

Cenário Macroeconômico

Os dados econômicos divulgados ao longo do último mês evidenciaram a forte recuperação da economia global no segundo trimestre, em grande medida por conta da reabertura, da melhora dos números da pandemia e do avanço da vacinação nas principais regiões. Nos EUA, chama a atenção que, embora a média de 7 dias de vacinação esteja cadente e a mobilidade esteja aumentando, os números de casos e mortes por Covid-19 se mantenham extremamente baixos, o que demonstra a eficácia das vacinas de RNA mensageiro. Assim, com pandemia mais controlada, novos pacotes fiscais e dados correntes de atividade robustos, continuamos vislumbrando riscos de superaquecimento da economia americana. Além disso, a alta de commodities e os problemas nas cadeias produtivas acabam impondo uma pressão de custos que há muito tempo não se via nos EUA e nos demais países avançados. Desse modo, a inflação já mostra sinais inequívocos de aceleração, inclusive, de núcleos. O Fed, por sua vez, continua com o diagnóstico de que a alta da inflação é temporária e exhibe maiores preocupações com o mercado de trabalho, em detrimento dos riscos inflacionários para o médio prazo. Neste sentido, a grande questão é a persistência da inflação (a qual acreditamos que poderá surpreender a autoridade monetária), após a alta de curto prazo já esperada em função da reabertura.

Um ponto relevante nesta discussão é avaliar a dinâmica das principais desagregações dentro do PCE. Verificamos que o núcleo de inflação nos últimos 10 anos ficou abaixo da meta de forma recorrente, porém, em grande medida por conta da deflação de bens, em especial de bens duráveis, tendo em vista que a inflação de serviços ficou consistentemente acima da meta. Ou seja, a deflação média anual de cerca de 2% dos bens duráveis foi fundamental para o desempenho do núcleo nos últimos anos, o que não acreditamos que se repetirá nos próximos 18 meses, pelo menos. Em nossa visão, as principais razões para isso são as seguintes: i) com crescimento global preservado nos próximos anos, não vislumbramos forte retração dos preços das *commodities*, ainda que algumas correções pontuais possam ocorrer; ii) a alta de salários na China nos últimos anos nos leva a crer que a deflação de bens exportada por este país poderá não se repetir; iii) mudanças relevantes nas cadeias produtivas estão ocorrendo e, em alguns casos, na direção da nacionalização, o que pode gerar fricções mais persistentes e que não necessariamente se resolvem no curto prazo; iv) “efeito Amazon”, que pode ter sido relevante para essa deflação de duráveis por muitos anos – com o advento da pandemia e a ampla utilização das compras on-line, possivelmente este efeito pode ter se exaurido ou tende a ser muito menos representativo nos próximos anos.

Variação interanual do Núcleo PCE, serviços, bens e Fed Funds



Fonte CEIC

Ou seja, sem deflação de duráveis, dificilmente os núcleos do PCE voltarão para os níveis pré-pandemia. Neste sentido, acreditamos que a alta de juros nos EUA poderá ocorrer antes do que o Fed e o mercado esperam, apesar do novo *framework* de política monetária daquele suportar períodos acima da meta de inflação. Em relação ao *tapering*, a discussão já foi colocada por vários membros votantes do FOMC e, tendo em vista a robustez dos dados correntes dos EUA, acreditamos que a redução da compra de ativos será anunciada em breve. Neste sentido, a melhora recente verificada no apetite por risco nos mercados internacionais pode ser, em alguma medida, temporária.

Variação de bens, duráveis e não duráveis



Fonte CEIC

No Brasil, os dados correntes de atividade continuaram motivando revisões do PIB de 2021 para cima, o que, juntamente com resultados e projeções fiscais melhores, deu fôlego adicional para a moeda brasileira, apesar da grande pressão por mais gastos na pandemia. O PIB do primeiro trimestre surpreendeu positivamente, com destaque para o agronegócio, mas, de todo modo, a indústria e os serviços também mostraram desempenhos positivos, refletindo uma maior resiliência da economia brasileira mesmo diante da grave crise sanitária no país – resiliência esta que tem se repetido nos dados de abril e maio. Assim, revisamos nossa projeção de PIB de 2021 de 4,5% para 5,5%. Os principais riscos para esse cenário mais benigno para a atividade econômica doméstica são: eventual reversão do cenário externo favorável com *tapering*; problemas nas cadeias produtivas, como falta de insumos e matérias-primas e eventual crise hídrica/energética. As “reformas possíveis” podem também não ter a envergadura necessária para a resolução mais permanente de nossos problemas fiscais. Entretanto, dada a melhora da atividade e a elevação do deflator do PIB, o nível esperado para a dívida bruta neste ano como proporção do PIB cairá no mínimo 15 pontos e deve oscilar num nível mais próximo de 80% do que de 100% (conforme esperado alguns meses atrás). Esta é uma mudança bastante significativa, ainda que uma parte relevante do ajuste tenha se dado pela inflação mais elevada.

Em relação à inflação, continuamos vislumbrando pressões nos bens industriais nos próximos meses, o que deve manter os núcleos oscilando acima da meta. Além disso, a alta de preços de alimentos já contratada no atacado deve também ser repassada para o varejo. Diante desses elementos e considerando a bandeira tarifária 2 em dezembro de 2021, projetamos alta de 6,2% para o IPCA de 2021 e de 4,2% para o IPCA de 2022. Desse modo, acreditamos que o BCB será levado a fazer o ajuste total em direção ao juro neutro: esperamos 6,5% para a Selic em 2021 e 7,0% em 2022.

