

MAIO | 2021

COMITÊ GLOBAL DE ALOCAÇÃO

ÍNDICE

- I. CARTA DO GESTOR **GLOBAL**
- II. CARTA DO GESTOR **BRASIL**
- III. ALOCAÇÃO **BRASIL**
- IV. CENÁRIO **GLOBAL**
- V. CENÁRIO **BRASIL**

CARTA DO
GESTOR GLOBAL

POLÍTICAS IMPERFEITAS EM UM MERCADO PRECIFICADO À PERFEIÇÃO

POR PAULO LEME, GLOBAL ASSET ALLOCATION TEAM XP PRIVATE

No último ano, a performance dos mercados financeiros globais foi espetacular. É quase como se, por um breve período, os responsáveis pela política econômica tivessem suspenso algumas das leis newtonianas da física, incluindo a gravidade e o atrito. Além disso, o combustível de política econômica que propulsiona a recuperação global é tão poderoso que despertou até o interesse dos engenheiros da SpaceX. Em particular, as taxas de juros reais negativas, a expansão colossal do balanço patrimonial dos bancos centrais e a mãe de todas as expansões fiscais transferiram uma enorme quantidade de liquidez para as famílias, empresas e os mercados financeiros.

O resultado da obra é incrível: desde as mínimas de março de 2020, os índices S&P 500 e Nasdaq Composite dispararam 81% e 100%, respectivamente (ou 24% e 41% comparado com os níveis antes da pandemia). Apesar da recuperação em curso e dos primeiros sinais de aumento da inflação, as taxas de juros dos títulos do Tesouro americano aumentaram modestamente e de forma ordenada. Por exemplo, a curva de juros do Tesouro americano se inclinou e a taxa de rendimento do título de 10 anos aumentou 100 pontos-base para 1,60%, ainda 30 pontos-base abaixo dos níveis prevalentes antes da pandemia. Bancos de investimento estão superando até mesmo os recordes alcançados no ano passado, registrando novas máximas em termos de fluxo de negócios nos mercados de capitais e dívidas e de atividade de fusões e aquisições.

À medida em que a vacinação e a reabertura ganham momentum, o crescimento do PIB real floresceu assincronamente ao redor do mundo, sendo mais rápido na Ásia, chegando ao pico nos EUA e pronto para decolar na Europa.

A combinação de taxas de juros negativas e o excesso de demanda global por matérias-primas levou a um rali nos preços de *commodities*, especialmente para o complexo energético (o preço do barril de petróleo americano quadruplicou) e metais industriais (o preço do cobre dobrou). Com o aumento nas taxas de rendimento dos títulos do Tesouro americano, os metais preciosos ficaram para trás.

No mundo sem limites da Teoria Monetária Moderna (TMM), a temporada de resultados do 1º trimestre de 2021 das empresas americanas foi espetacular. Com quase três quartos das empresas já tendo divulgado seus resultados, dois terços superaram as estimativas de consenso de lucratividade por um ou dois desvios padrões. Do lado positivo, as empresas acumularam um volume sem precedentes de caixa (que acabará se traduzindo em investimentos ou recompra de ações) e aumentaram seus fluxos de caixa livres. Até mesmo aquelas empresas que foram severamente afetadas pelos *lockdowns* mostram sinais promissores de lucro bruto positivo, o que, por sua vez, está acabando com a queima de caixa e permitindo a redução da alavancagem. Do lado negativo, estamos quase vendo algumas empresas planejando repassar os custos de insumos mais elevados para os consumidores.

Este desempenho financeiro excepcional pode ser explicado por três forças fortes. Primeiro, os trilhões em liquidez injetados por políticas monetárias e fiscais expansionistas. Por sua vez, isso permitiu que famílias e empresas poupassem e fortalecessem seus balanços, preparando-as para um boom de consumo e investimento que deverá ocorrer quando a economia global reabrir totalmente.

Em segundo lugar, desde meados de 2020, os mercados financeiros descontaram corretamente em todas as classes de ativos que a poderosa combinação entre estímulo macroeconômico e ciência (distanciamento social, testes e vacinas) nos levaria a um *boom* econômico global.

Em terceiro lugar, os mercados precificaram integralmente os efeitos do excesso de liquidez. Os *valuations* de ações são altos (descontando um crescimento futuro maior e uma expansão de múltiplos); títulos de dívida soberanos ainda precificam riscos de inflação, liquidez e fiscal muito baixo para os padrões históricos; e os *spreads* de títulos de dívida corporativas não remuneram adequadamente o risco de crédito. Além disso, o excesso de liquidez global apareceu na forma de bolhas de preços fora dos mercados de ativos financeiros. Este fenômeno é evidente para instrumentos sem fluxo de caixa ou valor intrínseco (moedas, obras de arte ou imóveis).

Uma das consequências intrigantes da Teoria Monetária Moderna é que a realização antecede a acumulação do lucro. Como resultado, agora, os ativos estão precificados à perfeição. Estamos confiantes de que ainda existe potencial de alta para as classes de ativos convencionais e alternativas. No entanto, nos próximos trimestres, o caminho em direção ao topo deste *bull market* se tornará mais difícil, revelando a cada passo um número crescente de obstáculos.

Apesar de termos ludibriado algumas leis da física, infelizmente, nunca alcançaremos a velocidade de escape necessária para evitarmos duas leis econômicas desagradáveis. Primeiro, não há almoço grátis (há apenas um *trade-off* intertemporal): podemos gastar mais hoje em detrimento da redução das despesas no futuro e com taxas de juros compostas. Em segundo lugar, mesmo as economias desenvolvidas, como os EUA e a Europa,

baterão de frente com uma forte restrição orçamentária: em algum momento as curvas de juros dos títulos soberanos irão se inclinar e teremos que pagar pela festa fiscal de hoje com mais impostos, cortes de gastos, ou um aumento da inflação.

Por enquanto, acreditamos que a economia global e os mercados financeiros estão na fase de lua de mel: somos capazes de ver apenas os benefícios do crescimento e aumento da riqueza financeira. É provável que esta fase do ciclo durará no máximo um ano.

No entanto, em alguma a conta vai chegar: o hiato do produto ficará mais estreito, o desemprego diminuirá, os salários reais e os custos dos insumos aumentarão, as margens de lucros diminuirão e a inflação testará criatividade e perícia dos bancos centrais.

Como de costume, os mercados financeiros cobrarão um prêmio pelo tamanho dos desequilíbrios financeiros. Isto inclui a inclinação das curvas de juros soberanas, expectativas de taxas de juros mais altas nos vencimentos entre 2 e 5 anos da curva e uma redução no apetite por risco.

É provável que o Fed comece a reduzir o ritmo de seus programas de compra de ativos já no início do outono americano. A grandiosidade do programa de gastos fiscais dos EUA é incompatível com as propostas de aumento de impostos anunciadas pelo governo Biden. Estes impostos arrecadam no máximo 1% do PIB ao ano e as empresas se endividarão para minimizar os impostos à pessoa jurídica. Eventualmente, os mercados de renda fixa levantarão a bandeira vermelha contra o aumento de gastos. Uma vez que chegarmos lá, o Congresso dos EUA terá de reduzir os programas fiscais do presidente Biden ou aumentar os

impostos, aumentando a carga tributária de forma que ela seja da mesma ordem de grandeza dos países europeus. Esperamos que o governo americano abandone o mundo da TMM e se mantenha fiel às melhores práticas de política macroeconômica de sustentabilidade da dívida e estabilidade de preços.

