que beneficiou a suavização da curva futura de juros, em particular na segunda quinzena. O fechamento do acordo e a aprovação do orçamento fiscal de 2021, repercutiram na revalorização do real, mas também a melhora do fluxo cambial e o reforço da sinalização do Federal Reserve de que não pensa tão cedo em ajustar o ritmo de compras de títulos e a taxa de juros, a despeito da recuperação robusta da economia norte-americana em 2021. Entretanto, consideramos que a desaceleração da inflação ainda não é relevante e os riscos fiscais seguem no radar da alocação dos investimentos.



Elaboração: JF Trust Gestão de Recursos

No exterior, o panorama em abril foi similar ao mês de março, ou seja, manutenção dos estímulos monetários e ampliação da demanda fiscal nos EUA, o que beneficiou a reverter o canal da desvalorização do real ante o dólar. A suavização na curva dos yields foi relevante também para reduzir a pressão do diferencial de juros, beneficiando o recuo dos juros futuros na parte intermediária e longa da curva, e a desaceleração dos índices de preços de abril do IPCA e dos IGPs na curva curta dos juros do DI.

Não podemos relativizar os riscos fiscais ainda pendentes na economia brasileira no curto prazo, pois ainda podemos ter pressão de expansão da política fiscal com flexibilização adicional de gastos fora da regra do teto nos próximos meses. De qualquer forma, há percepção crescente que a política monetária terá que ser na

margem mais restritiva na margem do que a expectativa atual do mercado em função da inflação e da questão fiscal.

As taxas de juros no mercado futuro dos contratos do DI desaceleraram um pouco em abril após o ciclo ascendente decorrente da deterioração das previsões de inflação verificada no primeiro trimestre deste ano. Entretanto, desde a última decisão do Copom de março, as expectativas de inflação ainda não estabilizaram, muito pelo contrário: as medianas do IPCA de 2021 e 2022 passaram de 5,01% para 5,04% e de 3,6% para 3,62%, respectivamente, conforme pesquisa do mercado apurada na última semana de abril. Em suma, as previsões do IPCA seguem superiores às metas centrais, sendo que para 2021, estão próximas do teto da banda de inflação.

A curva futura de juros precisava no final de abril uma taxa de juros Selic em dezembro de 2021, superior entre 6,25% à 7% a.a., que consideramos um pouco acentuada para a trajetória da inflação. Entretanto, não vislumbramos alívio consistente da inflação enquanto as trajetórias dos preços das commodities e da taxa de câmbio não sofrerem também uma devolução do *overshotting* de 2020. Além disso, as estimativas, inclusive do Banco Central, apontam redução da contribuição deflacionária do hiato do produto – definido com o diferencial entre a taxa real de crescimento do PIB efetivo e potencial - nos próximos trimestres, que estará em equilíbrio em 2022.

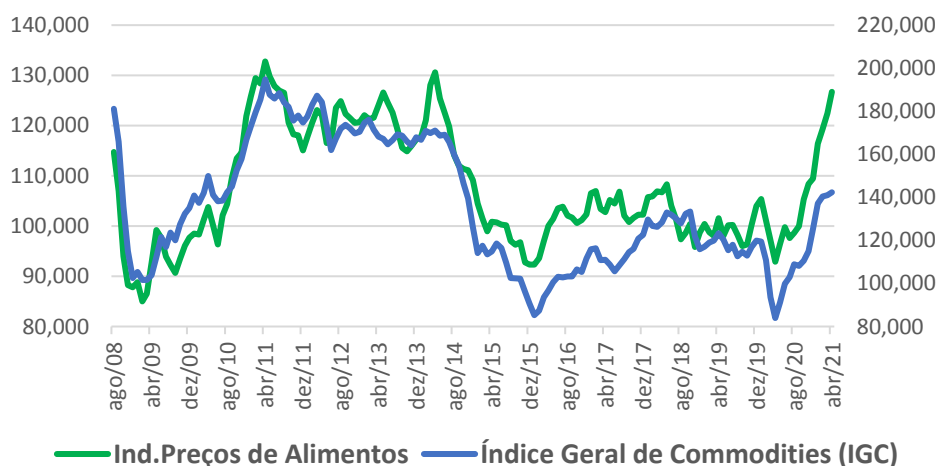
No curtíssimo prazo, prevemos aceleração da inflação do IPCA e dos IGPs de maio em relação aos índices de abril, com aceleração dos preços das commodities e o impacto dos reajustes de preços administrados, como energia elétrica residencial. Esperamos recuperação do preço da matéria-prima bruta e dos bens intermediários na inflação do atacado, apurada nos IGPs.

