ARMOR
CAPITAL

Carta do Gestor

Março 2025

Estimativas para 2025
Selic: 15%
Câmbio: R$6,00
Pib: 1,8 %
IPCA: 5,5%

Cenário Internacional

Há mais de um século, os teóricos da economia vêm desenvolvendo modelos para mapear as escolhas racionais, tentando responder a uma pergunta fundamental: por que um item é preferível ao outro? Os fundamentos básicos da microeconomia têm como objetivo principal entender as escolhas de um consumidor ou de uma firma — escolhas essas que são baseadas na maior satisfação do agente em questão. Quando o agente vai tomar uma decisão de escolha, é sabido que ele precisa identificar as diferenças entre os itens disponíveis e, assim, entender qual dos itens o satisfará da melhor forma naquele momento. Para isso, ele leva em consideração suas convicções exclusivas e o retorno que essa escolha traz para a sua necessidade — tudo isso ponderado por algo que nós chamamos de risco.

Em seu conceito mais abrangente, o risco pode ser definido como uma probabilidade de perigo a ser atribuída em determinada circunstância, que tende a prejudicar nesse caso, o seu retorno. Um dos fatores mais importantes para avaliação do risco de uma decisão, é o nível de incerteza do agente para com aquela ação, se o agente não vê uma previsibilidade em sua decisão, é bastante provável que ele não a tome, fazendo-o entrar em uma posição de aversão ao risco. Muitas vezes, com essa postura avessa ao risco, os agentes optam por trocar itens que o satisfaziam de alguma forma, para itens que te tragam mais segurança e que satisfaçam suas novas preferências.

Nas duas cartas anteriores, comentamos sobre o elevado nível de incerteza gerado pelas políticas tarifárias do governo norte-americano — incertezas essas marcadas por diversas reviravoltas em torno de suas aplicações. O mês de março não foi diferente de seus anteriores e elevou ainda mais o nível de incerteza global, trazendo mais perguntas do que respostas.

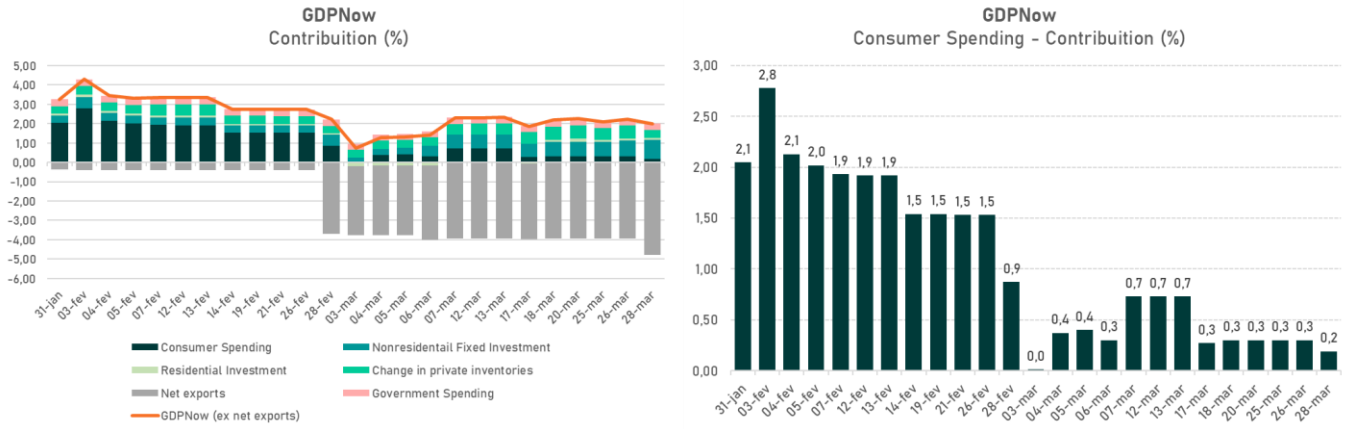
Qual o impacto das tarifas na inflação? E na atividade econômica? Existe a possibilidade de estagflação? A falta de informações pode resultar em uma procura por ativos mais seguros?

De fato, este cenário incerto, fez uma parte dos agentes procurarem por ativos mais “seguros” no curto prazo, gerando um ambiente de rotação de ativos. Vale destacar que a Europa se beneficiou bastante desse movimento após o anúncio e aprovação do pacote de gastos em infraestrutura no valor de €500 bilhões na Alemanha, que pode ser revertido em um maior crescimento para o bloco nos próximos anos.