Até então, os mercados continuarão aplicados em risco e continuarão oferecer potencial de alta até chegarmos a esta parte traiçoeira da estrada à recuperação do crescimento. Estamos atentos para captar qualquer sinal de desequilíbrio financeiro e inflação e proteger a nossa carteira modelo. Enquanto isso, seguiremos aplicados em risco, mantendo inalterada a alocação do nosso portfólio. Continuamos com uma alocação acima do neutro em renda variável, especialmente nos EUA e na Ásia Emergente, e abaixo do neutro em renda fixa, com foco em títulos de curto prazo. Também mantivemos nossa rotação tática em direção a ações de setores cíclicos, bem como nossa alocação a ativos alternativos descorrelacionados, pois estes tiveram um bom desempenho e melhoram a estrutura de covariância do nosso portfólio. Finalmente, podemos adicionar uma posição tática, aumentando ligeiramente nossa exposição a ações europeias, porque estamos mais otimistas com o ritmo de vacinação nesta região, o que lhes permitiria reduzir a sua posição cíclica relativa aos EUA.

CARTA DO
GESTOR BRASIL

POR ARTUR WICHMANN, CIO GLOBAL DA XP ADVISORY

“Whenever you find yourself on the side of the majority, it is time to reform (or pause and reflect)”

MARK TWAIN

Abril, de forma geral, mostrou uma descompressão de prêmios de risco nos mercados globais. Continuamos com a combinação de liquidez abundante a nível global e vemos a progressão da recuperação da atividade econômica em dois dos maiores blocos econômicos: Estados Unidos e Ásia (ex-Japão).

É sempre bom colocar aquilo que estamos experimentando atualmente em perspectiva. Em relação ao crescimento norte-americano, a maioria de nós nunca vivenciou nada parecido em termos de magnitude. As projeções do FED apontam para um crescimento do PIB de 6.5% em 2021. O único ano no passado “recente” em que se viu algo semelhante foi 1984 (7.4%), fora isso, precisamos voltar à década de 50 e a recuperação pós-guerra para ver níveis semelhantes de crescimento.

Uma pergunta possível é: será que essa recuperação é sustentável? Obviamente não acreditamos na manutenção de uma taxa de crescimento de 6.5%. Por outro lado, os condicionantes de crescimento nos permitem antever um ciclo de crescimento de duração relativamente longa. Os componentes estão presentes para que isso ocorra. Os consumidores norte-americanos, do ponto de vista de seus balanços, estão na melhor situação dos últimos 25 anos. O FED de ST. Louis estima que o excesso de poupança entre os *households* seja da ordem de USD2tri. Ao relaxarmos as medidas de restrição de circulação deveremos observar um impulso contínuo de consumo, especialmente no que diz respeito a serviços.

“Facts do not cease to exist because they are ignored.”

ALDOUS HUXLEY

Do lado corporativo, a situação é semelhante. A temporada de lucros vem mostrando resultados muito bons e temos empresas (com exceções setoriais) em situações bem sólidas. Dessa forma, com a volta da demanda, temos as pré-condições necessárias para uma boa performance corporativa e possivelmente a volta do investimento.

Do lado negativo, o governo norte-americano parece embarcar em um projeto ambicioso “mais à esquerda”. Além de todos os pacotes já implementados que representam algo próximo a 25% do PIB¹, o governo Biden anunciou um pacote adicional de USD2,25tri. Na nossa opinião, vemos dois grandes problemas: primeiro, o de adicionar uma demanda agregada de 10% do PIB em uma economia que já deverá se encontrar perto do pleno emprego. Segundo, o financiamento proposto para esse pacote se baseia prioritariamente na expansão de impostos de renda tanto sobre o setor corporativo quanto para indivíduos.

O primeiro problema traz sempre o questionamento da possibilidade de uma aceleração indesejada da inflação, o que forçaria o FED a uma reação, talvez mais rápida, em termos de política monetária. Já o segundo problema traz à tona a questão da eficiência de alocação do capital (setor público vs privado) e seus impactos em produtividade.

Ao olharmos para o segundo maior bloco econômico, a Ásia, vemos também um crescimento muito acelerado.

¹ O maior esforço fiscal fora de período de guerra na história.

.A economia chinesa deve exceder o objetivo de crescimento do Partido Comunista por uma larga margem, não seria uma surpresa ver a China crescendo 8% nesse ano. Em que pese o fato de que a Índia se tornou o foco global no que diz respeito à Covid, ainda assim as outras economias da região devem ter taxas de crescimento muito expressivas.

Mesmo quando falamos de Japão e Europa, que tem tido mais dificuldades em apresentar uma reação, os indicadores de antecedentes apontam para uma aceleração da atividade econômica relevante.

Tudo o que descrevemos anteriormente, se reflete em condições externas extremamente favoráveis para economias como a brasileira. Um ambiente de ampla liquidez global onde o crescimento acelerado leva o preço das *commodities* a patamares bastante elevados.

BRASIL

O que podemos esperar do Brasil? Uma vez que definimos as condições externas como amplamente favoráveis, a conclusão óbvia é que a trajetória da economia, bem como de preços de ativos, será determinada em larga parte pelas condições domésticas.

Após um início patético no combate à pandemia, o governo brasileiro parece ter melhorado sua função de reação. As taxas de vacinação (ainda que muita tardiamente) se elevaram de forma significativa e no momento parece que caminhamos na direção correta.

Para ser 100% preciso é necessário reconhecer que ainda existe uma incerteza sobre o acesso à vacina, especialmente nos meses de junho/julho. Um dos grandes gargalos é o acesso ao ingrediente farmacológico ativo (IFA) que é a base das vacinas produzidas localmente.

Hoje, temos basicamente 2 fornecedores no mundo: Índia e China. Dada a gravidade do surto pelo qual está passando, a Índia deixou de ser uma exportadora significativa e redirecionou a maior parte de sua produção para uso doméstico. Nos resta somente a China que tem mantido uma oferta intermitente de IFA e entregue com algum atraso o montante encomendado.

Ainda assim, considerando as doses de vacina já prontas e disponíveis, bem como aquelas sendo produzidas com IFA já em território nacional, temos uma chance razoável de continuar no nível atual de vacinação, o que implicaria chegar no terceiro trimestre com uma parcela relevante da população vulnerável já vacinada. Caso isso aconteça, podemos continuar no processo gradual de reabertura e diminuição das medidas de restrição de circulação, o que permitiria uma recuperação da atividade econômica ao longo do segundo semestre.

Alguns ativos brasileiros parecem começar a reagir à perspectiva de reabertura bem como ao cenário externo favorável (que positivamente impacta os produtores de *commodities*), o Ibovespa, por exemplo, voltou a ficar próximo dos 120 mil pontos.

