



# Carta do Gestor

---

**Maio 2025**

## **Estimativas para 2025**

Selic: 14,75%

Câmbio: R\$ 6,00

Pib: 2,00%

IPCA: 5,40%

### Cenário Internacional

Desde o final do ano passado, cada mês foi marcado por uma narrativa específica que orientou os mercados. Até agora, essas narrativas estiveram centradas no chamado “Trump Trade”, inicialmente caracterizado por uma postura mais moderada do presidente norte-americano, que depois evoluiu para um tom mais agressivo. Esse movimento resultou em uma redução do risco percebido na economia dos Estados Unidos, gerando um processo de repatriação de ativos — com significativa saída de recursos do país e realocação em outras economias. Maio, por sua vez, destoou da dinâmica dos meses anteriores, trazendo surpresas tanto na condução da política do governo norte-americano quanto no aumento das preocupações com a sustentabilidade fiscal do país.

No início do mês, havia uma preocupação sobre qual seria a abordagem adotada pelos EUA, que vinha apresentando um tom mais duro com a aplicação de 140% em tarifas a produtos chineses. Por mais que já fosse sabido que esse patamar era insustentável para ambos os países, as expectativas mostravam que essa tarifa seria reduzida, mas permaneceria elevada. Fato é que o mercado foi pego de surpresa com o anúncio de que as tarifas seriam reduzidas a 30% por 90 dias, para que houvesse um período de negociação entre os dois países. Essa surpresa positiva foi a responsável pelo avanço dos ativos de risco, antes escanteados pela incerteza global.

No entanto, essa euforia foi limitada, à medida que as preocupações acerca da trajetória da dívida foram tomando dimensão. O primeiro gatilho para isso foi a revisão do rating dos EUA pela Moody's, que deu um *downgrade* para a nota de crédito do país de Aaa para Aa1. Segundo a instituição, a revisão foi motivada pela crescente trajetória da dívida e por uma elevação adicional nas incertezas quanto à sustentabilidade fiscal do país, o que aumentou a cautela em relação à trajetória dos ativos de risco locais.

Com o aumento da preocupação fiscal, derivada da revisão de crédito, os olhos se voltaram ao andamento da votação do “*big, beautiful bill*”, pacote de corte de impostos nomeado por Trump, que deve entrar em vigência durante os próximos 10 anos. Nesse período, é estimada uma perda arrecadatória de cerca de US\$ 4,1 trilhões, aumentando o receio em torno da piora das contas públicas. Embora o projeto tenha sido aprovado na Câmara dos Deputados, o texto segue para a votação do Senado.

Em meio à essa dubiedade entre o abrandamento do tom em relação à China e a crescente preocupação em relação à trajetória da dívida, houve sinalizações positivas na negociação tarifária entre EUA e União Europeia, mas que foram mitigadas após o tribunal de comércio exterior dos EUA alegar inconstitucionalidades na aplicação de tarifas para países como México, Canadá e China, suspendendo-as. Em resposta, a Casa Branca recorreu à Corte de Apelações do Circuito Federal, que suspendeu a decisão anterior para analisar o recurso do governo, cuja resposta deve ser apresentada até 5 de junho. Com isso, as tarifas continuam em vigor até esse período, mas a administração Trump já sinalizou que, caso os recursos sejam indeferidos, utilizará outras bases legais que permitem a imposição de tarifas, ainda que limitadas.

Conforme descrito anteriormente, maio mostrou diversas narrativas distintas, que foram se sobrepondo semana a semana, caracterizando uma alta volatilidade no mês e a falta de uma direção única para os ativos. Dentro deste ambiente de alta incerteza, mantemos a nossa projeção de 2 cortes de 0,25 p.p. na taxa de juros dos EUA em 2025, esperamos um crescimento de 1,6% e um núcleo de inflação em 3,2%. Para o mês de junho, acreditamos que o fiscal deve continuar no debate, à medida que o mercado tenta colher mais informações sobre os efeitos das tarifas na inflação e na atividade econômica, uma vez que ainda não há sinais claros.



### Cenário Doméstico

No Brasil, o descompasso entre a política monetária e fiscal exerceu uma preocupação nos agentes de mercado, que realizaram parte dos lucros contratados pelas posições do mês anterior.

O Copom optou por aumentar a taxa Selic em 0,50 p.p., levando-a para 14,75%. Apesar do aumento esperado pelo mercado, a comunicação trouxe um tom mais dovish que o esperado ao adicionar um número maior de riscos baixistas para a inflação, colocando uma redução nos preços das commodities como um dos novos vetores de desinflação, além de reafirmar a observação de sinais incipientes de uma moderação do crescimento, e indicar que as próximas decisões serão guiadas pelos dados, sem se comprometer com uma nova alta.

