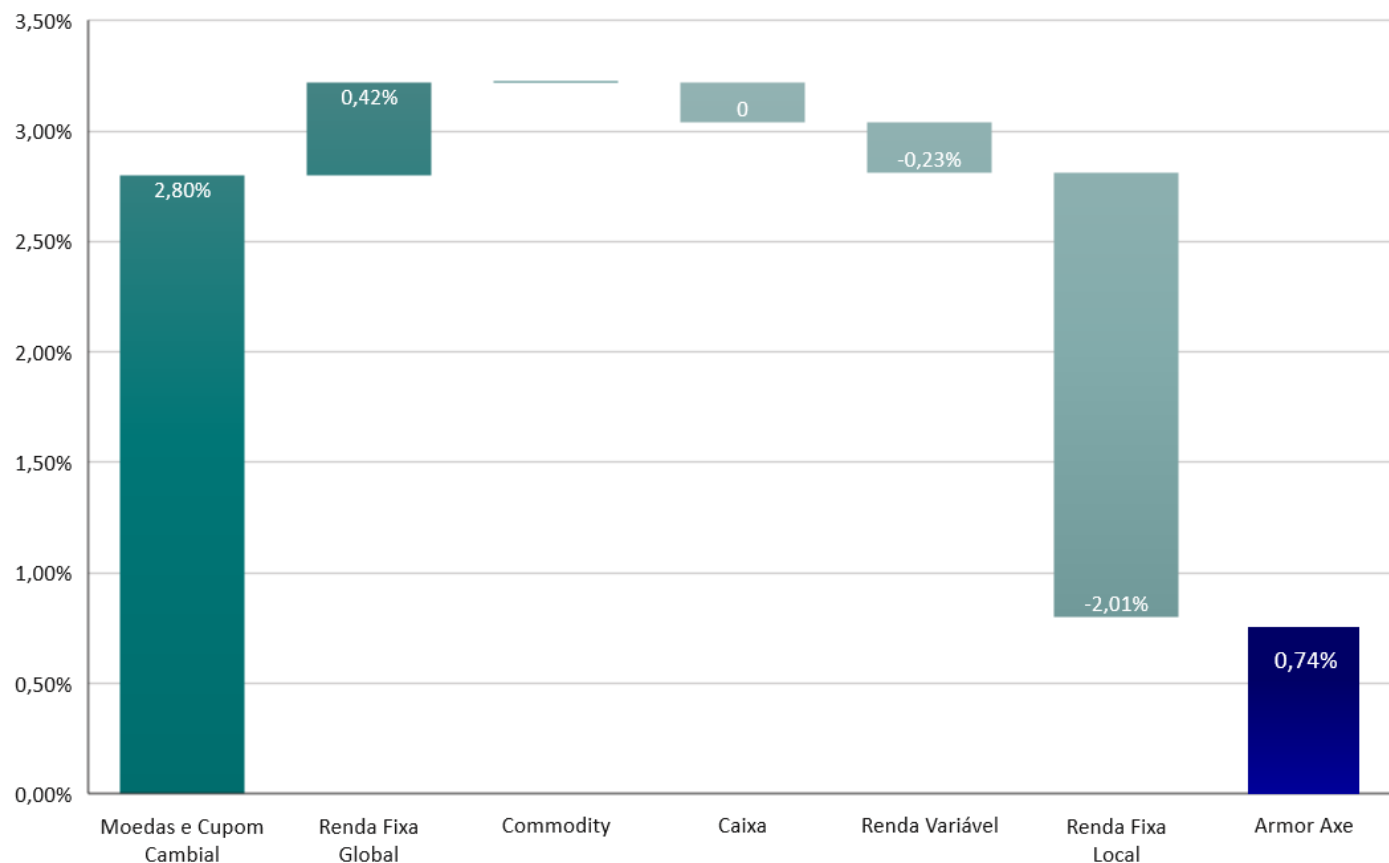


Caros(as) investidores(as),

Nessa carta descreveremos a atribuição de performance do fundo Armor Axe FIC FIM CP no mês de outubro, compartilharemos nossa visão de cenário global e local, assim como detalharemos o posicionamento da gestora.

