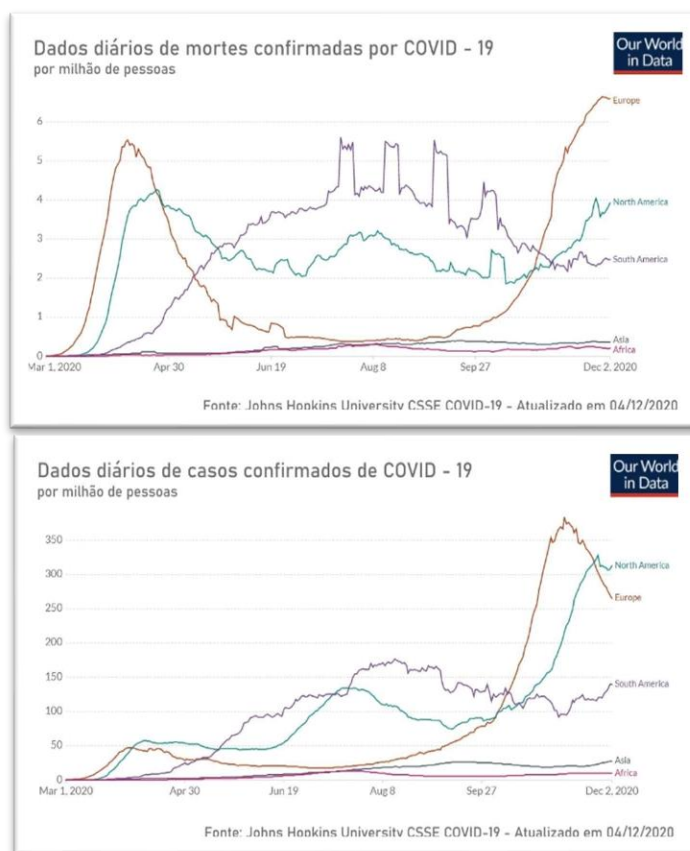


### Cenário Macroeconômico

O mês de novembro foi marcado pela redução de grandes incertezas no cenário global. Em primeiro lugar, a eleição de Biden com ampla vantagem e as confirmações de sua vitória em condados cuja recontagem foi solicitada minimizam sobremaneira o risco de judicialização do processo eleitoral americano, que permeou os últimos meses. Em segundo lugar, ao longo de novembro, o fluxo de notícias positivas acerca das vacinas contra a COVID-19 foi intenso e, inclusive, algumas doses já serão aplicadas ainda em dezembro no Reino Unido e nos EUA. Neste caso, também uma grande incerteza sobre o cenário econômico foi retirada, na medida em que, muito provavelmente, a vacinação em massa ocorrerá em 2021, em que pesem as dificuldades de distribuição, de logística e de armazenamento. Não por outra razão, o advento das vacinas foi disruptivo para os mercados.



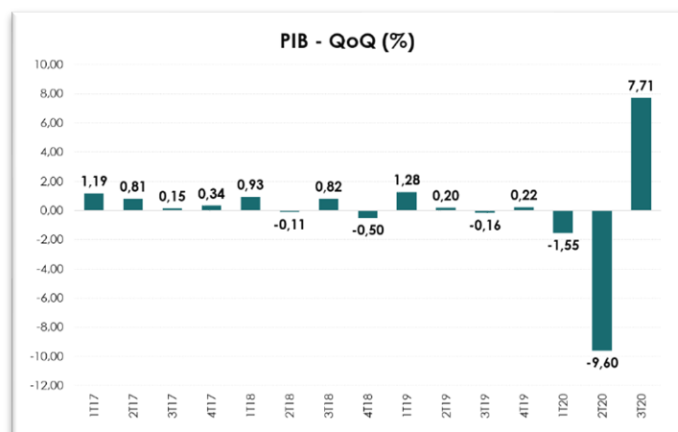
Por outro lado, existem possíveis efeitos da segunda onda da COVID-19 sobre a atividade de curto prazo. Evidente que na Europa esse efeito é mais emblemático, principalmente no setor de serviços, mas também nos EUA se observa uma moderação nas hard datas, com destaque para indústria, varejo e emprego. Em suma, a segunda onda de COVID-19 impactará o PIB do quarto trimestre e o seguinte nos países avançados. Entretanto, entendemos que, apesar do curto prazo pior (segunda onda), a maior segurança em relação ao médio prazo (vacinas e Biden) foi fator mais relevante para os mercados. A forte elevação do apetite por risco ao longo do mês foi ainda alimentada pela esperança acerca de um novo pacote fiscal nos EUA (dado o retorno das negociações entre republicanos e democratas) e pela possível ampliação e/ou pelo alongamento do programa de compras de ativos do FED em dezembro. Na última ata do FOMC houve intensa discussão sobre o programa de QE (*Quantitative Easing*), inclusive com alguns membros apontando certo desconforto e riscos de um balanço tão grande da autoridade monetária, mas, ainda assim, a mensagem principal foi de deixar a porta aberta para mais estímulos.