Considerando que o nosso cenário de elevação da taxa básica de juros em 0,75 p.p. para 3,5% seja ratificado na decisão da política monetária de maio, a condução da política monetária deverá ficar “um pouco mais *hawkish*” pelo Bacen. Avaliamos que a taxa de juros deveria ser ajustada até eliminar o risco do IPCA superar o teto da meta de inflação de 2021 e cumprir o centro da meta de 2022. Desta forma, o Bacen ajustaria a taxa de juros sem comprometimento com “a normalização parcial” nos próximos meses, ou seja, o comunicado e a Ata do Copom serão mais restritivos na margem no tocante à trajetória esperada dos juros e inflação.

Os preços das commodities não dão alívio no mercado internacional, e seguem em alta no início do II trimestre, acompanhando a recuperação da demanda mundial, em particular da China e o avanço da vacinação. O câmbio recuou na segunda quinzena de abril, com fluxo mais favorável. Entretanto, avaliamos que na ausência de uma queda acentuada do câmbio e como o impacto do novo ciclo de alta da taxa

básica de juros sobre os preços não é imediato (tem defasagens), não esperamos uma redução da inflação (IPCA) prevista de 2021 inferior à 5,0%. No cenário de maior probabilidade, a inflação deverá superar o teto da meta em 2021.

### Índice de Commodities



Elaboração: JF Trust Gestão de Recursos

No mercado cambial, a despeito do ciclo de alta dos preços das commodities desde meados do ano passado que beneficiou a melhora dos termos de troca da economia brasileira e também a revisão para cima do superávit comercial brasileiro, a taxa de câmbio apresentou um ciclo de alta entre o II trimestre de 2020 e o I trimestre de 2021, ou seja, o real se desvalorizou ante o dólar em função da deterioração do balanço de riscos domésticos.

A revalorização do real em abril teve fundamentos, com recuperação de ingressos líquidos no fluxo cambial, além da desaceleração da inflação nos índices do mês, que pressionaram às posições vendidas na rolagem dos vencimentos dos contratos futuros do dólar e a devolução dos prêmios no mercado futuro de juros. Uma percepção firme de que o Bacen poderá seguir um ciclo de ajuste dos juros “mais hawkish” poderá manter um viés de revalorização do real, inferior ao nosso suporte de R\$ 5,33/US\$, mas ressaltamos sempre que os riscos fiscais ainda não foram plenamente eliminados.

No exterior, o Presidente do Federal Reserve, Jerome Powell, reforçou a linha “dovish” da política monetária nos EUA, ao afirmar que o emprego nos EUA estaria distante do pleno emprego, além de sinalizar que o colegiado do FOMC nem começou a discutir uma redução futura da compra de ativos. Além disso, Powell disse que não seria o momento de discutir qualquer aperto monetário e reconhece que a inflação deverá subir, mas a pressão será temporária e puxada pelo aumento da demanda de

gastos fiscais. A autoridade monetária não visualiza alta dos salários, pois o mercado de trabalho ainda não estaria realmente apertado, com a taxa de desemprego ainda superior à “taxa natural”.

Nos últimos índices, a inflação aumentou nos EUA dentro do intervalo estipulado pelo Fed e com *yield* da *treasury* de 10 anos ainda inferior à 1,7% a.a. mostra que mercado não quer “brigar” com o Fed no curto prazo. A despeito da aceleração do emprego privado e também prevista no *payroll* entre abril e junho, o colegiado do Fed não mudará o discurso pelo menos até a próxima reunião de junho.

Na China, o governo tenta retirar os estímulos monetários e creditícios para evitar espiral inflacionária e suavizar a taxa de crescimento econômico, que atingiu dois dígitos em termos anualizados no I trimestre deste ano. Entretanto, um ritmo do PIB ainda superior na média com taxa real superior à 8% nos próximos trimestres manterá o canal de alta dos preços das commodities e o retorno de pressões inflacionárias nos preços do atacado em maio.

O Fundo Equador acumula uma variação nos últimos dozes encerrado em abril de 3,92%, equivalente à 180,65% do CDI. Em abril, o fundo registrou uma queda de -0,27%. Desde o início do Fundo, em dezembro de 2019, tivemos uma rentabilidade de 8,43%, equivalente à 233,52% do CDI. Na decomposição dos ativos, constatamos as operações no mercado de renda fixa contribuíram de forma positiva, com +0,42 p.p. para a rentabilidade mensal do fundo, enquanto, de renda variável e outras operações, apresentaram contribuição negativa de -0,67 p.p. e -0,02 p.p., respectivamente.