Atribuição de Performance

O Armor Axe apresentou um resultado de +0,74% em outubro, acumulando um retorno de 6,97% no ano. Destacamos o desempenho favorável do livro de moedas, onde as principais contribuições vieram das posições compradas em MXN e USD e vendidas em BRL, e das posições em títulos corporativos brasileiros no exterior. O principal detrator de performance foi a posição em juros locais, onde a abertura da curva de mercado prejudicou as posições aplicadas.



Cenário Internacional

A reação dos mercados na última semana de outubro foi um lembrete de que não há cura apenas com estímulos econômicos, que vieram para compensar a perda de renda durante essa crise e ajudar na liquidez. Precisamos da vacina para o COVID e esta pode demorar mais para surgir em grande escala, sendo que nesse meio tempo a reação das autoridades à elevação de casos de

coronavírus, como *lockdowns*, afeta a confiança dos agentes em relação à duração dessa recuperação, podendo levar a calibragens nas projeções de crescimento. A evolução da doença é evidentemente incerta, porém, o maior entendimento e aprendizado sobre o vírus, taxas de mortalidade mais baixas e melhores tratamentos nos levam a crer que o possível impacto econômico de uma segunda onda tende a ser menor do que os apurados no segundo trimestre.

Além da incerteza sobre o ritmo da recuperação econômica, ainda que regada a vultosos estímulos esperados tanto numa vitória democrata quanto republicana, deparamo-nos com as consequências de médio e longo prazo do choque da pandemia e das respostas dos governos no mundo. Estados Unidos e Europa devem ultrapassar 100% de relação dívida/PIB nos próximos meses, com uma expressiva expansão dos balanços de seus Bancos Centrais. Por quanto tempo os estímulos fiscais continuarão ativos? Caminharemos para um regime de dominância fiscal ou austeridade e *fiscal cliff*? Como será o comportamento da inflação com o experimento monetário e fiscal sem precedentes? Com a bolsa americana não muito longe dos *highs*, spreads de crédito e taxas de *mortgage* já baixos, o FED tem hoje espaço de resposta significativamente menor à segunda onda, dado que a taxa de *Fed Funds* já se encontra em zero e as condições financeiras extremamente acomodáticas para grandes empresas.

Antes da pandemia, o mundo desenvolvido apurava taxas de inflação persistentemente abaixo das metas de seus Bancos Centrais, apesar de anos de taxas de juros baixas ou negativas e *Quantitative Easing*. Dentre as razões para esse *conundrum* estão tendências de longo prazo, como envelhecimento da população e os efeitos demográficos no padrão de consumo das pessoas, como também os avanços tecnológicos. Outra razão para esse efeito está no fato de que as expansões dos balanços desses Bancos Centrais ocorrem em momentos de desaceleração econômica, justamente quando os bancos comerciais adotam uma postura mais cautelosa em relação a empréstimos, favorecendo empresas com melhor qualidade de rating e que não teriam dificuldades em acessar mercado de capitais.

O efeito das mudanças nos padrões de consumo, digitalização e avanços tecnológicos, que foram acelerados na pandemia, além do alto grau de ociosidade e desemprego, deram ainda mais suporte para o FED estabelecer o *flexible average inflation-targeting* regime em agosto/2020. O novo regime implica que haverá tolerância à inflação moderadamente acima da meta para compensar períodos de inflação abaixo desta e, com isso, irá atrasar as eventuais altas de juros. Essa é uma tendência na estratégia de política monetária dos países avançados que será seguida pelo ECB em 2021 e, possivelmente, por outros bancos centrais de economias avançadas nos próximos anos. A principal resultante é que juros tenderão a ficar historicamente baixos nos países avançados por bastante tempo.

Cenário Brasileiro

Antes da pandemia, o Brasil já possuía a maior relação dívida/PIB (76%) dentre os países emergentes relevantes. Mas, apesar do menor espaço fiscal, os gastos fiscais brasileiros na pandemia foram equivalentes aos de países desenvolvidos como EUA e Canadá e de emergentes como Chile e Peru, que possuíam relação dívida/PIB inferiores a 30% em 2019. Com isso, o Brasil

chegará em 100% de dívida/PIB nos próximos meses, com um rating bem abaixo do grau de investimento. Paralelamente, o governo passou a emitir sinais de perda de austeridade nas contas públicas, ainda que, formalmente, o regime fiscal não tenha se alterado. A consequência é que o risco fiscal percebido pelo mercado aumentou enormemente e afetou a taxa de câmbio e a curva de juros.