Já no câmbio e em renda-fixa, ainda podemos perceber uma preocupação contínua com a questão fiscal. Verdade que as últimas semanas tivemos um certo recuo nas taxas de juros reais, mas comparadas ao início do ano, vemos ainda um aumento significativo dos prêmios de risco.

O que significa, ou de onde vem a preocupação que justifica tais aumentos de prêmios de risco? Dois suspeitos óbvios (ambos umbilicalmente ligados): a inflação e o risco fiscal

Do lado inflacionário, vemos os impactos de choques de oferta (câmbio, commodities) que estão provando ser mais duradouros do que o inicialmente esperado. O IPCA deve fechar o ano acima de 5% e com isso corremos o risco via inércia de contaminar as expectativas de inflação de 2022.

Não deveria ser novidade para ninguém que a maior vulnerabilidade brasileira é a fiscal. Já discutimos o assunto à exaustão e o fato é que ao longo de todas as discussões a situação se deteriorou. Verdade que a resposta à pandemia prescreve uma ajuda adicional, mas a verdade dura é que estamos gastando um recurso do qual não dispomos. Em português claro, o gasto adicional de hoje é a dívida a ser paga num futuro não muito distante. É compreensível que diante de um cenário onde:

1. A dívida/PIB já é das mais elevadas entre os emergentes;
2. O déficit anual permanece elevado;
3. O orçamento federal possui um nível elevado de rigidez tornando a compressão de gastos muito difícil.

O mercado demande um aumento de prêmio de risco nos títulos da dívida pública federal.

A questão essencial será a reação do governo, tanto no campo da execução fiscal e também em sua interação com o legislativo, de forma a viabilizar uma maior flexibilidade no orçamento federal e a continuação da agenda de reformas.

Em relação ao item anterior, os últimos movimentos não foram os mais promissores. Ainda gastamos muito tempo em embates pouco produtivos, o que pode vir a ser ainda mais potencializado pela CPI em curso.

Do ponto de vista de alocação de capital, essa é a situação com a qual nos deparamos: um cenário global muito favorável, uma recuperação cíclica em curso e os mesmos problemas fiscais e políticos de sempre.

A prescrição nos parece clara, compor um portfólio equilibrado com ativos que tenham alguma proteção de aumentos inflacionários não esperados (NTNBs), bons ativos do setor privado e um nível saudável de diversificação internacional.

“ Men occasionally stumble over the truth, but most of them pick themselves up and hurry off as if nothing had happened. ”

WINSTON S. CHURCHILL

ALOCAÇÃO BRASIL

XP PRIVATE | XP ADVISORY

ALOCAÇÃO ABRIL (SEM ALTERNATIVOS)

Classe de ativo	Alocação I		Alocação II		Alocação III		Alocação IV		Alocação V
	AE 2021	Tático	AE 2021	Tático	AE 2021	Tático	AE 2021	Tático	
RF Pós	68,00%	77,50%	38,00%	39,50%	20,00%	16,50%	10,00%	3,00%	0,00%
RF Pré	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RF Inflação	22,50%	22,50%	17,50%	17,50%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	0,00%
Multimercados	0,00%	0,00%	22,50%	30,00%	32,50%	40,00%	32,50%	42,50%	0,00%
Renda Variável*	0,00%	0,00%	9,50%	8,00%	20,00%	18,50%	29,00%	26,50%	100,00%
RF Global sem variação cambial	9,50%	0,00%	7,00%	0,00%	2,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RV Global com variação cambial*	0,00%	0,00%	5,50%	5,00%	10,00%	10,00%	13,50%	13,00%	0,00%
Alternativos (PE)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Target de retorno**	CDI+0,25%	CDI+2%	CDI+3,25%	CDI+4,5%	Superar Ibov
Target de Volatilidade	2,00%	4,00%	6,00%	9,00%	25,00%
Horizonte de Investimento	2 anos	3 anos	5 anos	5 anos	5 anos

*Alocação via fundos + delta de opções táticas **Premissa: CDI de 5%

ALOCAÇÃO ABRIL (COM ALTERNATIVOS)

Classe de ativo	Alocação I		Alocação II		Alocação III		Alocação IV		Alocação V
	AE 2021	Tático	AE 2021	Tático	AE 2021	Tático	AE 2021	Tático	
RF Pós	68,00%	77,50%	38,00%	39,50%	20,00%	16,50%	10,00%	3,00%	0,00%
RF Pré	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RF Inflação	22,50%	22,50%	17,50%	17,50%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	0,00%
Multimercados	0,00%	0,00%	22,50%	30,00%	32,50%	40,00%	32,50%	42,50%	0,00%
Renda Variável*	0,00%	0,00%	8,50%	8,00%	18,00%	18,50%	26,00%	26,50%	100,00%
RF Global sem variação cambial	9,50%	0,00%	7,00%	0,00%	2,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
RV Global com variação cambial*	0,00%	0,00%	5,50%	5,00%	10,00%	10,00%	13,50%	13,00%	0,00%
Alternativos (PE)	0,00%	0,00%	1,00%	0,00%	2,00%	0,00%	3,00%	0,00%	0,00%

Target de retorno**	CDI+0,25%	CDI+2%	CDI+3,25%	CDI+4,5%	Superar Ibov
Target de Volatilidade	2,00%	4,00%	6,00%	9,00%	25,00%
Horizonte de Investimento	2 anos	5 anos	7 anos	7 anos	5 anos

*Alocação via fundos + delta de opções táticas **Premissa: CDI de 5%

MUDANÇAS TÁTICAS

Classe de ativo	Mudança	--	-	0	+	++
RF Pós	-	○	○	○	○	○
RF Pré	=	○	○	○	○	○
RF Inflação	=	○	○	○	○	○
Multimercados	=	○	○	○	○	○
Renda Variável	+	○	○	○	○	○
RF Global sem variação cambial	=	○	○	○	○	○
RV Global com variação cambial	=	○	○	○	○	○
Alternativos (PE)*	=	○	○	○	○	○

*Enquanto não alocamos na classe de Alternativos PE, o % referente a classe é adicionado em Renda Variável.

MERCADOS GLOBAIS

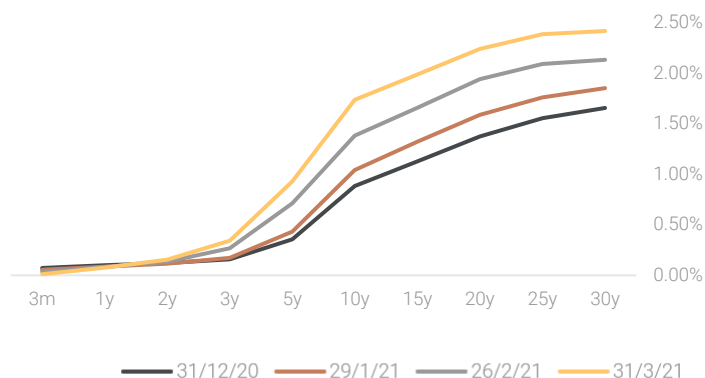
RENDA FIXA GLOBAL

Depois de uma forte alta no primeiro trimestre de 2021, as taxas dos títulos do Tesouro americano caíram levemente em abril, em meio: (i) ao comprometimento do Federal Reserve em manter o atual nível de estímulos monetários inalterado; e (ii) à estabilização das expectativas para a inflação futura. No período, a taxa de rendimento do título do Tesouro americano de 10 anos caiu 11 pontos-base, para 1,63%, enquanto a do título de 30 anos diminuiu na mesma magnitude, atingindo 2,30%.