No Brasil, o PIB do terceiro trimestre confirmou uma recuperação robusta da economia brasileira após forte retração no segundo. Para o quarto trimestre vislumbramos um arrefecimento do varejo tendo em vista o efeito da inflação (de alimentos, principalmente) sobre as vendas de supermercados. Entretanto, continuamos a ver a indústria e os serviços com bons desempenhos e contribuindo para crescimento do PIB na margem de cerca de 2%. A mudança de padrão de consumo, que favorece o consumo de bens, os

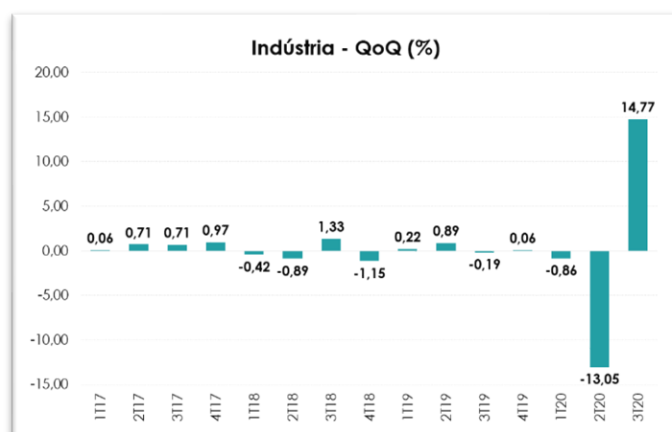
estoques em níveis baixos e a recuperação das exportações devem favorecer a indústria nos próximos meses. Já o setor de serviços, em especial aqueles prestados às famílias, pode continuar sendo favorecido pela melhora no mercado de trabalho.

A segunda onda de COVID-19 também é um risco para a atividade brasileira, porém, a exemplo do que temos visto lá fora, seus efeitos tendem a ser menores do que no início da pandemia, tendo em vista o aprendizado de empresas, famílias e governos no enfrentamento do vírus. Assim, em nossa visão, o cenário fiscal continua sendo o principal risco da economia brasileira. Ainda que o pronunciamento recente do presidente de que não haverá prorrogação do auxílio emergencial tenha se sobreposto à ausência de aprovações relevantes na agenda de reformas até o final do ano, o endereçamento da agenda de reformas no início do próximo ano continua fundamental para a sustentabilidade do crescimento econômico.

