ARMOR
CAPITAL

Carta do Gestor

Novembro 2025

Estimativas para 2026
Selic: 12,00%
Câmbio: R$ 5,45
PIB: 1,80%
IPCA: 4,30%

Cenário Internacional

Em novembro, o ambiente global permaneceu marcado por elevada incerteza, uma vez que o shutdown do governo norte-americano se estendeu até meados do mês. Isso deixou os agentes de mercado com pouca visibilidade, levando-os a recorrer a indicadores menos usuais para orientar suas decisões.

Um dos principais focos para o mês, foi o mercado de trabalho norte-americano, ainda reverberando uma postura mais *hawkish* do FED no último FOMC. Com isso, novas divulgações tornaram-se insumo para o mercado, como foi o caso da divulgação do ADP semanal mostrando dados mais fracos, bem como, o monitoramento de demissões da *Challenger, Gray & Christmas*, que somaram 153.074 em outubro, o maior volume para o mês desde 2003, com destaque para os setores de tecnologia e armazenagem. Segundo a consultoria, alguns segmentos vêm se ajustando após a onda de contratações durante a pandemia, refletindo a adoção de inteligência artificial, cortes de gastos e o aumento dos custos operacionais, aumentando as preocupações sobre o desequilíbrio entre a oferta e a demanda de trabalho nos EUA.

Apesar disso, as falas dos dirigentes do FED mostraram sinais divergentes: parte do Board se posicionou a favor de um corte de juros na decisão de dezembro, enquanto outra parte defendeu uma pausa. Essa divisão adicionou volatilidade aos mercados à medida que os discursos eram divulgados. No entanto, a aprovação do projeto que financiará a maior parte da máquina pública até 30 de janeiro, data em que nova votação deve acontecer, resolveu o shutdown e as agências voltaram a funcionar normalmente, mas com uma série de dados que serão afetados e postergados dado os 43 dias em que ficaram paralisadas.

Com essa solução intermediária, o dado do payroll de setembro, que já havia sido coletado foi divulgado e mostrou uma criação de 119 mil vagas, acima do consenso que previa uma criação de 65 mil vagas. Ainda com a surpresa altista, houve dois questionamentos principais que fez o mercado colocar em "xeque" a resiliência do mercado de trabalho. O primeiro deles foi o avanço da taxa de desemprego, que passou inesperadamente de 4,3% para 4,4%, refletindo um aumento da taxa de participação. Isto é, pessoas que anteriormente não estavam procurando emprego, passaram a procurar, indicando a possibilidade de um descompasso entre a oferta e a demanda por empregos, uma vez que a criação de empregos ainda não absorveu estas pessoas.

Além disso, na análise qualitativa do número, os setores que impulsionaram essa criação mais forte de vagas, são considerados menos sensíveis ao ciclo econômico, como saúde e assistência social, enquanto os setores mais cíclicos, como manufatura e serviços financeiros, continuaram a mostrar arrefecimento na ponta.

Diante de alguns sinais de fragilidade do mercado de trabalho, voltou-se a discutir a possibilidade de mais um *insurance cut* em dezembro, direcionado principalmente por diretores como o Christopher Waller, do board e John Williams, do FED Nova Iorque, que esboçaram preocupações com o balanço de riscos assimétricos para o mercado de trabalho. Isso fez com que o mercado voltasse a apostar num corte de 0,25 p.p para a última decisão do ano.

Por fim, vale citar as especulações sobre o novo presidente do Federal Reserve, visto que o mandato de Jerome Powell termina em maio de 2026. As apostas colocam Kevin Hasset, atual membro do conselho econômico de Trump, como o favorito para assumir o cargo. Por ser um possível indicado bastante próximo ao presidente, o mercado tem aumentado suas apostas em cortes de juros no ano que vem.

Diante desse cenário, alteramos nossa projeção de crescimento EUA para 2025 de 1,8% para 1,9% e de 1,8% para 2,0%, dados os estímulos fiscais e possivelmente monetários em 2026. Para os preços, esperamos que o core PCE fique em 3,0% em 2025 e passe para 2,8% ano que vem. Por fim, para as FED Funds, vemos mais um corte esse ano, levando o *upper bound* para 3,75% e 3,25% no ano que vem.