Corroborando essa visão mais construtiva com a inflação, os números do IPCA do mês apresentaram surpresas baixistas, apesar de continuar em patamares elevados. Quanto à perspectiva de crescimento, o PIB do primeiro trimestre do ano avançou 1,4% na comparação trimestral, resultado que ficou aquém do consenso de 1,5%. A composição mostrou uma forte influência do setor agropecuário, que contribuiu com cerca de 0,9% desse crescimento. Com isso, o número traz uma leitura de que já existem alguns sinais de desaceleração do consumo. No entanto, essa tese é contrabalanceada por números mais fortes do mercado de trabalho, que ainda apresenta um estado bastante sólido.

Ainda assim, os números tanto de atividade quanto de inflação mostram resiliência, e o quadro fiscal do país voltou a ter protagonismo após a divulgação do relatório bimestral de receitas e despesas, colocando em xeque a possibilidade de convergência do cenário.

O relatório anunciou uma restrição orçamentária de R\$ 31,4 bilhões, onde R\$ 10,6 correspondem ao bloqueio em função do rompimento do limite de crescimento real das despesas, e R\$ 20,7 bilhões são um contingenciamento preventivo para cumprimento da meta fiscal. Ainda que os números soassem positivos, o governo também anunciou um aumento da alíquota do IOF sobre operações cambiais e crédito. Dentro das medidas, destaca-se o aumento das taxas sobre transferências relativas à aplicação de fundos no exterior de 0% para 3,5%. A medida teve uma repercussão muito negativa no mercado de ativos local, o que fez o Ministério da Fazenda revogar a medida.

Entretanto, as medidas de IOF sobre o crédito e risco sacado continuaram em vigor, o que gerou um imbróglio entre o Governo e o Congresso. O Presidente da Câmara vem pressionando o governo para a exclusão da medida e deu um prazo de 10 dias para a revogação do ato. Em resposta, o Ministério da Fazenda alegou a necessidade de o Congresso apresentar uma medida de compensação de arrecadação, em função da exclusão desse imposto, criando um impasse entre os poderes e retardando a discussão.

Por fim, pressionando os ativos locais, a Moody's alterou o cenário prospectivo para o Brasil, que anteriormente se encontrava como positivo, para neutro, justificando que o país tem demorado para apresentar soluções fiscais claras para ancorar as expectativas sobre a trajetória da dívida.

Dentro desse ambiente ruidoso, mantemos nossa projeção de PIB em 2,0% em 2025 e 1,7% em 2026. Em função das recentes surpresas de inflação, revisamos nossa expectativa de inflação de 5,5% para 5,4% em 2025 e mantemos a projeção de 4,3% em 2026. Para a Selic, esperamos que fique em 14,75% em 2025 e que caia para 12,75% em 2026. Para o câmbio, esperamos que atinja R\$ 6,00 em ambos os anos.



### Comentário dos Gestores

Maio foi marcado por uma dinâmica volátil no cenário internacional, onde prevaleceu um ambiente de "risk-on", impulsionado principalmente pelo desempenho positivo das bolsas norte-americanas. O índice Nasdaq avançou 9% no mês, refletindo a forte valorização do setor de tecnologia — com destaque para a alta expressiva de 24% da NVDA. O S&P também acompanhou esse movimento, com valorização de 6% e o dólar se fortaleceu frente as moedas globais, revertendo parte das perdas desde o Liberation Day.

Parte de tal desempenho pode ser explicada pela decisão do governo Trump de reduzir temporariamente as tarifas sobre produtos chineses, de 140% para 30% por 90 dias, com o objetivo de abrir uma janela de negociação com o país asiático. Essa medida surpreendeu positivamente os mercados e reforçou o apetite ao risco.

Tal otimismo refletido em preços ocorreu mesmo diante de uma abertura relevante das curvas de juros, como observado nos treasuries de 2, 5 e 10 anos, que subiram entre 20 e 30bps. Parte desse aparente paradoxo foi causado pelas crescentes preocupações fiscais nos EUA. O avanço do projeto conhecido como "one big beautiful bill", com forte viés expansionista e impacto fiscal estimado em US\$ 4,1 trilhões ao longo de 10 anos, reacendeu temores quanto à sustentabilidade da dívida americana. Isso se refletiu na performance dos mercados de juros, mas que, com um fiscal expansionista, não prejudicou a performance dos índices acionários americanos.

