



# Carta do Gestor

---

## Junho

### Estimativas para 2025

Selic: 15,00%

Câmbio: R\$ 5,85

PIB: 2,20%

IPCA: 5,10%

### Cenário Internacional

O trimestre encerrado em junho foi marcado por diversas narrativas diferentes, responsáveis por criar um ambiente de alta volatilidade, mas que traz certa suavização após sinalizações de negociações comerciais derivadas da política externa adotada pelo governo norte-americano, deixando um tom mais benigno para o início segundo semestre do ano.

Nos últimos 3 meses, o mercado foi afetado pela perspectiva das tarifas de importação, pelas contas públicas dos EUA, pelas tensões no Oriente Médio, e pelo atual balanço de riscos entre os dados de inflação e atividade econômica. Em meio a essa pluralidade de temas, a questão que paira sobre a cabeça dos investidores é: qual será o próximo foco?

Nas divulgações mais recentes de atividade econômica e do mercado de trabalho nos EUA, é possível observar alguns sinais mais contundentes de desaceleração econômica, como dados mais fracos de consumo e uma queda na força de trabalho estrangeira, explicada pelo aumento das deportações.

Tabela 1. Contribuições para o GDPNow

	27-mai	30-mai	02-jun	03-jun	04-jun	05-jun	06-jun	09-jun	11-jun	12-jun	17-jun	18-jun	23-jun	25-jun	27-jun
Consumer Spending	2,49	2,25	2,77	2,77	2,07	1,79	1,69	1,69	1,69	1,69	1,31	1,31	1,31	1,31	1,20
Nonresidential Fixed Investment	0,61	0,51	0,71	0,71	0,30	0,32	0,26	0,26	0,26	0,28	0,27	0,26	0,26	0,26	0,26
Residential Investment	-0,09	-0,09	0,07	0,07	-0,03	-0,04	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,12	-0,18	-0,18	-0,23	-0,23
Change in private inventories	-0,56	-0,68	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,63	-0,56	-0,54	-0,56	-0,42	-0,42	-0,42	-0,42	-2,22
Net exports	-0,64	1,45	1,36	1,37	1,45	2,01	2,04	2,04	2,04	2,04	2,07	2,07	2,07	2,07	3,49
Government Spending	0,38	0,40	0,42	0,42	0,41	0,41	0,40	0,40	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,35
GDPNow Forecast	2,18	3,84	4,64	4,65	3,50	3,79	3,69	3,77	3,73	3,74	3,47	3,40	3,41	3,35	2,85
GDPNow (ex net exports)	2,82	2,39	3,28	3,28	2,05	1,78	1,66	1,73	1,70	1,70	1,40	1,33	1,34	1,28	-0,64

Fonte: Fed Atlanta, Armor Capital

O GDPNow é uma ferramenta amplamente utilizada pelo mercado para avaliar o andamento recente da economia norte-americana. Disponibilizado pelo Fed Atlanta, o modelo é um *nowcast* que utiliza dos dados correntes para sugerir o quanto seria o PIB em determinada data. A tabela acima mostra a composição das últimas divulgações desde o fim de maio, que é quando o conjunto informacional dos dados atinge um tamanho amostral suficiente para análise. O número final ainda continua elevado (2,85%), mas, ao observar a composição, é possível notar que a maior contribuição altista para o dado vem do saldo da balança comercial. Isso acontece porque, no primeiro trimestre, houve uma forte contribuição negativa da mesma abertura, uma vez que havia o processo de antecipação das tarifas, em que os empresários importaram muito mais que o usual para criar uma gordura de estoques. Nesse trimestre, é notável a reversão desse processo, o que é responsável pela alta do crescimento na ponta.

No entanto, vale ressaltar a desaceleração da absorção doméstica (consumo das famílias, investimentos e gastos do governo), desde o início de junho. Isso nos traz um sinal importante, uma vez que estamos falando de componentes mais estruturais do PIB e menos sensíveis à política externa, e mostra que, de fato, os dados mais recentes têm apontado para uma desaceleração, ainda que gradual.

Por fim, vale ressaltar a divergência do *headline* (que aponta para um crescimento de 2,85%, na ponta) e do dado excluindo a contribuição do setor externo, que mostra uma retração de 0,64%.