Cenário Doméstico

O ambiente doméstico teve como temas principais, a aprovação da isenção do Imposto de Renda para aqueles que ganham até R$ 5 mil e a condução da política monetária. Isso, aliado aos vetores externos, impulsionou os ativos locais de maneira positiva.

A partir de janeiro de 2026, contribuintes com renda mensal de até R$ 5 mil estarão isentos do Imposto de Renda. Com aprovação unânime no Senado e na Câmara dos Deputados, a medida deve injetar cerca de R$ 28 bilhões adicionais na economia. Parte relevante desse montante já está incorporada nas projeções de PIB dos economistas, embora haja riscos altistas associados ao impacto fiscal e ao impulso sobre a demanda.

O COPOM, por sua vez, optou por manter inalterada a taxa Selic em 15,00% na reunião de novembro. Embora o movimento fosse amplamente esperado, o comunicado trouxe algumas suavizações, como a revisão da projeção de inflação do modelo do próprio Banco Central, que passou de 3,4% para 3,3%, refletindo revisões baixistas nas projeções do boletim FOCUS para os anos de 2027 e 2028. Em termos de comunicação, na ata do COPOM, o comitê apontou que já incorporou os efeitos da aprovação da isenção do IR em seus modelos, dando um tom um pouco mais *dovish* ao documento. No entanto, os discursos do Presidente do Banco Central, Gabriel Galípolo, continuam duro ao mostrar preocupações em relação aos dados de mercado de trabalho e ao sinalizar que a taxa de juros deve ficar elevada por tempo bastante prolongado.

Os dados de inflação continuaram a mostrar surpresas baixistas, na maior parte explicadas por categorias específicas com alimentação no domicílio e bens industriais que surfam na onda do dólar enfraquecido e na exportação de deflação de bens por parte da China. Serviços, por sua vez, continuam em patamar elevado devido à inércia dos preços para esta categoria, sendo ainda uma pedra no sapato para o BC.

Quanto aos dados de emprego, *input* bastante relevante para as decisões do banco central, mostraram números mistos. O CAGED referente ao mês de outubro criou 85 mil vagas formais, abaixo das expectativas de 110 mil. Em contrapartida, a PNAD Contínua mostrou que a taxa de desemprego caiu para 5,4%, mínima histórica e abaixo do consenso de 5,5%, sugerindo um mercado de trabalho ainda apertado segundo a ótica da pesquisa domiciliar.

Diante desse quadro, avaliamos que o COPOM deverá iniciar o ciclo de cortes apenas em março, já que as expectativas de inflação de longo prazo devem permanecer estáveis nos próximos meses e o câmbio tende a sofrer algum pressionamento em dezembro devido aos pagamentos de dividendos ao exterior por empresas brasileiras.

Por fim, nossas projeções apontam para um crescimento do PIB de 2,1% em 2025 e 1,8% em 2026. Esperamos que o IPCA alcance 4,5% neste ano e desacelere para 4,3% no próximo, enquanto a taxa Selic deve permanecer em 15% em 2025 e recuar para 12% em 2026. Projetamos ainda que a taxa de câmbio se mantenha em torno de 5,45 nos dois anos.

Comentário dos Gestores

O mercado acionário americano apresentou grande volatilidade ao longo do mês, com o S&P500 encerrando o período com uma leve alta de 0,13%. Parte dessa instabilidade foi explicada por receios crescentes quanto à rentabilidade e ao retorno efetivo dos investimentos massivos em inteligência artificial por parte das grandes empresas. No âmbito macroeconômico, a divulgação do *payroll* referente a setembro foi interpretada como um dado mais fraco, com destaque negativo para a taxa de desemprego, que subiu para 4,4%. Contudo, na reta final do mês, a bolsa americana voltou a performar melhor, impulsionada pelo aumento da probabilidade de um corte de juros na reunião de dezembro do FOMC, esse otimismo foi renovado por comunicações mais *dovish* de dirigentes do FED. Diante dessa postura da autoridade monetária, as taxas das *treasuries* americanas fecharam marginalmente.