Assim como foi em março, as taxas soberanas na Zona do Euro se movimentaram na contramão das taxas americanas, com um aumento na inclinação das curvas de juros da região. O movimento impulsionado pela aceleração nas campanhas de vacinação e das renovadas esperanças de uma reabertura dessas economias no verão europeu. Em meio a isso, as taxas de rendimento dos títulos soberanos de 10 anos de Alemanha (-0,20%), França (0,16%), Espanha e Itália (0,90%) encerraram abril com altas entre 9 e 24 pontos-base, negociando próximas aos níveis pré-pandemia.

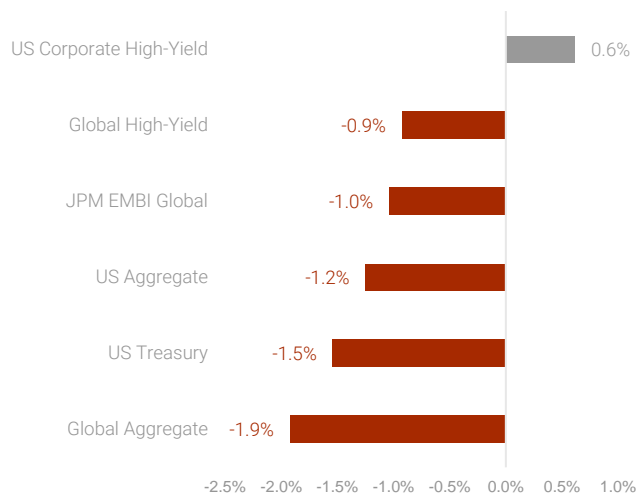
A queda na inclinação da curva de juros soberana dos EUA foi positiva para os preços dos ativos dos títulos de renda fixa globais, contribuindo para altas em todos os principais índices de renda fixa americanos e globais, com destaque para os títulos de mercados emergentes (+1,9%) e os títulos corporativos americanos com grau de investimento (+1,3%). Por outro lado, a alta nas taxas de rendimento dos títulos europeus contribuiu para que o valor de mercado de títulos de dívida com rendimentos negativos diminuísse de US\$ 13,4 trilhões para US\$ 13,0 trilhões em abril.

Curva de Juros Soberana - EUA



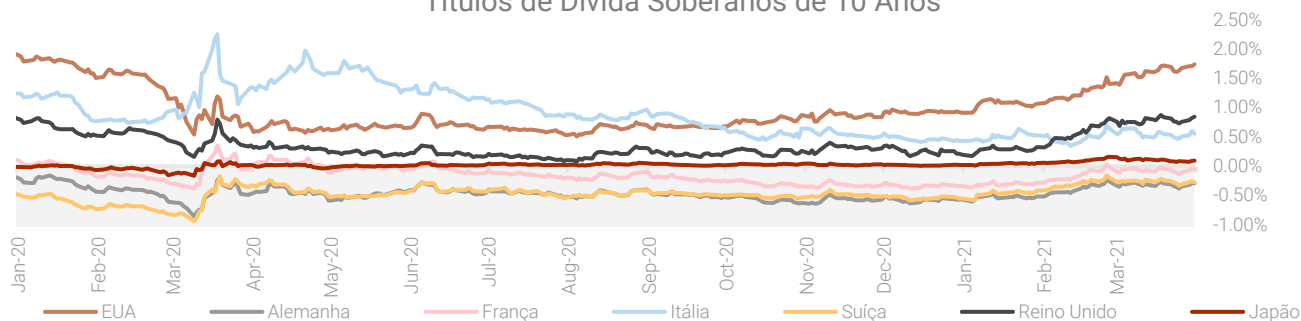
Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.

Performance Mensal - Índices de Renda Fixa



Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.

Títulos de Dívida Soberanos de 10 Anos



Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.

BOLSA GLOBAL

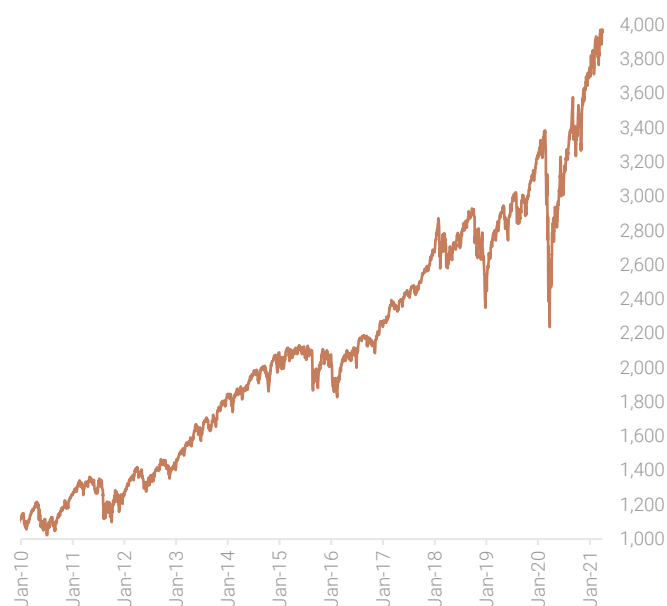
O mês de abril foi marcado pela tendência de alta nos principais índices de ações globais, com destaque para os EUA, com S&P 500 (+5,2%) e Nasdaq 100 (+5,9%) fechando muito próximos das suas máximas históricas.

Podemos atribuir a continuidade do otimismo com os ativos de risco a:

- I. Sinais positivos com relação à pandemia de Covid-19, cujos números de novos casos, hospitalizações e óbitos seguem mostrando uma situação sob controle, em especial nos EUA. A experiência em países como Israel, Reino Unido e EUA, que já vacinaram percentuais altos de seus habitantes e viram a pandemia arrefecer, mostram uma perspectiva mais otimista em relação à reabertura e à normalização das economias mundiais conforme a produção e a distribuição de vacinas aceleram.
- II. Fortes dados econômicos dos EUA, com crescimento anualizado de 6,4% do PIB no 1º trimestre e os dados de alta frequência mostrando ainda um crescimento robusto para o 2º trimestre do ano de 2021.
- III. A temporada de resultados corporativos, que vem mostrando números bastante fortes e as empresas têm reforçado a visão de uma economia ainda muito forte no trimestre corrente, impulsionando as expectativas de crescimento futuro.

