

Cenário

No Brasil, a principal discussão nas próximas semanas será a viabilização de um programa de transferência de renda que caiba no orçamento. Em um primeiro momento, o governo anunciou a intenção de financiar esse programa através de um menor pagamento de precatórios e de parte dos recursos do Fundeb (fundo de manutenção da educação básica).

Como essa estratégia implica em mais despesas¹ e houve pouca menção às reformas que efetivamente abririam espaço dentro do teto de gastos (PEC Emergencial, PEC do Pacto Federativo, PEC da Reforma Administrativa), os mercados pioraram de maneira relevante, interpretando que o governo estaria pouco comprometido com a agenda de reformas e em busca de um atalho para viabilizar seu programa social. Após essa reação negativa, membros do governo sinalizaram a rediscussão das fontes de financiamento, com possível anúncio nos próximos dias ou semanas.

É importante reforçar que as perspectivas para 2021 dependem crucialmente de como o governo endereçará a questão fiscal. O cenário em que há expansão dos gastos acima do teto constitucional levaria à piora das condições financeiras e à elevação da incerteza. Neste caso, os efeitos contracionistas das condições financeiras e da incerteza seriam muito maiores que o efeito expansionista de mais gastos públicos sobre o consumo. Consequentemente, teríamos um crescimento bem menor do PIB e uma piora relevante da trajetória da relação dívida/PIB.

No que tange aos dados correntes, o Brasil continuou mostrando sinais robustos de recuperação. Em agosto, foram criados cerca de 250 mil empregos formais segundo o Caged e mais de um milhão de vagas segundo a Pnad-Covid. A produção industrial e as vendas no varejo continuaram em expansão e, com a queda dos óbitos de Covid-19 e a reabertura das economias locais, o setor de serviços deve acelerar de maneira significativa nos próximos meses. Olhando à frente, contudo, devemos observar alguma moderação na margem no consumo de bens, tendo em vista a diminuição do auxílio emergencial e a aceleração recente dos preços de alimentos. Na inflação, os dados de curto prazo continuam pressionados por fatores pontuais, justamente aqueles ligados ao grupo alimentação. Em contrapartida, as medidas de núcleo continuam bastante comportadas, em especial as relativas a serviços.

No exterior, as negociações em torno de um possível pacote fiscal nos EUA voltaram ao noticiário, e algum acordo não pode ser totalmente descartado nas próximas semanas. Ao mesmo tempo, as eleições americanas ganham cada vez mais importância para os mercados. Após o primeiro debate presidencial, as pesquisas voltaram a apontar uma vantagem a favor de Biden, e até aqui a reação do mercado tem sido moderada. Na Europa, o destaque continua sendo o aumento dos casos de Covid-19 na França, Espanha e Reino Unido. Mesmo sem o aumento proporcional de óbitos ou de hospitalizações, as discussões sobre retomar os *lockdowns* pesou sobre as perspectivas de crescimento da região, e mais estímulos começaram a ser discutidos pelas autoridades.

¹ Os precatórios não pagos apenas se transformariam em um estoque maior de contas a pagar. Já as despesas com o Fundeb não são contabilizadas dentro do teto de gastos.

Posicionamento

Com o aumento da incerteza em relação à política fiscal, encerramos as posições otimistas em ativos brasileiros que vínhamos mantendo nos últimos meses. Deste então, passamos a atuar de maneira tática nos mercados locais.

Brasil

Renda Variável: liquidamos nossa posição liquidamente comprada em ações e mantemos apenas apostas de desempenho relativo entre ações e setores.

Diminuímos nossa posição liquidamente comprada em mineração vendendo uma mineradora internacional sobre a posição comprada local. Atualmente, as principais posições compradas estão nos setores de serviços financeiros, imobiliário e de consumo, enquanto as posições vendidas mais relevantes estão no setor financeiro tradicional e de energia.

Câmbio: zeramos a venda do dólar frente ao real e voltamos a aumentar a aposta no aumento da inclinação da curva de cupom cambial.

Taxas de Juros: seguimos apenas com pequenas posições táticas no mercado de renda fixa brasileiro. Apesar dos atuais patamares de prêmio da curva já embutirem um elevado prêmio de risco, a incerteza quanto à política fiscal aumenta o risco de que o Banco Central tenha que abandonar a política de *forward guidance*.

Internacional

Chile: encerramos as posições aplicadas em títulos soberanos locais e de peso chileno.

Colômbia: zeramos a posição aplicada nos juros e seguimos com uma aposta no aumento da inclinação.

México: encerramos a aposta na diminuição da inclinação da curva de juros nominais. Recentemente, abrimos uma posição tática aplicada no vértice de 5 anos e vendemos o dólar americano contra o peso mexicano.

Atribuição de Performance

As posições direcionais nos mercados brasileiros voltaram a serem detratoras para o desempenho do fundo em setembro. A principal contribuição negativa veio da posição liquidamente comprada em ações. As posições táticas em renda fixa e a venda de dólar contra o real também tiveram resultado negativo. Por outro lado, as posições em renda fixa e câmbio no Chile, Colômbia e México contribuíram positivamente, assim como as apostas de valor relativo entre empresas e setores da renda variável.