No Brasil, observou-se um fechamento expressivo na curva de juros, com as taxas prefixadas recuando em torno de 30bps. O movimento reflete a proximidade do início do ciclo de afrouxamento monetário e o aumento na precificação de que os cortes comecem já na reunião de janeiro do COPOM. Esse cenário foi impulsionado por dados fracos de inflação, um patamar ainda bastante restritivo de juros reais e uma dinâmica favorável na taxa de câmbio. O real valorizou-se 0,70% no mês, demonstrando resiliência mesmo diante de um fluxo cambial negativo de US$ 3 bilhões acumulado no mês até o dia 21 de novembro. O destaque do mês foi para a performance positiva de +6,37% do Ibovespa, impulsionado pelo início dos anúncios de dividendos extraordinários.

As principais contribuições para o desempenho do mês vieram das posições em renda variável, com posições compradas em bolsa local e compradas em bolsa americana, e renda fixa local, com destaque para posições aplicadas em juros reais. As posições em moedas e renda fixa global tiveram uma performance pouco negativa, com posições vendidas em euro contra dólar e tomadas em juros nominais americanos.

Ao longo do mês de novembro montamos posições compradas em bolsa local, dada a aprovação da taxação de dividendos e a expectativa de mais anúncios de dividendos extraordinários, que deve gerar um fluxo positivo no curto prazo, em contrapartida deve gerar remessas extras de lucros e dividendos, impactando negativamente o fluxo cambial que já é sazonalmente negativo no mês de dezembro. Além disso, permanecemos com posições compradas em bolsa americana, que deve ser beneficiada com os investimentos em inteligência artificial, inclusive através de ganho de produtividade em outros setores além do setor de tecnologia. Ademais, permanecemos com posições aplicadas em juros reais e comprados em créditos bancários locais.

Projeções Econômicas

Variável	2025	2026	2027	Longo Prazo
Brasil				
PIB (%)	2,10	1,80	2,00	2,00
Inflação (%)	4,50	4,30	3,90	3,80
Câmbio	5,45	5,45	5,45	5,45
SELIC (%)	15,00	12,00	11,00	10,00
EUA				
PIB (%)	1,80	2,00	2,00	2,00
Inflação (%)	3,00	2,80	2,50	2,00
Fed Funds (%)	3,75	3,25	3,00	3,00
Zona do Euro				
PIB (%)	0,90	1,30	1,30	1,30
Inflação (%)	2,10	2,00	2,00	2,00
Taxa de Juros (%)	1,75	1,75	1,75	1,50