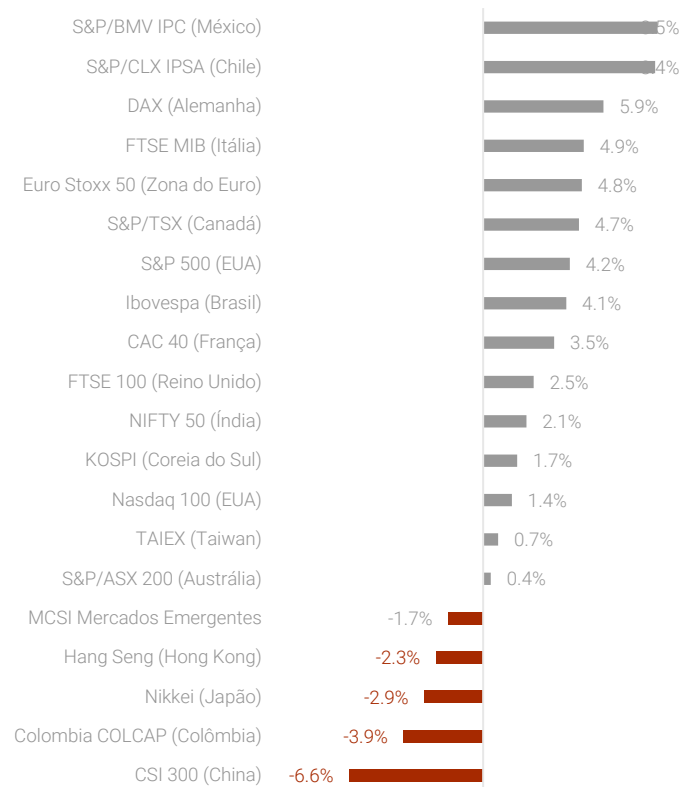
Todos os setores do S&P 500 fecharam o mês no positivo. O setor Imobiliário (+8,1%) foi o destaque de alta, impulsionado pelos fortes números do setor habitacional nos EUA e pela primeira queda mensal nas taxas dos títulos do Tesouro americano desde novembro de 2020, seguido pelos setores de Comunicações (+7,6%) e Consumo Discricionário (+7,1%). Já do lado negativo, o setor de Energia (+0,3%) foi o que menos subiu em abril, mas, mesmo assim, sustenta a maior alta dentre os setores do S&P 500 no ano (+29,9%).

S&P 500



Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.

Bolsas Globais - Mensal (em US\$)



Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.

ÍNDICE DO DÓLÁR

O índice do dólar americano encerrou abril em 91,3 (-2,0%), marcando a primeira queda mensal do ano e diminuindo a alta em 2021 para +1,5%, em meio: (i) ao tom extremamente acomodativo do Federal Reserve, que se comprometeu com a manutenção de sua atual política monetária; e (ii) às novas propostas de gastos fiscais do governo Biden, que juntas ultrapassam US\$ 4 trilhões e não incluem contrapartidas de aumento da arrecadação tributária na mesma magnitude. No período, o dólar se desvalorizou de maneira generalizada, mas especialmente frente às moedas de: (i) países desenvolvidos, como o euro, o iene e a coroa sueca; e (ii) países exportadores de commodities, como a coroa norueguesa, o dólar australiano e o peso chileno.

Mesmo diante desse enfraquecimento generalizado do dólar, as moedas de países emergentes que passam por momentos de turbulência política e/ou crise sanitária encerraram abril com desvalorização frente à moeda americana, casos do: (i) peso colombiano (diante da fracassada reforma tributária pretendida pelo presidente Iván Duque); (ii) da rúpia indiana (em meio à piora considerável da pandemia de coronavírus no país); e (iii) do sol peruano (pressionado pela liderança do candidato populista de extrema-esquerda Pedro Castillo nas eleições presidenciais).

DEFINIÇÃO

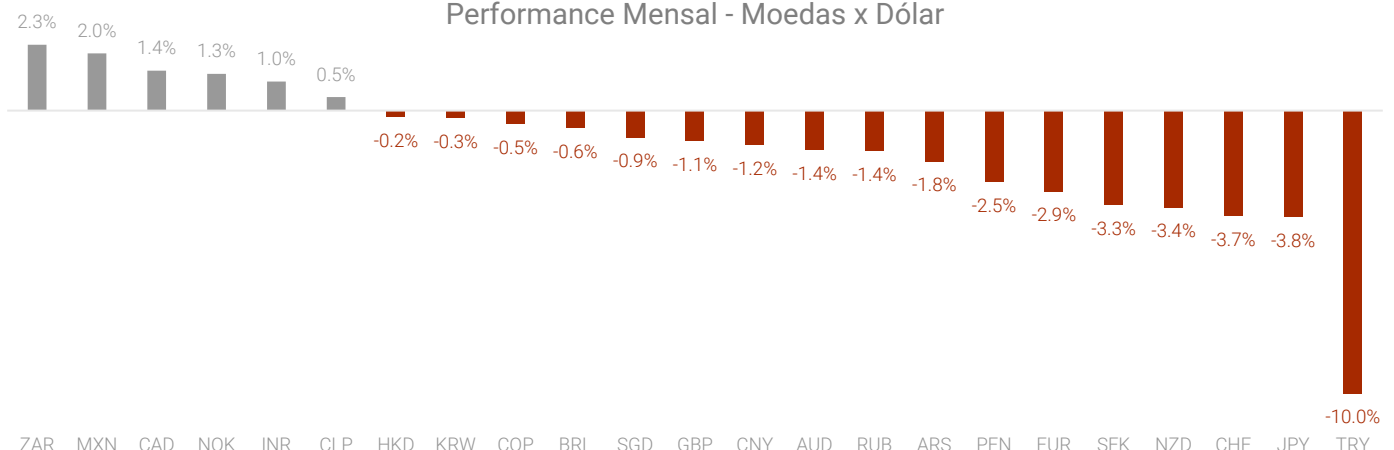
O Índice do Dólar Americano (DXY) mede o valor da moeda americano em relação ao valor de uma cesta formada por 6 moedas dos principais parceiros comerciais dos EUA (euro, iene, dólar canadense, libra esterlina, coroa sueca e franco suíço). Apesar de comparar o dólar americano apenas com essas 6 moedas, o índice é utilizado como um indicativo do valor da moeda americana nos mercados globais.

Índice do Dólar Americano (DXY)



Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.

Performance Mensal - Moedas x Dólar



Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.

MERCADOS BRASIL

RENDA FIXA

O mercado de renda-fixa apresentou intensa volatilidade ao longo do mês de abril. Diante da frustração com a condução do orçamento 2021 e o agravamento da pandemia no Brasil, a curva de juros apresentou altas ao longo das primeiras semanas de abril refletindo maior preocupação dos investidores. Já na segunda quinzena do mês, após ajuste no texto do orçamento, discurso do Banco Central reforçando a continuidade do ciclo de alta com 0,75 bps e leilão de títulos públicos do tesouro com expressiva demanda, a curva de juros cedeu e apresentou fechamento relevante nos vértices curtos e intermediários, enquanto os longos permaneceram mais pressionados.

A inclinação¹ mais intensa foi notada na parte intermediária que ficou próxima de 10bps, porém, abril ficou marcado por um período positivo para a curva que perdeu inclinação quando comparado com o mês anterior, muito em linha com a melhora no cenário fiscal e melhor perspectivas de reformas juntamente com a acomodação do juro americano de 10 anos.