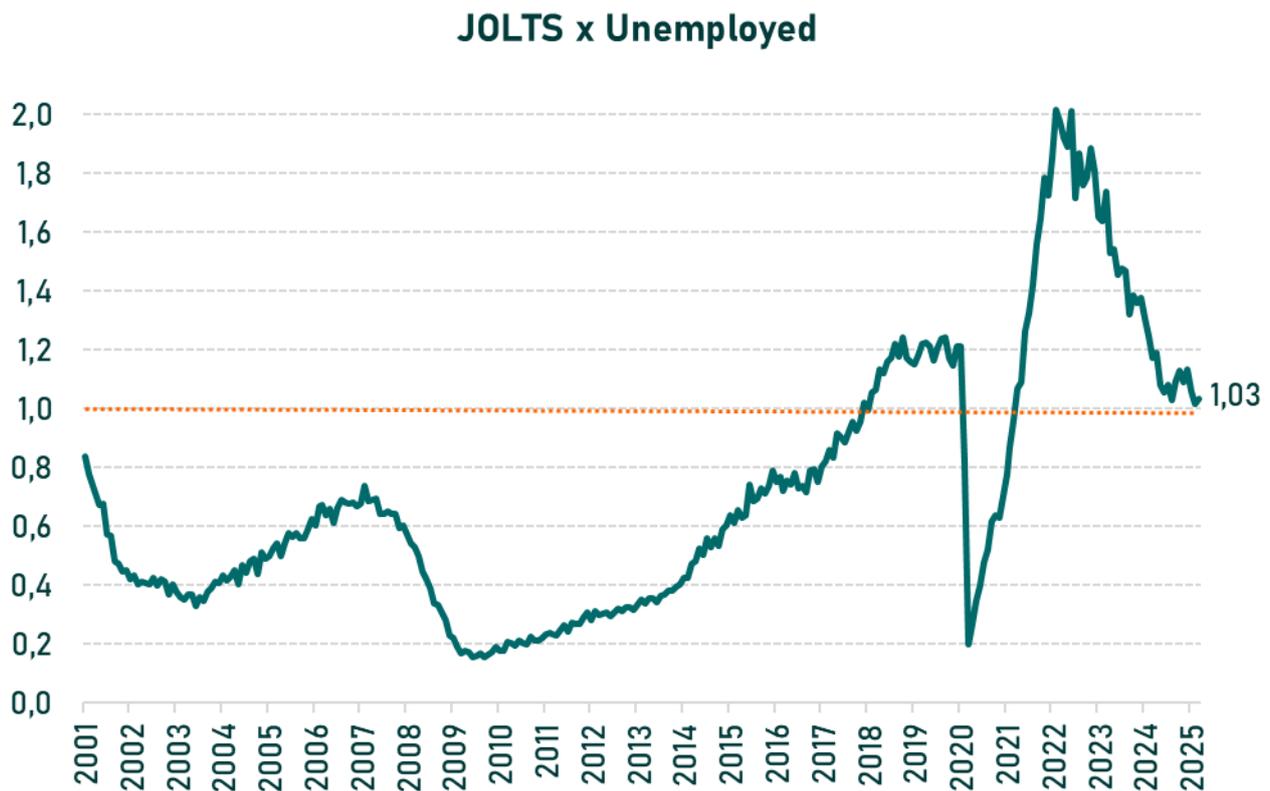


Junho 2025

Ainda que não tenhamos recessão no nosso cenário base, projetamos que a desaceleração do consumo nos EUA deverá diminuir o ritmo do crescimento, que deve ser de 1,7% em 2025.

Já no mercado de trabalho, os sinais de desaquecimento são mais sutis. O payroll vem mostrando alguma desaceleração desde o início do segundo trimestre, juntamente a uma mudança na força de trabalho do país, que tem sido afetada pelas deportações de imigrantes.