No Brasil, o início do mês foi pautado por um tom mais construtivo. A leitura de fim de ciclo por parte do Copom gerou alívio no mercado, favorecendo uma performance positiva dos ativos locais. Em um primeiro momento tal ambiente favoreceu fechamento da curva de juros brasileira, performance relativamente boa do Real e avanço expressivo na bolsa brasileira.

Contudo, esse ambiente favorável foi momentâneo pois foi interrompido pelo anúncio, por parte do governo, de um aumento nas alíquotas de IOF sobre operações de crédito e cambiais, em especial sobre aplicações no exterior, com a alíquota passando de 0% para 3,5%. A repercussão negativa foi imediata, levando o Ministério da Fazenda a recuar da decisão em menos de 24 horas. Ainda assim, a manutenção parcial da medida e a incerteza em torno da política fiscal reverteram parte do otimismo observado nas primeiras semanas do mês.

Esse movimento se refletiu principalmente no miolo da curva de juros, onde os vértices com vencimento entre 2027 e 2028 apresentaram alta de cerca de 25bps. A parte curta da curva também subiu, mas com menor intensidade. O estresse nos vértices intermediários reflete o aumento da percepção de risco, especialmente diante da deterioração da credibilidade do arcabouço fiscal. O dólar, por sua vez, refletiu essa piora, com desvalorização de 1% do real frente à moeda americana. Ainda assim, a bolsa sofreu relativamente ao começo do mês, mas conseguiu manter performance e se valorizar no mês.

Ao longo do mês nossa performance foi favorecida pelas alocações em bolsa local e pela contribuição positiva do fechamento dos juros reais de médio prazo, entre 5 e 10 anos. Por outro lado, diante da postura volátil de Trump, a reversão do movimento do dólar no cenário global prejudicou nossa tese de repatriação de ativos, impactando negativamente no resultado do mês. Frente à alta volatilidade observada no período optamos por reduzir a exposição geral do fundo considerando que ainda há decisões pendentes sobre tarifas tanto na justiça americana quanto em negociações internacionais, o que pode continuar gerando incertezas.



### Projeções Econômicas

| Variável          | 2025  | 2026  | 2027  | Longo Prazo |
|-------------------|-------|-------|-------|-------------|
| Brasil            |       |       |       |             |
| PIB (%)           | 2,00  | 1,70  | 2,00  | 2,00        |
| Inflação (%)      | 5,40  | 4,30  | 4,00  | 3,80        |
| Câmbio            | 6,00  | 6,00  | 6,00  | 6,00        |
| SELIC (%)         | 14,75 | 12,75 | 11,50 | 11,00       |
| EUA               |       |       |       |             |
| PIB (%)           | 1,60  | 1,70  | 2,00  | 2,00        |
| Inflação (%)      | 3,20  | 2,80  | 2,50  | 2,00        |
| Fed Funds (%)     | 3,75  | 3,50  | 3,25  | 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