As NTN-Bs, títulos públicos indexados à inflação, apresentaram desempenho positivo no mês acompanhando o movimento na curva de juros nominais. As NTN-Bs 2026, 2035 e 2050 encerraram o mês em 3,50%, 3,99% e 4,43%, aumento de 39 bps, 23 bps e 21 bps respectivamente. Nesse sentido, a divulgação do IPCA, abaixo das expectativas de mercado, auxiliou no alívio marginalmente visto na inflação implícita em relação ao fechamento do mês de março.

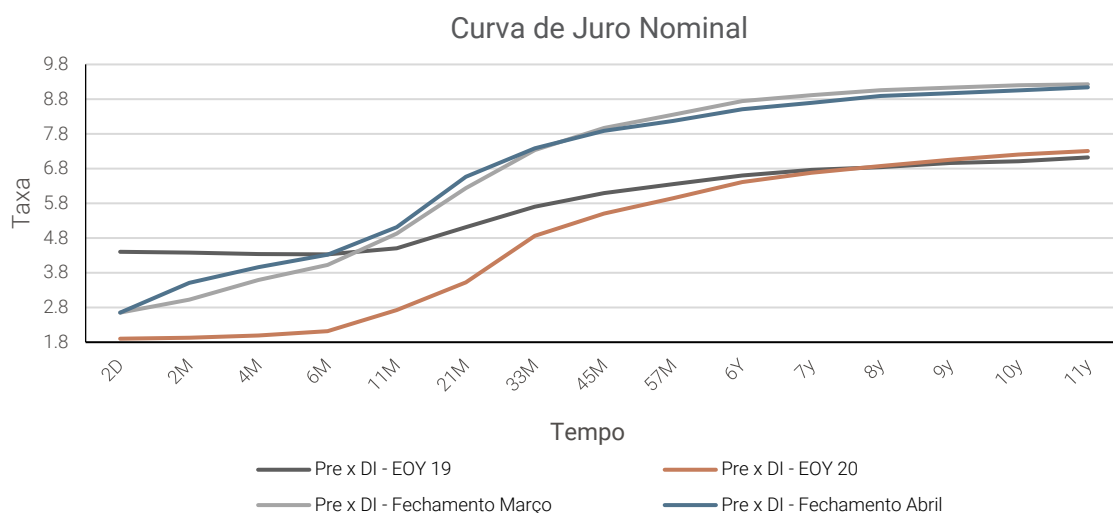
Como exemplo, as taxas dos DIs futuro para janeiro de 2022 e janeiro 2029 subiram 84 bps e 81bps, alcançando 4,60% e 9,04% respectivamente.

O IRF-M, Índice de Renda Fixa do Mercado, composto por títulos públicos prefixados, caiu 0,84% no mês, acumulando perda de 2,80% no ano. O IMA-B, Índice de Mercado ANBIMA composto por títulos públicos indexados ao IPCA (inflação) teve queda de 0,46% em março, acumulando -2,81% em 2021. Por outro lado, o IMA-S, indicador também calculado pela ANBIMA a partir de títulos públicos pós-fixados atrelados à taxa básica de juros (Selic), as LFTs (Letras Financeira do Tesouro), apresentou resultado positivo de 0,17% no mesmo mês.

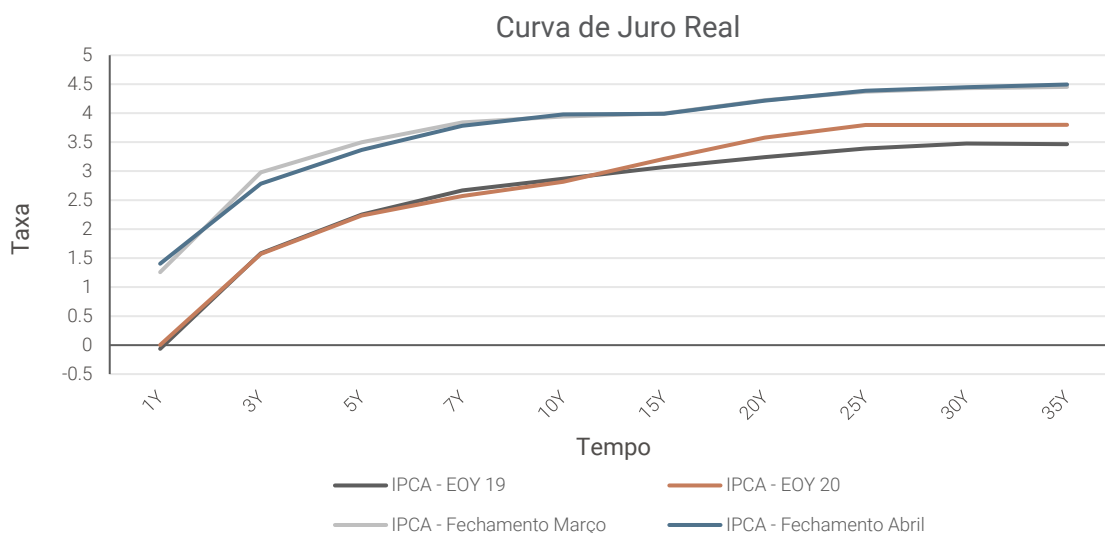
Acreditamos que as incertezas em relação ao ambiente fiscal doméstico devem permanecer e seguem como o principal motor das oscilações de juros.

¹ A diferença de taxas entre dois pontos (vencimentos) de uma curva de juros. Quando a inclinação sobe, é porque ou o vencimento curto fechou mais taxa ou porque o vencimento longo abriu mais. Relação inversa para queda da inclinação.

No âmbito da reunião do COPOM, que ocorreu entre os dias 04 e 05 de maio, vimos uma elevação na taxa básica de juros (SELIC), por unanimidade em 0,75%, saindo de 2,75% ao ano para 3,50% ao ano com um indicativo de mais um aumento da mesma magnitude em seu próximo encontro nos dias 15 e 16 de junho. Porém, o comitê deixa claro que poderá ser alterada caso haja alguma mudança dependendo da evolução da atividade econômica, balanços de riscos e das projeções e expectativas de inflação.



Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.



Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.

RENDA FIXA - CRÉDITO PRIVADO

Os ativos da classe de renda-fixa crédito privado apresentaram mais um mês de retornos positivos. A principal contribuição continua sendo o fechamento dos *spreads* de crédito dos ativos com alta qualidade (*High Grade*) no mercado secundário, visto que, as emissões primárias permanecem tímidas no mercado local. Além disso, a descompressão da curva de juros nos vencimentos mais curtos e intermediários impactou positivamente a marcação a mercado dos papéis indexados ao % CDI.

Continuamos construtivos com a classe de ativo, esperando que o ciclo de normalização de política monetária em conjunto com os *spreads* de crédito mais atrativos reflita em um maior *inflow* para a indústria de Fundos de Renda Fixa Crédito Privado com *benchmark* CDI.

BOLSA

Em abril, vimos um movimento de descompressão do Ibovespa que apresentou uma valorização de 1,94% alcançando 118.893,84 pontos. Considerando o movimento adicional do câmbio, com recuo do dólar no período, a Bolsa brasileira teve uma alta de 6,9% em dólares, superando a performance de diversos pares globais. Apesar da recuperação recente, o índice segue com performance praticamente estável no acumulado do ano, em 0,10% negativo.