Todavia, a falta de clareza dos efeitos também afeta as decisões de política monetária e coloca o FED em uma posição difícil, ao tentar definir se o balanço de riscos está assimétrico em função da atividade ou inflação. As projeções do FOMC de março, mostraram que o comitê está mais pessimista com atividade, onde as projeções de crescimento mostraram revisões baixistas entre 2025 e 2027, ao mesmo tempo que a projeção de inflação para 2025, tivesse uma revisão altista e os demais anos, se mantivessem inalteradas. Essa combinação foi entendida como um sinal de inflação transitória, confirmado pelo próprio Jerome Powell em seu discurso após a decisão. No entanto, outros dirigentes trouxeram uma dúvida sobre essa inflação e se colocam mais cautelosos ao falar sobre isso, o que trouxe ainda mais ruídos ao mercado.

Então, com a incerteza vigente em quase todos os campos da economia norte-americana, alguns indicadores começaram a mostrar um viés mais pessimista para atividade econômica e para o ciclo de negócios, conforme visto nos dados de sondagens empresariais e dos consumidores (soft data) no mês de março, entretanto, na economia real (hard data), os dados também mostram sinais de desaceleração.

Figura 1. GDPNow



Fonte: Fed Atlanta; Elaboração: Armor Capital

A figura acima, mostra o GDPNow, que é um nowcast do PIB, divulgado pelo FED Atlanta. Esse índice tem como propósito atualizar a direção do PIB norte-americano conforme cada dado que é divulgado. Dentro da composição do PIB, a abertura de maior peso é a de gastos pessoais, que teve uma forte revisão baixista no trimestre vigente. O cálculo dessa abertura envolve dados como o retail sales e o personal spending divulgado pelo PCE e mostraram uma desaceleração nos dois primeiros meses do ano e contribuíram significativamente para essa revisão no consumo.

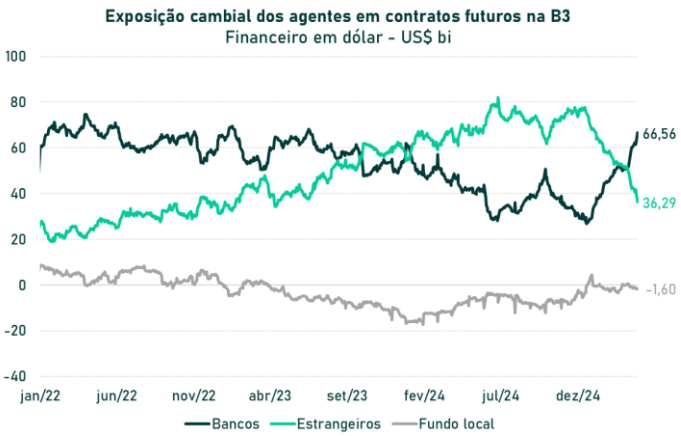
Dentro desse cenário, optamos por manter a projeção de Core PCE em 2,8% para esse ano em 2,3% para 2026. Já para o crescimento, revisamos o PIB norte-americano de 2,0% para 1,5% e para 2026, esperamos um crescimento de 18%. Por fim, esperamos 3 cortes de 25 bps nas FED Funds este ano, e mais dois cortes de 25 bps para 2026.

Cenário Doméstico

Nos três primeiros meses do ano, o Brasil também foi beneficiado pelo desmonte de posição comprada em Estados Unidos, muito por não ser um alvo claro das tarifas. A dúvida que permeia esse tema, é quanto tempo essa benesse pode durar.

A figura ao lado mostra os contratos em aberto de dólar, nela, é possível notar um forte desmonte da posição comprada em dólar por parte dos investidores estrangeiros, o que contribuiu muito para a valorização do real nesses três meses. Apesar disso, o Brasil não teve mudanças estruturais significativas. O fiscal ainda continua comprometido e as expectativas de inflação continuam em um patamar elevado, com o Banco Central lutando para ancorá-las.