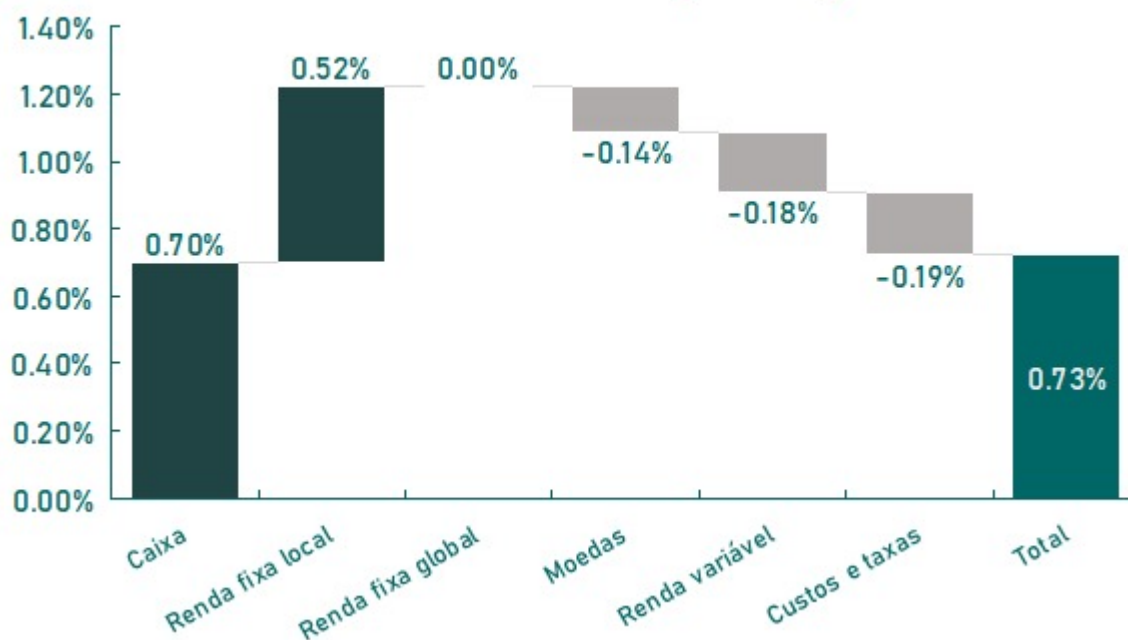
### Rentabilidade dos Fundos

| Retornos (%) (até 31/05/2025) |           |                   |             |
|-------------------------------|-----------|-------------------|-------------|
| FUNDO                         | Armor Axe | Armor Previdência | Armor Sword |
| 2025                          | 6,74      | 5,44              | 5,37        |
| % do CDI (Ano)                | 128       | 103               | 102         |
| 12m                           | 12,87     | 12,60             | 11,14       |
| % do CDI (12m)                | 109       | 107               | 94          |
| 24m                           | 32,34     | 31,9              | 23,34       |
| % do CDI (24m)                | 128       | 126               | 92          |
| 36m                           | 51,41     | 49,42             | 38,18       |
| % do CDI (36m)                | 122       | 117               | 91          |
| desde o início                | 122,80    | 79,82             | 45,20       |
| % do CDI (desde o início)     | 203       | 127               | 96          |
| 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              | -           |

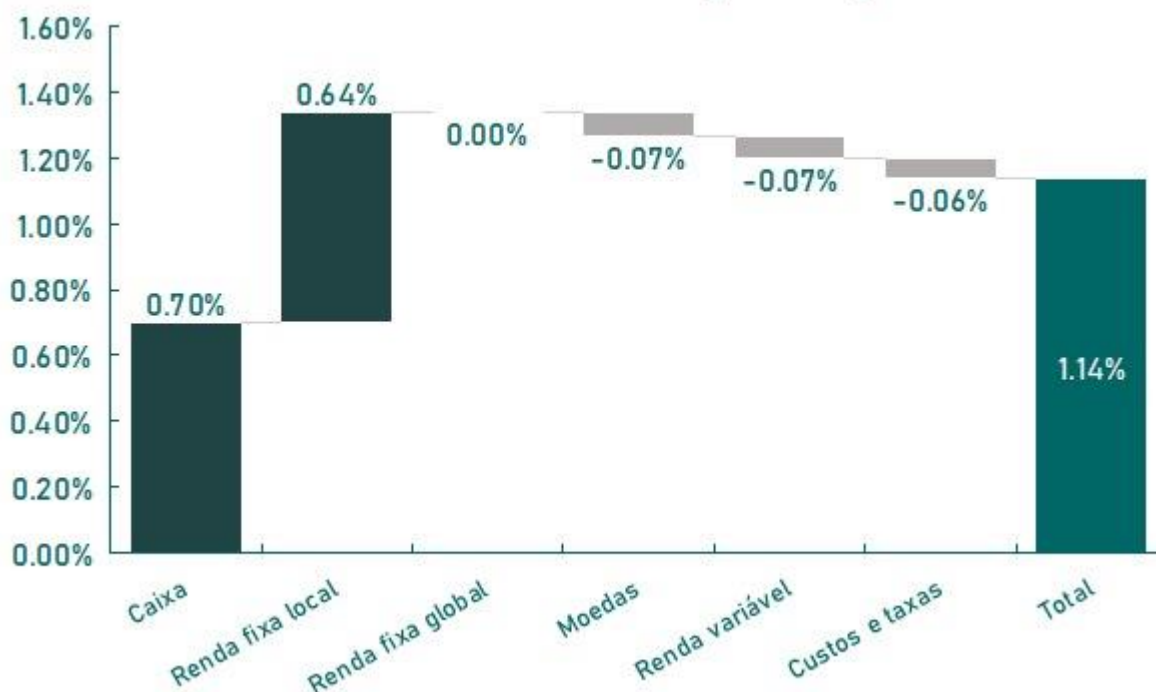
Fonte: BTG Pactual, Economatica



## ARMOR AXE FIC (Mai 25)



## ARMOR PREV FIM (Mai 25)



Fonte: Armor Capital



## ARMOR SWORD FIC (Mai 25)