Acompanhamos ao longo do mês um arrefecimento no cenário de incertezas fiscais e políticas do país, principalmente após a aprovação do texto do orçamento de 2021 e a partir de avanços no processo de vacinação contra a Covid-19 (ainda que gradual).

Outro destaque que impulsionou o resultado do mercado de renda variável, foi a forte entrada de recursos estrangeiros na Bolsa brasileira com um *net* positivo em torno de R\$ 7.4 bilhões.

Seguimos com uma visão construtiva de curto prazo para o mercado acionário, em função do *valuation* atrativo com expectativa de recuperação e crescimento para os lucros das empresas pertencentes ao Ibovespa. De qualquer forma, vale ressaltar que alguns eventos ainda devem trazer volatilidade no curto prazo como, por exemplo, a evolução da CPI da COVID.



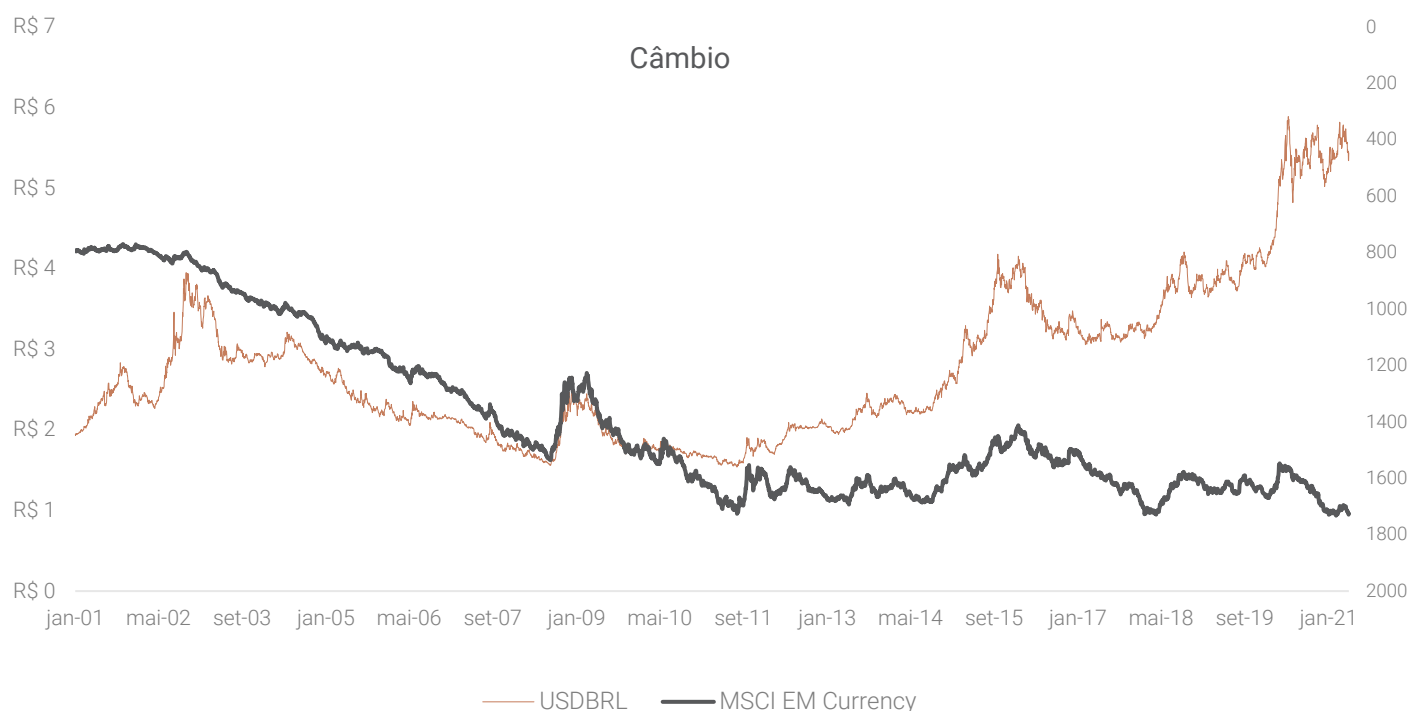
DÓLAR

Acompanhamos em abril a primeira alta mensal no ano do real em relação à divisa americana. Ao longo do mês, a moeda chegou a alcançar o patamar próximo de R\$ 5,35, mas encerrou o período em R\$ 5,43, representando uma alta de 4,05%. Apesar do movimento de recuperação recente, no acumulado do ano e nos últimos 12 meses, o dólar continua valorizado em 4,60% e 1,89% respectivamente.

O principal fator de direcionamento do movimento foi a redução de temores sobre o quadro fiscal doméstico e um cenário externo mais benéfico para os ativos de risco. Com isso, o fluxo financeiro, marcado pela saída de capital de R\$ US\$ 3,7 bilhões no mês de março, foi revertido para o volume positivo de US\$ 171 milhões no final de abril.

Esse volume de entradas não ocorria desde a intervenção do governo na Petrobras, momento em que a percepção do risco Brasil se elevou com o agravamento das discussões fiscais, institucionais, pandemia e ruídos políticos. A moeda naquele momento chegou a atingir R\$ 5,87 embutindo um prêmio de risco relevante e apresentando desde lá uma performance inferior aos principais pares globais.

Apesar de existirem fatores que adicionam incertezas sobre o ambiente doméstico, ainda temos espaço para uma valorização do real considerando melhores expectativas quanto a retomada da atividade no segundo semestre, alta das commodities, ciclo de normalização da política monetária pelo Banco Central do Brasil (BCB) e o bom desempenho da balança comercial. A equipe econômica da XP Inc. em seu cenário base enxerga uma moeda brasileira mais apreciada no final de 2021 em R\$ 5,30.



Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.