Figura 2. Contratos em aberto de dólar



Fonte: B3; Elaboração: Armor Capital

O noticiário político foi concentrado na aprovação do Orçamento de 2025 e na isenção do Imposto de Renda (IR) para os que ganham até R$ 5 mil. Após alguns meses de atraso, o Orçamento finalmente foi aprovado em março, contemplando um superávit de R$ 15 bilhões. Em contrapartida, o governo tem concentrado esforços na elaboração do PL da isenção do IR aumentando as incertezas sobre o panorama fiscal do país.

Quanto à inflação, as expectativas ainda não convergiram para a meta de 3%, mantendo-se em patamares elevados, ainda que os dados mais recentes tenham ficado aquém do esperado. Em resposta a isso, o COPOM optou por seguir o *guidance* contratado no fim do ano passado, e elevou a taxa Selic em 1,0 p.p, levando-a para 14,25%. Além disso, o comitê anunciou que antevê um ajuste de menor magnitude para a próxima reunião, mas sem sinalizar o tamanho exato da alta.

Já sobre a atividade econômica, o primeiro trimestre do ano mostrou surpresas baixistas, trazendo uma narrativa de desaceleração da atividade econômica em função do aperto monetário. As pesquisas mensais do IBGE referente a indústria, comércio e serviços, apontam para uma desaceleração na margem. Porém, após dados mais fracos, o CAGED do mês de fevereiro, mostrou um recorde de criação de vagas para o mês, aumentando a incerteza no processo de desaceleração. Além disso, a supersafra já projetada para o ano, deve ainda sustentar um crescimento no primeiro trimestre do ano.

Ainda sobre possíveis inputs para a atividade econômica, o Governo lançou um programa de crédito para o trabalhador. A medida consiste em ofertar um consignado para trabalhadores com carteira assinada e Microempreendedor Individual (MEI), a juros mais baixos, como foco em reduzir o endividamento da população ocupada. Ainda não se sabe o valor exato do volume do crédito a ser concedido, mas pode gerar um impulso de crédito na atividade econômica.

Fato é, que desde o começo do ano, o cenário não trouxe alterações significativas para sustentar um fôlego adicional nos ativos de risco. A continuidade da piora das expectativas de inflação, a situação fiscal comprometida e falta de sinais concretos da desaceleração da economia, criam uma narrativa que tende a trazer uma piora no cenário para o segundo semestre.
Com isso, projetamos um crescimento de 1,8% em 2025 e 1,8% em 2026. A estimativa para o IPCA é de 5,5% em 2025 e 4,3% em 2026. Prevemos que a SELIC alcance 15,00% em 2025 e 13,00% em 2026, enquanto a taxa de câmbio deve se manter em R$6,00 em ambos os anos.

Comentário dos Gestores

O grande destaque do mês de março nos mercados foi a continuidade do enfraquecimento do dólar contra as moedas de países desenvolvidos e emergentes, bem como a forte apreciação do ouro. Para nós, esse movimento vai além da rotação de ativos, com agentes diminuindo suas exposições a ativos financeiros americanos (destaque para a Bolsa Americana) para ativos que estavam desvalorizados, como a bolsa europeia e as bolsas de países emergentes. Esse grau de incerteza elevado faz com que os agentes econômicos já atribuam uma maior probabilidade de um cenário de recessão para a economia americana ainda esse ano. Além disso, vemos uma tendência de busca por ativos seguros, antes representados pelos títulos públicos americanos, para ativos como ouro e ativos financeiros em outras regiões. A consequência desse movimento foi uma queda de -5,75% no S&P 500 e uma valorização do euro frente ao dólar de 4,25% no mês.

Apesar de uma postura dura do COPOM e o envio ao congresso da medida de isenção do IR, compensada pela taxação dos dividendos, os mercados locais se comportaram muito bem, na esteira desse fluxo global rotacionando para outras regiões. O índice Bovespa subiu mais de 6% no mês enquanto o Real se valorizou 3% frente ao dólar e as taxas de juros longas fecharam em torno de 30bps.

