



# Carta do Gestor

---

## SETEMBRO

**Estimativas  
para 2023**

Selic – 11,50%

Câmbio – R\$4,90

Pib – 3,1%

Setembro 2023

## Cenário Macroeconômico

No cenário externo, o mês de setembro foi marcado pela incerteza, que levou o mercado a adotar uma postura avessa ao risco, resultando no fortalecimento do dólar e na queda das bolsas. Trata-se de um movimento de risk-off não convencional, pois foi influenciado por um movimento de abertura das taxas de juros. Um dos principais fatores para isso foi a reunião do FOMC, que manteve a taxa de juros básica no nível atual, mas emitiu um comunicado mais inclinado ao endurecimento monetário em comparação aos anteriores. Embora o mercado já esperasse que as taxas de juros fossem mantidas, houve surpresa tanto na divulgação das projeções quanto nas revisões das estimativas econômicas do comitê. A mediana dos Dots indicou um aumento de 0,50 p.p nas Fed Funds tanto em 2024 quanto em 2025, sugerindo que as taxas de juros podem permanecer elevadas por um período mais longo. Com relação às projeções econômicas, as revisões para a inflação foram mínimas, mas as revisões para as medidas de atividade foram notadamente mais altas – indicando que o Fed considera uma elevação adicional das taxas de juros devido aos riscos inflacionários associados a uma economia aquecida.

Apesar disso, os dados recentes da inflação americana ainda sustentam uma perspectiva construtiva para a economia, embora haja preocupações com a pressão causada pelo aumento dos preços do petróleo – a qual os dirigentes do Fed têm monitorado com cautela. O CPI de setembro ficou em linha com as expectativas do mercado, registrando um aumento de 0,6% em relação ao mês anterior. Mas houve contribuição relevante de passagens aéreas, devido ao encarecimento dos combustíveis. Os outros componentes, por sua vez, seguiram tendência de desaceleração. De todo modo, os preços do petróleo permanecem como um vetor de risco, já que subiram consideravelmente devido aos anúncios de cortes na produção feitos pela Arábia Saudita e pela Rússia até o final do ano. Além disso, estoques historicamente baixos em Cushing têm elevado o custo da commodity.

Destaque também para um eventual shutdown do governo dos EUA, que contribuiu para este risk-off. Até 30 de setembro, Republicanos e Democratas ainda não haviam chegado a um acordo sobre o financiamento das agências governamentais, o que poderia resultar na suspensão de serviços e no afastamento dos funcionários federais a partir de 1º de outubro. No entanto, foi acordado um financiamento prévio com duração de 45 dias, adiando a discussão no curto prazo. A ausência de uma resolução definitiva foi preponderante à performance dos preços dos ativos, que permaneceram pressionados.

No cenário doméstico, houve impacto majoritário do contexto global de aumento dos prêmios de risco e, conseqüentemente, houve aperto das condições financeiras. Nesse sentido, a decisão do Comitê de Política Monetária adotou uma postura mais hawkish, enfatizando a incerteza externa. Aqui, o Copom reduziu a taxa básica de juros, a Selic, para 12,75%, conforme esperado, e reiterou a intenção de continuar reduzindo a taxa em 0,50 p.p até o final do ano. Além disso, na ata, reafirmou o compromisso com a responsabilidade fiscal. Mas trouxe à pauta a possibilidade de um PIB potencial mais elevado – que pode estar refletindo os efeitos das reformas estruturais implementadas entre 2016 e 2019. Boa parte dessa visão deriva das recentes surpresas positivas com a atividade econômica, em especial do PIB do 2º trimestre, que cresceu 0,9% na comparação trimestral ante a mediana de 0,3%. Diferentemente do primeiro trimestre, que foi impulsionado pela agricultura em decorrência das supersafras, o crescimento do 2º trimestre mostrou dados melhores tanto de serviços quanto da indústria, aumentando o carregamento estatístico para o fim do ano e, conseqüentemente, elevando as expectativas de crescimento. Com isso, esperamos um crescimento de 3,1% neste ano e de 1,9% no que vem.



# Carta Mensal

## Setembro 2023

Com relação à inflação, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) ainda mostra um comportamento favorável, com desaceleração nas categorias de serviços e alimentos. Os núcleos também seguem trajetória benigna, contribuindo para ancoragem das expectativas e para justificar a flexibilização monetária. Para 2023, projetamos uma inflação de 4,85% e de 3,60% em 2024.