	31/3/21	Mês	2021	1 ano	3 anos anualiz.
ÍNDICES DE BOLSA - AMÉRICAS					
S&P 500	3,972.9	4.2%	5.8%	60.8%	14.6%
Nasdaq	13,246.9	0.4%	2.8%	80.0%	23.3%
Russell 2000	2,220.5	0.9%	12.4%	107.1%	13.2%
Ibovespa	116,633.7	4.1%	-10.8%	52.3%	-7.4%
ÍNDICES DE BOLSA - EUROPA					
Euro Stoxx 50	3,919.2	4.8%	6.0%	57.3%	3.7%
FTSE 100 - Reino Unido	6,713.6	2.5%	5.1%	37.0%	-2.2%
DAX - Alemanha	15,008.3	5.9%	4.6%	69.1%	5.9%
CAC 40 - França	6,067.2	3.5%	5.0%	55.1%	3.9%
IBEX 35 - Espanha	8,580.0	1.5%	2.1%	40.3%	-5.1%
FTSE MIB - Itália	24,648.6	4.9%	6.0%	60.2%	1.7%
ÍNDICES DE BOLSA - ÁSIA					
Nikkei 225 - Japão	29,178.8	-2.9%	-0.8%	56.4%	9.3%
CSI 300 - China	5,048.4	-6.6%	-3.5%	48.8%	7.5%
Hang Seng - Hong Kong	28,378.4	-2.3%	3.9%	22.6%	-1.6%
ASX 200 - Austrália	6,790.7	0.4%	2.1%	61.6%	5.4%
ÍNDICES DE BOLSA - MUNDO					
MSCI World ACWI - All Countries	673.3	2.5%	4.2%	58.0%	10.0%
MSCI World - Developed Markets	2,811.7	3.1%	4.5%	57.8%	10.8%
MSCI Emerging Markets	1,316.4	-1.7%	1.9%	59.1%	4.0%
MSCI Europe, Australasia, Far East	2,208.3	1.8%	2.8%	45.5%	3.3%
ÍNDICES DE RENDA FIXA					
Bbg Barc Global Aggregate	533.8	-1.9%	-4.5%	4.6%	2.8%
JPM EMBI Global	889.4	-1.0%	-4.7%	15.7%	3.9%
Bbg Barc Global High Yield	1,499.5	-0.9%	-1.0%	26.0%	4.7%
COMMODITIES					
Bbg Commodity	83.4	-2.1%	6.9%	38.4%	-1.6%
Petróleo - WTI	\$ 59.2	-3.8%	21.9%	191.3%	-3.1%
Petróleo - Brent	\$ 63.5	-3.9%	22.7%	156.8%	-3.3%
Ouro	\$ 1,707.7	-1.5%	-10.0%	7.3%	8.8%
Prata	\$ 24.4	-8.4%	-7.5%	74.9%	14.3%
Cobre	\$ 399.6	-2.4%	13.5%	83.7%	9.7%
Minério de Ferro (62.5% Fe)	\$ 166.9	0.8%	7.1%	107.7%	33.8%

*Todos os retornos em US\$, com exceção da seção Índices Brasil

	31/3/21	Mês	2021	1 ano	3 anos anualiz.
ÍNDICES BRASIL					
CDI	2,65%	0,20%	0,48%	2,21%	4,66%
Ibovespa	116.633,7	6,0%	-2,0%	64,3%	11,0%
IFIX	2.846,8	-1,4%	-0,8%	15,5%	6,5%
IMA-B	7.900,2	-0,5%	-2,8%	11,0%	11,1%
IRF-M	14.035,3	-0,8%	-2,8%	2,6%	7,4%

	31/3/21	26/2/21	31/12/20	31/3/20
MOEDAS				
DXY	93,23	90,88	89,94	99,05
EUR/USD	\$ 1,17	\$ 1,21	\$ 1,22	\$ 1,10
GBP/USD	\$ 1,38	\$ 1,39	\$ 1,37	\$ 1,24
YEN/USD	¥110,72	¥106,57	¥103,25	¥107,54
USD/BRL	R\$ 5,63	R\$ 5,60	R\$ 5,20	R\$ 5,21

	31/3/21	26/2/21	31/12/20	31/3/20
TAXAS DE JUROS				
3-mo US Treasury	0,02%	0,03%	0,06%	0,06%
2-yr US Treasury	0,16%	0,13%	0,12%	0,25%
10-yr US Treasury	1,74%	1,40%	0,91%	0,67%
30-yr US Treasury	2,41%	2,15%	1,64%	1,32%
10-yr German Bund	-0,29%	-0,26%	-0,57%	-0,47%
10-yr UK Gilt	0,85%	0,82%	0,20%	0,36%

Fonte: Bloomberg, abril, 2021. Elaboração: XP Advisory.



PARA INFORMAÇÕES

4003-3710 (Capitais e regiões metropolitanas)

0800 880 3710 (Demais regiões)

55 11 4935 2701 (Para clientes no exterior)

0800 771 0101 (Deficientes auditivos ou de fala)

RECLAMAÇÕES

SAC: 0800 77 20202

Ouvidoria: 0800 722 3710



DISCLAIMER

Este material foi preparado pela XP Advisory US. ("XP Advisory US"), uma consultora de investimentos registrada na United States Securities and Exchange Commission. A XP Advisory US e suas afiliadas, controladoras, acionistas, diretores, executivos, funcionários e licenciadores não serão responsáveis (individualmente, em conjunto ou separadamente) por você ou por qualquer outra pessoa por resultado de seu acesso, recepção ou uso das informações contida nesta comunicação. Quaisquer avaliações, opiniões, estimativas, previsões, classificações ou avaliações de risco neste documento constituem o julgamento do autor até a data do relatório, e não há garantia de que os resultados ou eventos futuros serão consistentes com tais avaliações, opiniões, estimativas, previsões, classificações ou avaliações de risco. As informações aqui expressas estão sujeitas a alterações sem aviso prévio, sua precisão não é garantida, podem estar incompletas se condensadas e não podem conter todas as informações relevantes necessárias para tomar uma decisão de investimento. Não é garantido que esta comunicação seja uma declaração completa ou resumo de quaisquer valores mobiliários, mercados, relatórios ou desenvolvimentos aqui referidos. Nada nesta comunicação constitui uma representação de que qualquer estratégia ou recomendação de investimento aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário. Não há garantia de que o investimento em qualquer programa ou estratégia aqui discutido será lucrativo ou não incorrerá em perdas. Os investidores devem procurar aconselhamento financeiro independente sobre a adequação do investimento em qualquer ativo ou estratégia discutida ou recomendada nesta comunicação e devem entender que as declarações relativas a resultados futuros podem não ser realizadas. Os investidores devem observar que os valores de ativos podem flutuar e que o preço ou valor de cada título pode subir ou cair. Não há nenhuma reivindicação específica ou garantia implícita em relação ao desempenho futuro. Performance anterior não garante retornos futuros. Os investidores podem ter um ganho ou perda nos investimentos. Investir em qualquer título envolve certos riscos, incluindo, mas não se limitando a, risco de mercado, risco de taxa de juros, risco de inflação e risco de evento. Esses riscos são adicionais a quaisquer riscos específicos ou diversificáveis associados a estilos ou estratégias de investimento específicos. O material contido neste relatório é baseado em informações obtidas de fontes consideradas confiáveis. A XPI se esforçou para garantir que as informações contidas neste documento não contenham nenhuma declaração falsa de fato relevante; no entanto, a XPI não verificou todos os fatos, números ou opiniões nesta comunicação para assegurar que tal seja correto, ou tomou quaisquer providências para assegurar que os valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados aqui referidos sejam adequados para qualquer investidor em particular, e não será retido responsável por quaisquer erros ou imprecisões nas informações apresentadas. As informações contidas neste documento são apenas para fins informativos e não se destinam a fornecer conselhos fiscais, jurídicos, contábeis ou outros para você, e não devem ser considerados a esse respeito. Antes de fazer qualquer investimento, consulte seu consultor financeiro para garantir que suas circunstâncias foram devidamente consideradas. Esta comunicação (incluindo quaisquer anexos) é confidencial, pode conter informações proprietárias ou privilegiadas e destina-se apenas ao(s) destinatário(s) nomeado(s).

Investimentos oferecidos através da XP Investments US, LLC (d/b/a XP Private)

Nota: As entidades mencionadas nesse material (i.e., XP Advisory Gestão de Recursos, XP Europa, XP Investimentos CCTVM S/A, XP Investments US, LLC d/b/a/ XP Investments, XP Private), incluindo XP Private, são membros do XP Inc.