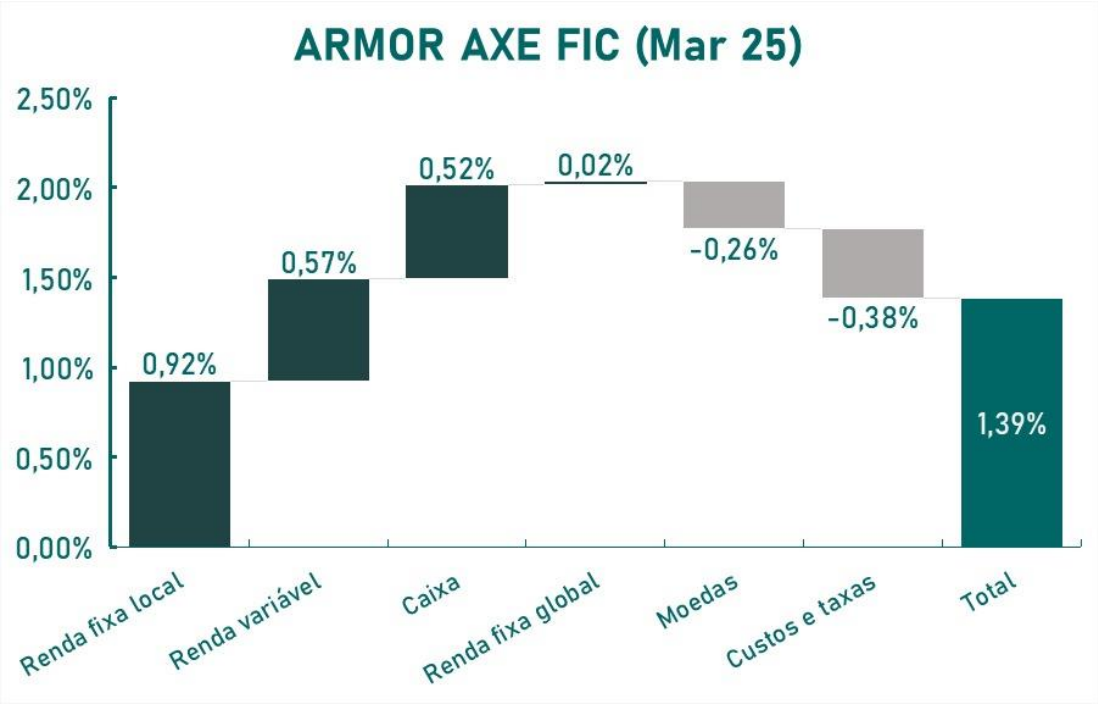
As principais contribuições para o desempenho do mês vieram das posições em renda variável, com destaque para posições compradas em bolsa local contra bolsa americana, em renda fixa local, as posições compradas em NTN-Bs, além da posição em créditos bancários, contribuíram positivamente.

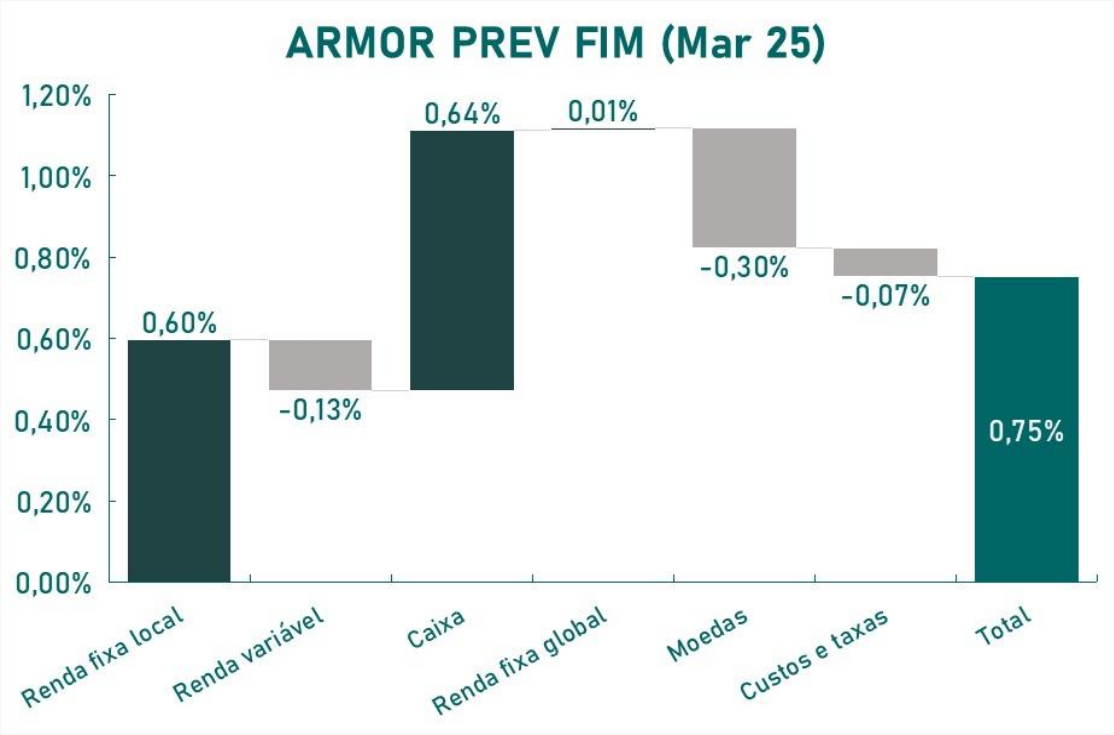
Por outro lado, as posições em moedas, majoritariamente compradas em dólar contra o real, impactaram negativamente a performance do fundo.
Diante desse cenário de maior incerteza e de possível recessão nos Estados Unidos, mantemos posições compradas em euro e em iene contra o dólar, com viés comprador de bolsa local – apoiado na baixa alocação dos fundos domésticos na bolsa brasileira – e posições vendidas em S&P 500, além de posições aplicadas em *Treasuries,* caso o governo americano endureça nas tarifas comerciais. Em linha com essa visão, permanecemos aplicados em juros reais e nominais no Brasil, refletindo a possibilidade de desaceleração econômica.

