

Cenário

O mês de outubro foi marcado pela chegada da segunda onda de Covid-19 na Europa. França e Alemanha já mostram números de hospitalizações superiores a 50% do pico da primeira onda, o que motivou os governos a adotarem novos *lockdowns*. Por sua vez, diferentemente da primeira onda, há discussões avançadas sobre pacotes adicionais de ajuda fiscal para as empresas atingidas pelas restrições e o Banco Central Europeu (BCE) já sinalizou que poderá ampliar seu programa de compra de ativos, caso isso se mostre necessário. Apesar disso, as novas restrições certamente impactarão negativamente no PIB: as projeções de expansão para o quarto trimestre, que estavam em cerca de 3%, devem rapidamente migrar para uma contração.

Nos EUA, o principal tema continua sendo a eleição presidencial. No momento em que escrevemos esta carta, a diferença entre Biden e Trump é pequena, mas com o candidato democrata se consolidando à frente. Entendemos que a principal mudança de curto prazo em um governo Biden seria um menor nível de ruído político (como os relacionados às disputas comerciais com a China, que ocorrem desde 2018). Se a divisão do Congresso permanecer, o mais provável é uma expansão fiscal pequena ou moderada, a depender da evolução da Covid-19 nos EUA. De todo modo, ambas as mudanças seriam liquidamente positivas para o crescimento global e em especial para os emergentes.

No Brasil, por conta das eleições municipais, vimos pouco avanço na questão fiscal. O financiamento do programa de transferência de renda continua sendo o elemento mais importante para o cenário de 2021. Temos enfatizado há alguns meses que, no cenário em que a credibilidade da política fiscal não é questionada, as condições financeiras devem se manter em patamar expansionista durante todo o ano de 2021. Isso deve favorecer um crescimento forte do PIB, acima dos 4%, mesmo sem a existência do programa de renda.

Os dados de curto prazo corroboram esse diagnóstico: o estoque de crédito se expande de maneira robusta, o emprego se recupera em ritmo acima do esperado, seja medido pelo CAGED ou pela PNAD Contínua e a reabertura da economia ocorre sem elevação relevante dos novos óbitos por Covid-19. Olhando adiante, contudo, entendemos que a diminuição do auxílio emergencial deve levar a um desaquecimento relevante das vendas de bens, mas isso será mais do que compensado pelo setor de serviços e pela geração de empregos. O mesmo fenômeno deve ser visto na inflação: dos três choques que elevaram a inflação nos últimos meses (alta das *commodities* agrícolas, depreciação cambial e aumento da demanda de alguns bens por conta do auxílio emergencial), devemos ver alguma devolução deste último na transição de 2020 para 2021.

Por fim, o Banco Central manteve os juros e sinalizou que considera adequado o atual nível de estímulo monetário, que vem sendo produzido pela Selic em 2,0% e pelo *forward guidance*. Este deve continuar valendo enquanto suas condicionalidades forem mantidas: (i) expectativas e projeções de inflação, no cenário básico, suficientemente próximas da meta no horizonte relevante; (ii) manutenção do regime fiscal e (iii) expectativas de inflação de longo prazo ancoradas. Por ora, todas as condições estão sendo cumpridas. Mantido o regime fiscal, continuamos esperando manutenção da Selic em 2,0% por todo o ano de 2021.

Posicionamento

Voltamos a nos posicionar positivamente em ações no Brasil. Nos mercados internacionais, estamos liquidamente vendidos em dólar contra moedas de países emergentes e produtores de *commodities*.

Brasil

Renda Variável: voltamos a ficar liquidamente comprados em ações. Esperamos que o fim da incerteza quanto às eleições americanas impulse a renda variável dos países emergentes. Adicionalmente, a possível manutenção do teto de gastos em 2021 no Brasil deve melhorar o desempenho relativo das nossas ações.

Zeramos nossa posição liquidamente comprada em mineração. Atualmente, as principais posições compradas estão nos setores de consumo (varejo físico e *e-commerce*), serviços financeiros, imobiliário e de locadoras de automóveis.

Câmbio: passamos boa parte do mês comprados no USDBRL e zeramos a exposição no fim de outubro. Acreditamos que as recentes intervenções do Banco Central na venda de dólares e a provável vitória de Biden diminuam a atratividade do câmbio como *hedge* da posição em renda variável.

Taxas de Juros: passamos parte do mês aplicados na parte curta da curva de juros nominais. Encerramos essa posição quando retiramos a posição comprada no dólar. Atualmente estamos sem posições relevantes neste mercado.

Internacional

Estamos vendidos no dólar contra uma cesta de moedas de países emergentes e/ou produtores de *commodities* (México, Canadá, Colômbia e China). Acreditamos que a provável vitória de Biden, mesmo sem o controle do senado, seja favorável a estas moedas.

Estamos tomados nos juros longos do Chile e da Colômbia e aplicados na parte longa da curva de juros mexicanos.

Atribuição de Performance

As posições direcionais nos mercados brasileiros voltaram a ser detratoras para o desempenho do fundo em outubro. As principais contribuições negativas vieram da posição liquidamente comprada em ações, das posições aplicadas em juros no Brasil e das posições de desempenho relativo em ações. A compra de dólar contra o real, por sua vez, contribuiu positivamente, ao passo que as posições em mercados internacionais tiveram resultado neutro.