Gráfico 2. Relação entre vagas abertas e número de desempregados



Fonte: BLS, Armor Capital

Com uma certa diminuição da mão de obra, vale a pena se ater a quantidade de vagas de emprego abertas na economia e o quanto os empresários estão dispostos a preenchê-las. O gráfico 2 mostra a razão entre o número de vagas de trabalho abertas na economia e número de pessoas que estão a procurar emprego. Quando esse índice mostra um número superior a 1, significa que ainda existem vagas para serem preenchidas. Ao observar o gráfico acima, é possível notar que o número está muito próximo de 1, ou seja, mostra alguma dificuldade dos empresários em alocar trabalhadores para algumas vagas específicas, o que nos faz crer em um esfriamento gradual do mercado de trabalho.

Diante desse cenário, esperamos que a taxa de desemprego atinja 4,5% no ano e que a criação de emprego medida pelo Payroll, mostre uma desaceleração nos próximos meses, o que ainda é compatível com o cenário de soft landing.



E o FED?

Olhando para o balanço de dados mais fracos de atividade e mercado de trabalho e a possibilidade de aumento da inflação no curto prazo por conta da adoção das tarifas de importação, o FED deverá cortar as *FED Funds* em 0,50 p.p neste ano.

É claro que o impacto inflacionário das tarifas é preocupante para o cenário, mas a avaliação do impacto dela passará por três análises principais. A primeira é como ela irá alterar as expectativas de inflação. Caso altere somente as expectativas do curto prazo e mantenha ancorada as de longo prazo, o cenário ainda se manteria. A segunda consiste em avaliar os possíveis acordos comerciais que o governo fechará nos próximos meses. A terceira é entender como uma desaceleração da economia poderá mitigar esse processo inflacionário.

Olhando para esse conjunto informacional, estamos posicionados para um eventual soft landing da economia americana, que deve mostrar sinais de arrefecimento nos próximos meses.

## Cenário Doméstico

No Brasil, há dois temas de extrema importância. Um deles é o arcabouço fiscal que tem se mostrado comprometido, o que gerou uma série de medidas arrecadatórias por parte do governo, como a adoção do IOF do crédito e do câmbio. O outro é como o Copom irá se posicionar diante desse cenário ainda incerto.

Sobre a primeira questão, ainda é vigente um imbróglio entre o Governo e o Congresso sobre o orçamento de 2026. Ocorre que existe a necessidade de adoção de algumas medidas austeras para o cumprimento da meta fiscal. O Governo propôs um aumento da alíquota do IOF sobre operações cambiais e crédito. A medida teve uma repercussão bastante negativa, tanto no mercado quanto no próprio Congresso Brasileiro, que se propôs a ajudar a trazer novas medidas. Com isso, entrou no debate a tributação de títulos isentos, como LCI, LCA, CRI e CRA, a qual também não teve grande adesão dentro do parlamento.

Logo, a questão orçamentária segue sem uma definição clara e será um dos principais pontos para o segundo semestre, mas mostra um desgaste do governo marcado por derrotas significativas no último mês.

Já sobre o COPOM, algumas coisas mudaram desde a carta anterior. Na reunião de maio, o comitê tinha trazido uma abordagem mais dovish, ao reconhecer a existência de sinais incipientes de desaceleração e dados de inflação corrente ligeiramente melhores, influenciada também pelo nível mais baixo da taxa de câmbio.

No entanto, ainda há muita discussão sobre o quanto a atividade está desacelerando, uma vez que boa parte dos economistas enxergam o hiato do produto bastante positivo, em função de um mercado de trabalho aquecido e uma perspectiva de impulso fiscal crescente no segundo semestre.

Isso, aliado a um cenário externo mais conturbado por conta de um avanço pontual do petróleo em



Junho 2025

função da guerra entre Israel e Irã, motivou o COPOM a dar uma alta de 0,25 p.p na taxa SELIC, levando-a para 15,00%.

A comunicação da alta trouxe uma postura vigilante do Banco Central, que afirma que deverá continuar em patamar restritivo por bastante tempo, mas sinaliza que essa pode ter sido a última alta do ciclo.

