

Cenário

O mês de novembro foi bastante positivo para a economia global. A vitória de Joe Biden na eleição presidencial norte-americana representa uma forte diminuição da incerteza de política econômica, com uma reaproximação do multilateralismo e da racionalidade nas disputas comerciais. Adicionalmente, as notícias sobre vacinas contra o Covid-19 também foram muito positivas, tanto em relação à eficácia, acima dos 90%, quanto ao cronograma de vacinação, que tem surpreendido para melhor.

Nos EUA, a discussão sobre um novo pacote fiscal seguiu em impasse. Do lado monetário, apesar de alguns membros do FED terem sinalizado aumentar os estímulos em dezembro, a última ata do FOMC mostrou um comitê mais otimista com a atividade e com mais dúvidas sobre a necessidade de estímulos adicionais. Entendemos que a decisão por mais estímulos em dezembro está em aberto.

Na Europa, o efeito do aumento das restrições à mobilidade sobre os novos casos de Covid foi bastante rápido, conforme esperávamos. Após cerca de duas semanas da adoção de restrições, os novos casos se estabilizaram e já iniciam trajetória cadente. Apesar disso, o PIB europeu deve apresentar contração moderada no quarto trimestre, o que deve levar a uma ampliação dos estímulos por parte do BCE.

Portanto, a evolução do cenário global indica um ano de 2021 bastante favorável em termos de liquidez. A reabertura mais rápida da economia, facilitada pelas vacinas, deve se contrapor à política fiscal contracionista em 2021 e a retomada será ajudada pela diminuição da poupança circunstancial feita em 2020. As altas de juros no mundo desenvolvido são um tema para daqui a alguns anos.

No Brasil, a agenda das reformas continuou sem avanços significativos. A narrativa de que seria necessário esperar as eleições municipais deu lugar à da espera pela eleição das mesas diretoras da Câmara e do Senado, em fevereiro de 2021. Não achamos esse um cenário negativo, ao menos no curto prazo. A política fiscal no “piloto automático” até fevereiro significa, na prática, que o governo não tentará lançar um novo programa de transferência de renda e que a manutenção do teto de gastos se tornou bem mais viável. Temos enfatizado nos últimos meses que o cenário de manutenção da âncora fiscal é o que produz maior crescimento nos próximos anos. Nosso cenário base prevê manutenção do teto pelo menos até 2022 e projeta expansão do PIB de 4,5% em 2021 e 3,0% em 2022.

Os dados recentes reforçam esse cenário. O noticiário econômico deu ênfase à criação de 400 mil vagas no CAGED, mas o que tem nos chamado mais a atenção são as quase quatro milhões de vagas criadas na PNAD. Nesse ritmo, do pior momento da crise até dez/20, o Brasil terá criado seis milhões de empregos. No cenário com manutenção do teto, mais quatro milhões de vagas devem ser criadas em 2021. Na inflação, as surpresas altistas continuaram e as expectativas do Focus para o IPCA de 2021 se aproximam rapidamente do centro da meta. Contudo, a adoção da bandeira vermelha 2 pela Aneel ainda em dezembro antecipou a inflação de energia de 2021 para 2020. Logo, devemos ver um recuo das expectativas de mercado para o IPCA de 2021 entre 10 e 20 bps, o que pode postergar a discussão sobre o abandono do *forward guidance* pelo Banco Central.

Posicionamento

Aumentamos nossa exposição otimista no Brasil, dando preferência à posição em ações. Também estamos liquidamente vendidos no dólar contra moedas de países emergentes.

Brasil

Renda Variável: aumentamos a posição liquidamente comprada em ações, com proteção em uma estrutura de opções. O resultado da eleição americana e a expectativa de vacinação no curto prazo melhoraram o ambiente global para ativos de risco. Adicionalmente, a evolução do cenário doméstico aponta para a diminuição do risco de rompimento do teto de gastos em 2021.

Na seleção de ações, as principais posições são intrassetoriais, com apostas de desempenho relativo entre ações dos setores de consumo (varejo físico e *e-commerce*), serviços financeiros, locadoras de automóveis, imobiliário e de saúde.

Câmbio: estamos taticamente vendidos no dólar contra o real e mantemos a posição tomada no cupom cambial.

Taxas de Juros: passamos boa parte de novembro tomados na parte intermediária da curva de juros nominais e comprados na inflação implícita. Estas posições foram parcialmente reduzidas na virada para dezembro.

Internacional

Seguimos vendidos no dólar contra moedas de países emergentes (México, Colômbia e Chile). Também estamos aplicados nas partes curta e longa da curva de juros mexicana e tomados em juros nominais longos da Colômbia.

Atribuição de Performance

As principais contribuições positivas para a rentabilidade de novembro vieram do mercado de renda variável, tanto na posição direcional quanto nas posições de desempenho relativo em ações. As posições em mercados internacionais e de juros locais também tiveram contribuição positiva relevante, as passo que o *book* de câmbio local foi levemente detrator no mês.