A depreciação cambial brasileira no ano também é a maior dentre os países emergentes relevantes, apesar da alta mais recente dos termos de troca do país. Ou seja, o risco fiscal percebido, principalmente, e também a Selic historicamente baixa impediram a apreciação cambial sugerida pela alta de preços de commodities. Com isso, os preços no atacado contaram, portanto, com dupla pressão: de câmbio e de commodities, razão pela qual os nossos preços no atacado atingiram 26% na variação interanual e só perdem para Venezuela e Argentina. O outros emergentes não têm choques nos preços do atacado nesta ordem de grandeza e na maior parte dos avançados os preços ao produtor estão perto de zero ou até em deflação, como na Europa, por exemplo.

Ou seja, ainda que o hiato diminua o repasse do atacado para o varejo, tendo em vista o tamanho do choque apurado, é quase inevitável que os preços ao consumidor também sofram alguma elevação. Essa piora na dinâmica da inflação ao consumidor começou a aparecer no IPCA de setembro, que já contou com surpresa nos núcleos, mas ficou muito mais evidente no IPCA-15 de outubro, quando a média dos núcleos de inflação saltou para 0,54%. Assim, as pressões altistas não estão apenas nos preços de alimentos, mas também nos bens industriais e até nos serviços. Nossa visão é a de que essa pior dinâmica da inflação avança em 2021, principalmente no primeiro semestre, e proporciona uma inflação muito próxima da meta no próximo ano, razão pela qual acreditamos que os juros básicos irão subir em 2021.

Os dados de atividade econômica de curto prazo continuaram a surpreender para cima. O CAGED de setembro veio nesta direção e, ainda que o saldo de criação de vagas possa estar inflado pela subestimação das demissões, os admitidos seguem em ritmo forte, registrando a primeira variação interanual positiva em setembro de 2,8%. Dada a elevada correlação entre o número de admitidos segundo o CAGED com o PIB, trata-se de um ótimo indício da robustez da recuperação doméstica em curso. Entretanto, em outubro já observamos, em dados de alta frequência, alguma moderação no ritmo da expansão, o que, de fato, traz à tona os alertas sobre os efeitos da redução do auxílio emergencial sobre a economia.

Assim, o ano de 2021 seguirá desafiador dado o menor impulso fiscal sobre a renda em relação a 2020. Conforme as eleições presidenciais forem se aproximando, maior será a tentação de passos populistas na contramão do que é necessário para o país no momento. Neste sentido, é de suma importância que se aprovem o quanto antes as reformas necessárias para a sustentabilidade da dívida pública brasileira. Acreditamos na manutenção do teto de gastos para 2021 com alguma flexibilização, porém receamos pelos anos seguintes. Ainda tem solução, mas dependerá de vontade política.

Posicionamento

A realidade de juros baixos nos países desenvolvidos traz como desafio expectativas de retorno que não compensam os riscos em um ambiente onde os *safe-havens* não têm funcionado. Volatilidades implícitas altas significam elevada probabilidade de eventos de cauda, ou seja, o mercado atribui grandes chances para os cenários extremos de inflação e crescimento. Os mercados terão que digerir as consequências do choque da pandemia que podem exacerbar tendências anteriores ao COVID, como tensões geopolíticas derivadas da maior importância da China no crescimento mundial, protecionismo, desigualdade social e populismo. Nesse ambiente, é ainda mais importante fazer gestão ativa, buscando oportunidades nos momentos de maior volatilidade.

Tendo em vista a maior volatilidade e a proximidade das eleições americanas, reduzimos posições compradas em bolsa americana na terceira semana do mês. Analogamente, o cenário mais incerto quanto à manutenção do regime fiscal motivou a redução da posição aplicada em juros no Brasil, mas mantivemos as posições em moedas. Nossa expectativa é a de que o BRL continue pressionado, cujo racional se deve em parte à sazonalidade e principalmente ao fluxo de compra de dólar que deve ocorrer até o final do ano pelas maiores instituições financeiras brasileiras, devido ao ajuste no *overhedge* (*) de seus patrimônios externos. O volume pode ser superior a USD 15 bilhões até o final de dezembro.

*para maiores detalhes, favor consultar matéria divulgada no Valor Econômico em 17/08/2020 com a contribuição da Armor Capital: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/17/bancos-devem-reforcar-compras-de-dolares.ghtml>