Comentário dos Gestores

Os fundos Armor Axe, Shield e Previdência encerraram o mês de maio/21 com alta de 4,61%, 2,37% e 1,70%, respectivamente. Todos os livros tiveram desempenho positivo no mês. As principais contribuições para a performance foram a posição vendida em dólar-real e comprada em ações dos setores financeiro e de *utilities*.

No Brasil, os últimos dados de atividade e os resultados fiscais surpreenderam positivamente, contribuindo para uma melhora na percepção do risco fiscal e levando os agentes a revisões mais otimistas nas projeções de PIB e Dívida/PIB para este ano. Esses fatores e um ambiente pró-risco global propiciaram a descompressão de prêmio na curva de juros e *overperformance* do Ibovespa e do real relativamente aos pares no exterior.

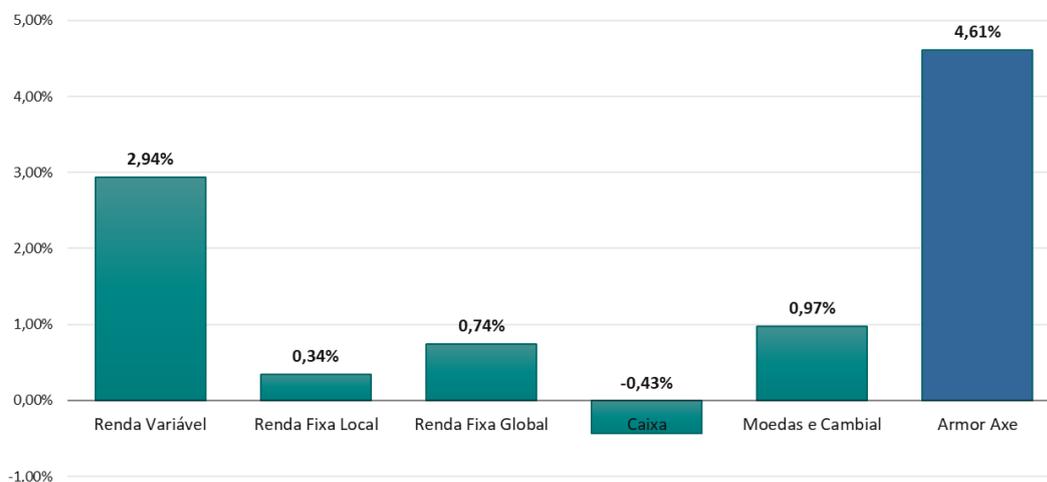
Prospectivamente, seguimos com uma visão construtiva para Brasil, embora com posições menores, dado o nível dos preços atuais, que na nossa visão já incorporam boa parte desse otimismo. O risco, mesmo que pequeno, de crise energética deve ser monitorado, assim como a possibilidade de nova rodada de auxílios sem contrapartidas. No âmbito externo, sinalizações no sentido de antecipação do *tapering* nos EUA podem comprometer o fluxo de portfólio do investidor estrangeiro para o Brasil.

Rentabilidade dos Fundos

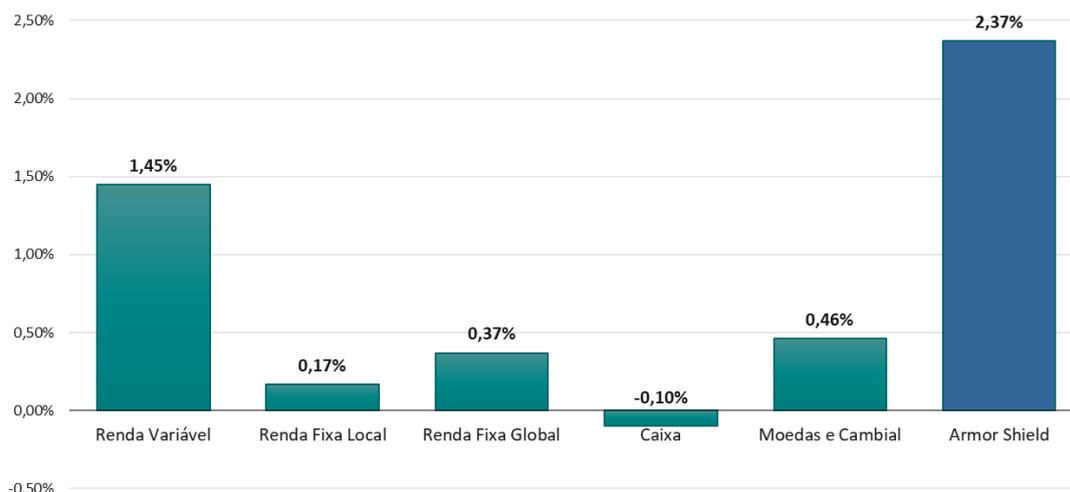
FUNDO	Retornos (%) (até 31/05/2021)								% do CDI desde o		% do CDI		
	nov/20	dez/20	jan/21	fev/21	mar/21	abr/21	mai/21	2020	2021	12m	(12m)	início	(desde o início)
Armor Axe	0,35	1,28	-4,03	-2,17	-2,04	3,01	4,61	8,71	-0,89	8,17	375	22,66	486
Armor Shield	0,36	1,27	-3,33	-1,07	-1,0	1,51	2,37	29,02	-1,62	29,83	1369	32,89	517
Armor Previdencia	1,6	1,82	-0,76	-0,96	-0,73	1,09	1,7	6,4	0,31	10,18	467	9,09	148

Fonte: Economatica

Atribuição de Performance Armor Axe FIC FIM CP
Maio/21



Atribuição de Performance Armor Shield FIC FIM CP
Maio/21



Atribuição de Performance Armor Previdência FIM
Maio/21