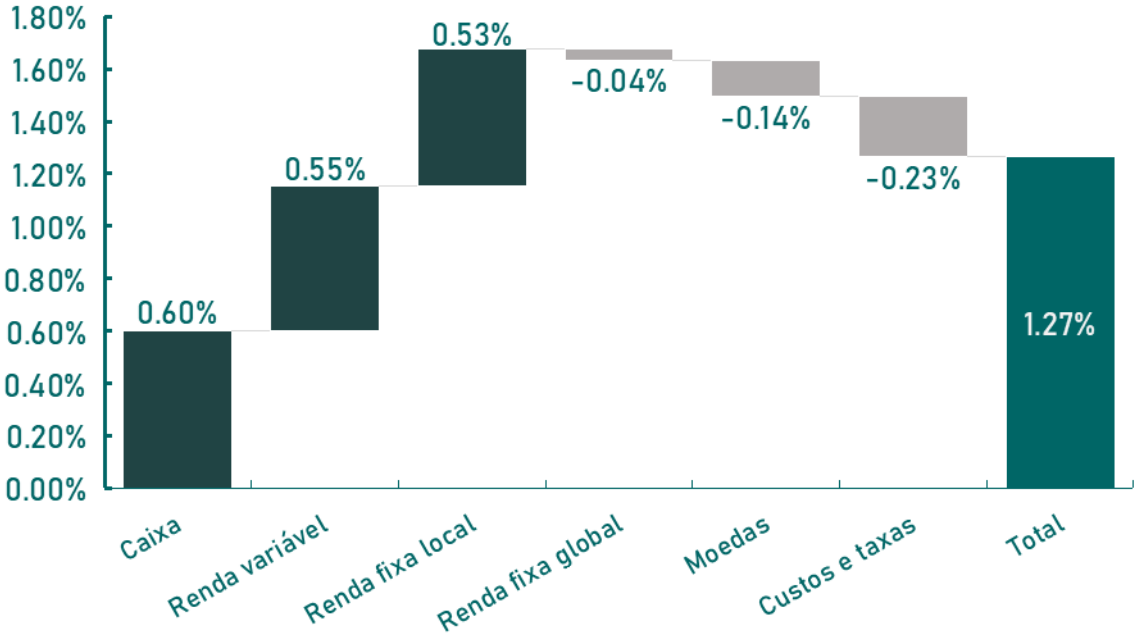
Fonte: Armor Capital

Rentabilidade dos Fundos

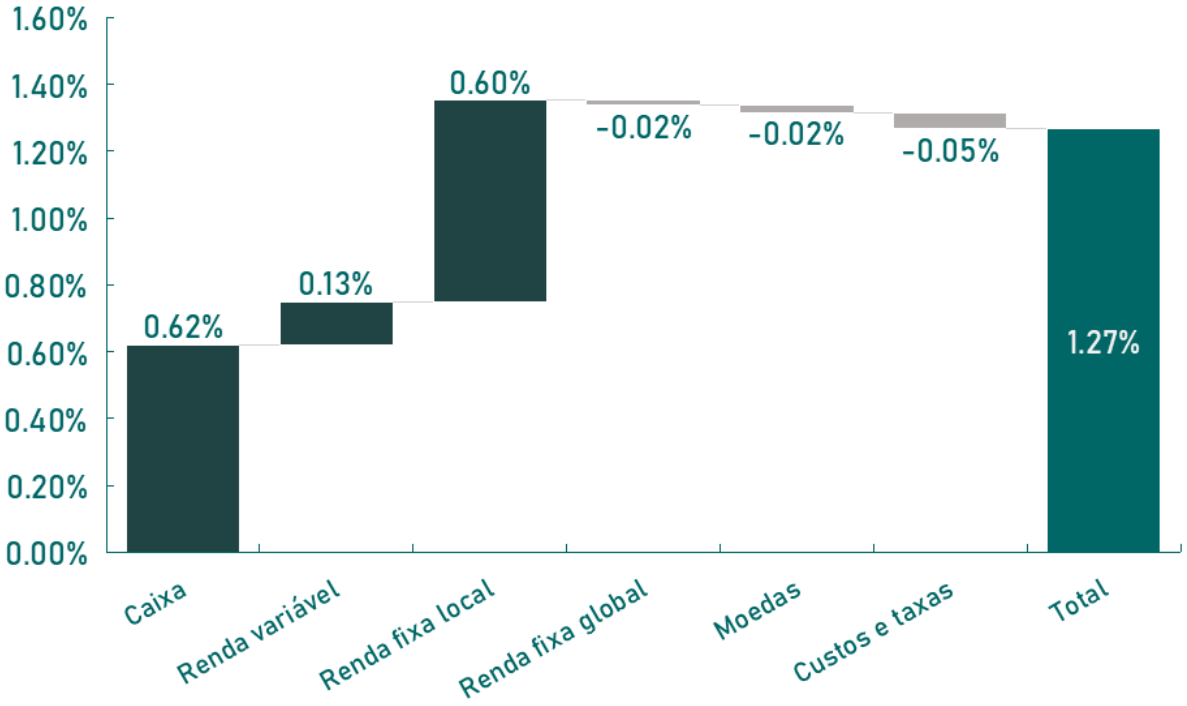
Retornos (%) (até 30/11/2025)			
FUNDO	Armor Axe	Armor Previdência	Armor Sword
2025	13,80	12,19	11,78
% do CDI (Ano)	107	94	91
12m	13,73	12,94	12,24
% do CDI (12m)	98	92	87
24m	34,17	30,51	24,67
% do CDI (24m)	129	115	93
36m	52,32	49,19	40,18
% do CDI (36m)	121	114	93
desde o início	137,52	91,34	54,04
% do CDI (desde o início)	190	122	93
2024	14,37	13,93	9,86
2023	15,48	16,67	12,73
2022	21,89	11,79	11,27
2021	4,76	5,54	-
2020	8,71	6,40	-
2019	13,85	2,21	-