No âmbito fiscal, a percepção de elevação do risco cresceu no último mês diante do maior ceticismo sobre o cumprimento da meta de resultado primário em 2024 após o envio do PLOA, que estima arrecadação extra de R\$ 168,5 bi. Ademais, os dados correntes têm surpreendido negativamente, com destaque para uma desaceleração mais pronunciada das receitas. Por fim, há também incerteza sobre a questão dos precatórios. O pagamento do estoque seria positivo, dando mais transparência e evitando um acúmulo mais expressivo, mas a classificação de parte das despesas como financeira (e não primária) dividiu a opinião dos analistas.

Dadas as condições econômicas atuais, mantivemos nossa estimativa em 11,50% para a taxa Selic no final deste ano, diante de uma inflação corrente benigna com desaceleração dos núcleos e de serviços subjacentes. As evidências preliminares de que o PIB potencial brasileiro esteja mais elevado sustentam nossa expectativa de que a desaceleração mais gradual que esperada da atividade econômica não gerará pressões inflacionárias. Adicionalmente, acreditamos em uma redução do risco fiscal até o final do ano com a aprovação das medidas arrecadatórias. Contudo, reconhecemos que a probabilidade de que uma aceleração no ritmo de cortes de juros em dezembro tem se reduzido, diante do cenário externo mais adverso, considerando também o enfraquecimento da economia chinesa.



### Comentário dos Gestores

No contexto global, permanecem incertezas acerca da resiliência da economia dos Estados Unidos e da taxa de juros terminal americana. Os membros do FOMC mantiveram suas projeções para as taxas de juros deste ano, com a expectativa de um novo aumento de 25bps. Além disso, as discussões sobre a possibilidade de um shutdown no governo federal dos EUA se estenderam até o último dia de setembro, quando houve acordo entre o presidente da câmara e os democratas, impactando negativamente os ativos de risco. O mercado doméstico seguiu as tendências globais, precificando uma taxa de juros terminal mais elevada para a SELIC. Paralelamente, persistem debates sobre a implementação de novas medidas de arrecadação para reduzir o déficit fiscal.

No mês de setembro, nossas posições de valor relativo em moedas emergentes foram afetadas pela abertura das taxas de juros e discussões acerca do fiscal americano, que teve um impacto mais pronunciado na moeda mexicana do que na australiana. Ademais, o banco central do México anunciou a redução da rolagem dos contratos de swap vendidos em USD/MXN, o que gerou pressão adicional sobre a moeda mexicana.

Diante desse cenário, continuamos a adotar uma estratégia tática nos mercados doméstico e internacional. Além disso, mantemos nossa posição comprada em títulos bancários de grandes instituições financeiras, bem como posições compradas em bonds emitidos por bancos brasileiros no exterior.

As principais contribuições para o desempenho do mês foram provenientes do caixa e das posições compradas em títulos bancários locais. As posições táticas majoritariamente compradas em bolsa americana e doméstica contribuíram negativamente para a performance do fundo. Ademais, as posições de valor relativo em moedas emergentes também afetaram negativamente a performance do mês.