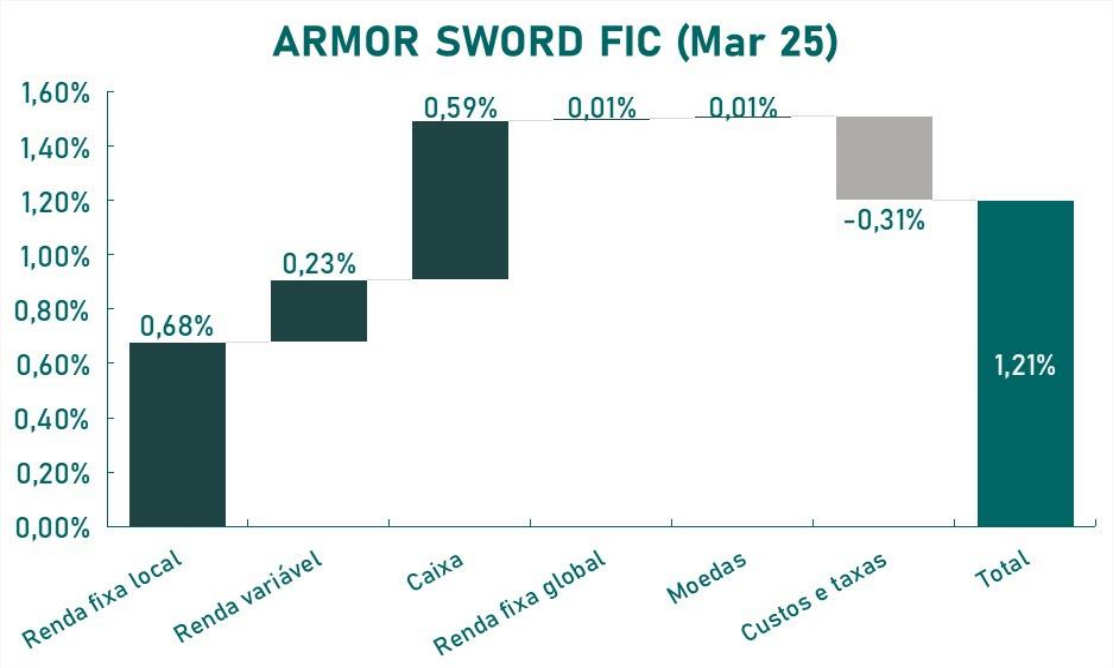
Rentabilidade dos Fundos

Retornos (%) (até 31/03/2025)			
FUNDO	Armor Axe	Armor Previdência	Armor Sword
2025	2,73	2,57	2,50
% do CDI (Ano)	91	86	84
12m	9,49	11,27	9,21
% do CDI (12m)	84	100	82
24m	29,70	31,88	22,92
% do CDI (24m)	119	127	92
36m	53,58	48,48	37,44
% do CDI (36m)	129	116	90
desde o início	114,41	74,92	41,25
% do CDI (desde o início)	201	126	94
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







Fonte: Armor Capital

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