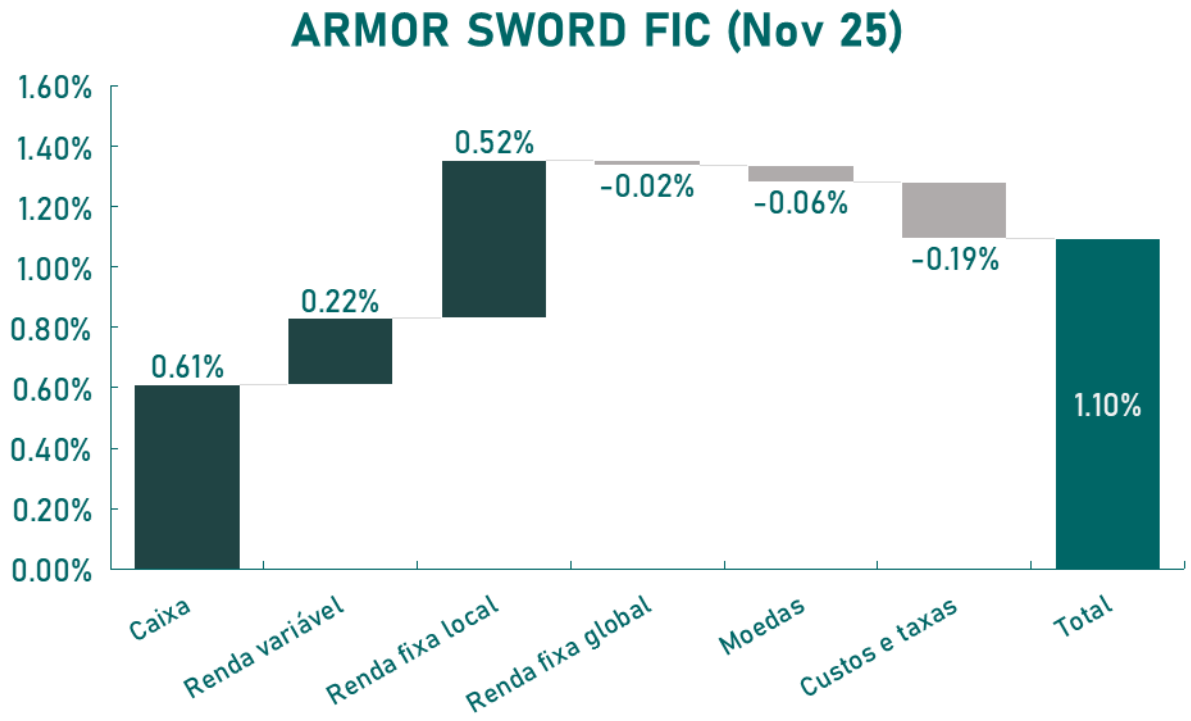
Fonte: BTG Pactual, Economatica

ARMOR AXE FIC (Nov 25)



ARMOR PREV FIM (Nov 25)





Fonte: Armor Capital

armorcapital
Armor Capital Gestão de Investimentos
contato@armorcapital.com.br
+55 11 4550-5701

A Armor Gestora de Recursos Ltda. ("Armor Capital") é uma sociedade devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". A Armor Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações, opiniões e estimativas aqui contidas refletem o julgamento da Armor Capital na data de sua publicação e podem ser alteradas sem aviso prévio. As informações contidas neste material têm caráter exclusivamente informativo e não constituem recomendação de investimento, oferta ou aconselhamento de valores mobiliários. A Armor Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou decisões de investimento tomadas com base neste conteúdo. A rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Leia o regulamento antes de investir. Mais informações sobre a Armor Capital e seus fundos de investimento estão disponíveis em www.armorcapital.com.br.