### Rentabilidade dos Fundos

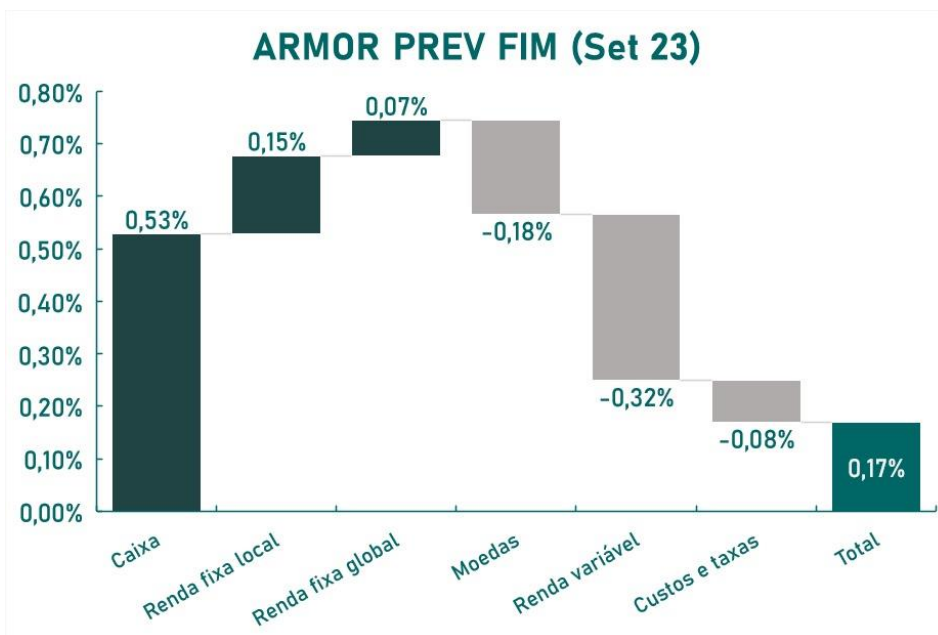
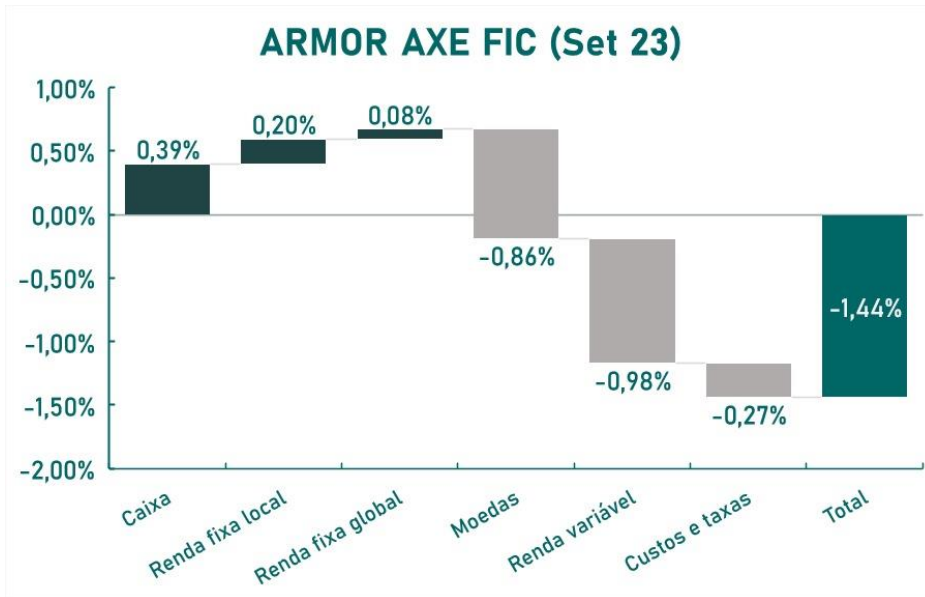
FUNDO	Retornos (%) (até 29/09/2023)		
	Armor Axe	Armor Previdência	Armor Sword
set/23	-1,44	0,17	0,27
ago/23	0,63	0,94	0,65
jul/23	0,81	0,91	0,89
jun/23	3,28	2,52	1,65
mai/23	0,72	1,34	1,24
abr/23	1,02	1,43	1,19
mar/23	1,01	1,32	0,95
fev/23	0,71	1,20	0,97
jan/23	2,84	0,81	1,33
2023	9,90	11,15	9,52
12m	18,47	15,02	13,47
% do CDI (12m)	137	111	100
24m	40,73	27,31	-
% do CDI (24m)	158	106	-
36m	44,35	36,14	-
% do CDI (36m)	150	122	-
desde o início	73,68	42,61	21,86
% do CDI (desde o início)	219	120	97
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



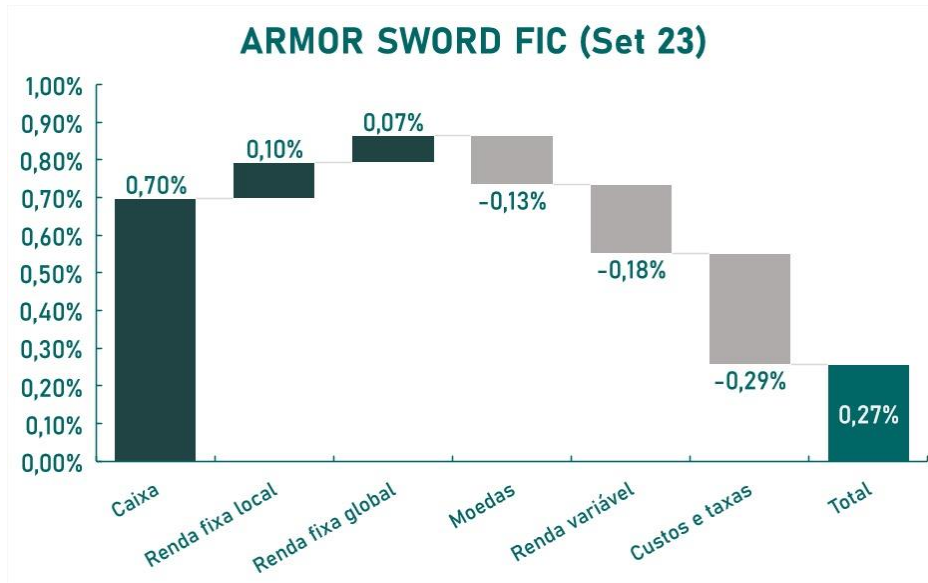
# Carta Mensal

Setembro 2023



# Carta Mensal

Setembro 2023



Fonte: BTG Pactual, Economática

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