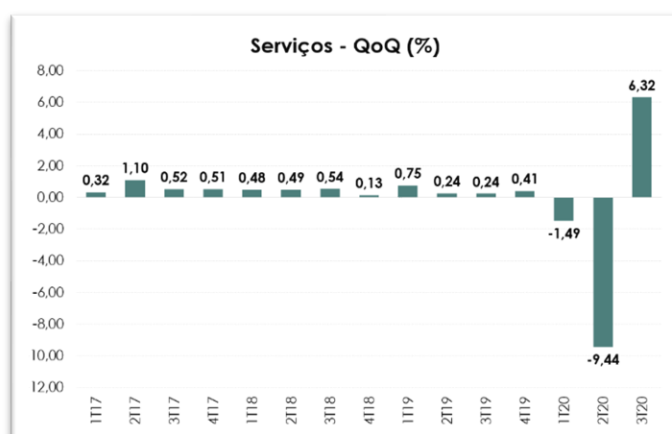
As últimas divulgações do IPCA reforçaram uma piora significativa da dinâmica recente dos preços. Não apenas alimentos estão em alta, mas também os bens industriais, os serviços e principalmente os núcleos de inflação. Estes últimos têm o papel de revelar a tendência subjacente da inflação e o que estamos vendo é que esta se elevou rapidamente para níveis acima do centro da meta. Nossos exercícios apontam que uma parte do fortíssimo choque de preços no atacado já foi repassada para o varejo em 2020, mas existe ainda uma outra parte que aparecerá apenas nos primeiros meses de 2021 e, por esta razão, vislumbramos núcleos de inflação ainda pressionados nos próximos 3 meses. Diante disso, continuamos esperando um abandono do "forward guidance" no primeiro trimestre de 2021 e uma elevação de juros no segundo trimestre. A última decisão da Aneel que impôs bandeira vermelha 2 em dez/20 implicou em elevação da inflação projetada em 2020 para 4,2% e redução da projeção do IPCA de 2021 para 3,8%. Estimamos que a mediana do IPCA de 2021 no Focus venha a ceder algo em torno de 0,20% nas próximas semanas por este efeito, o que de certa forma acabou conferindo mais tempo ao BCB em relação ao "forward guidance". No entanto, ainda assim vislumbramos



1 Fonte: IBGE



3 Fonte: IBGE



2 Fonte: IBGE

que a piora da dinâmica recente e dos próximos meses de inflação acabarão sendo mais preponderantes na condução da política monetária.

### Comentário dos Gestores

A combinação entre o resultado eleitoral americano e o avanço no desenvolvimento da vacina para a COVID-19 propiciaram uma melhora expressiva dos ativos de risco ao longo do mês de novembro. Os ativos brasileiros, em especial moeda e bolsa, beneficiaram-se desse ambiente de maior apetite a risco por parte dos investidores estrangeiros e das características pró-cíclicas da nossa economia. No âmbito local, tivemos alguns catalisadores desse movimento. O aumento das rolagens de swap cambial diárias oferecidas pelo Banco Central tende a neutralizar as pressões negativas sobre o real devido a efeitos sazonais e à redução do *overhedge* dos bancos, que ocorrerá em dezembro. Ademais, observamos o resultado das eleições municipais com o aumento da força dos partidos de centro e enfraquecimento dos partidos de esquerda, uma bem sucedida emissão externa pelo Tesouro Nacional, revisões baixistas para o IPCA 2021 em consequência da antecipação da bandeira vermelha da Aneel para dez/20 e a surpresa positiva do último dado fiscal como fatores que ajudaram na descompressão do prêmio na curva de juros no final no mês.

Prospectivamente, os fatores supramencionados são vetores positivos para os ativos de risco no Brasil, ainda que em menor magnitude. Os riscos quanto ao cenário fiscal persistem, assim, sinalizações positivas no sentido de austeridade tendem a beneficiar mais os mercados de juros e câmbio, que carregam maior prêmio no momento. Em função disso, iniciamos posições aplicadas em juros reais e trades de valor relativo na curva de juros nominal, enquanto no cupom cambial longo temos posições para capturar a abertura das taxas. No livro de moedas reduzimos posições direcionais no real, mas mantivemos posição comprada em peso mexicano. Em renda variável adicionamos o setor de *utilities* e o de proteínas.

### Rentabilidade dos Fundos

Retornos (%) (até 30/11/2020)	dez 2019	jan 2020	fev 2020	mar 2020	abr 2020	mai 2020	jun 2020	jul 2020	ago 2020	set 2020	out 2020	nov 2020	2020	12m
● CDI	0,37	0,38	0,29	0,34	0,28	0,24	0,21	0,19	0,16	0,16	0,16	0,15	2,59	2,97
● Armor Axe FICFI Mult Cred Priv	4,25	3,29	-1,63	-9,06	2,37	5,31	0,63	5,74	1,48	-1,27	0,74	0,35	7,34	11,91
● Armor Previdência FI Mult	0,60	0,15	-0,33	-7,60	2,98	1,99	2,34	2,90	0,28	0,08	0,45	1,60	4,49	5,12
● Armor Shield FICFI Mult Cred Priv	1,35	1,70	-0,99	-7,30	2,59	2,09	9,61	15,82	2,76	-1,19	0,74	0,36	27,41	29,13