### Gráfico 3. Projeção de SELIC



Fonte: BCB, Armor Capital

Dada a sinalização do COPOM, esperamos que a SELIC fique em 15% até março de 2026, onde o comitê entrará em um ciclo de 300 bps de corte até chegar na terminal de 12%. Durante este ano, mesmo com as recentes surpresas baixistas de inflação, o PIB deve crescer cerca de 2,2%, diminuindo a velocidade da convergência do hiato do produto, que será o um dos principais motivos da necessidade de uma taxa de juros mais alta por mais tempo. Além disso, acreditamos que o mercado de câmbio deve apresentar uma depreciação no segundo semestre, dificultando ainda mais a movimentação do Banco Central.

Todavia, esse patamar restritivo por um período prolongado, deve diminuir a tração da atividade econômica em 2026, em que o PIB deve crescer 1,7%, dando a possibilidade do Banco Central fazer um ciclo mais longo de cortes. Além disso, as surpresas baixistas nos dados correntes de inflação nos fez revisar o número de IPCA para esse ano de 5,4% para 5,1%, enquanto mantivemos o número de 4,30% em 2026, mas com algum viés baixista, caso a inflação continue a apresentar dados mais benignos.

Ademais, seguiremos atentos aos índices de preços locais, principalmente nas aberturas de bens industriais e alimentação no domicílio, que têm sido fonte de surpresas. Além de monitorar o ambiente fiscal e seus desdobramentos.



### Comentário dos Gestores

A combinação dos eventos geopolíticos, negociações de acordos comerciais com o governo americano, com comentários mais amenos dos diretores do FED, apesar de gerarem volatilidade pontual, reforçaram o apetite por risco nos mercados globais em junho.

Nos Estados Unidos, o Federal Reserve optou por manter as taxas de juros inalteradas, reforçando sua postura cautelosa diante de uma economia que ainda apresenta sinais mistos. O destaque da decisão, no entanto, foi a manutenção dos dots, que seguem indicando dois cortes de juros ainda em 2025. Essa sinalização, somada à ausência de revisões hawkish, sustentou o ambiente de risk-on observado ao longo do mês.

No campo geopolítico, a guerra de doze dias entre Irã e Israel adicionou ruído aos mercados no início do mês. A escalada teve como ponto culminante um ataque dos EUA a instalações nucleares iranianas, seguido por uma resposta anunciada e controlada por parte do Irã, com tom de desescalada. O encerramento do conflito, sem deterioração adicional, contribuiu para uma recuperação dos ativos de risco. Em meio a esse pano de fundo, os principais índices norte-americanos renovaram máximas: o S&P 500 avançou 4,96%, enquanto as taxas das treasuries de 2 e 10 anos fecharam o mês com queda de cerca de 16bps, refletindo a reprecificação de cortes prospectivos.

No Brasil, o Copom surpreendeu a mediana do mercado ao elevar a Selic em 25 bps, indicando em sua comunicação uma pausa no ciclo de alta. A decisão foi embasada em dados recentes de inflação mais benignos e na apreciação relevante do câmbio, com isso, as taxas de juros longas fecharam mais de 50bps ao longo de junho. Com a manutenção de taxas elevadas e maior previsibilidade da trajetória monetária, o ambiente continuou favorecendo estratégias de carry trade, com destaque para a forte valorização do real, de 5,2% no mês.

A performance do fundo no mês foi impulsionada principalmente pelas posições compradas em bolsa americana. Adicionalmente, nossas posições aplicadas em juros americanos de médio prazo, entre 5 e 10 anos, também contribuíram positivamente. Em contrapartida, as alocações compradas em real contra o peso mexicano e vendidas em euro contra o dólar apresentaram desempenho ligeiramente negativo.

Ao longo do mês, ampliamos nossas posições aplicadas em juros nominais nos EUA, diante da nossa expectativa de desaceleração gradual da economia americana nos próximos trimestres. Dado o fortalecimento do ambiente de risk-on global, permanecemos com alocações relevantes em bolsa americana, ao passo que seguimos com exposição levemente vendida em bolsa local como forma de proteção, visto que o mercado acionário brasileiro foi muito beneficiado pelo fluxo estrangeiro positivo ao longo do primeiro semestre. Por fim, continuamos com exposição relevante em NTN-Bs intermediárias e em crédito bancário de alta qualidade.



### Projeções Econômicas

Variável	2025	2026	2027	Longo Prazo
<b>Brasil</b>				
PIB (%)	2,20	1,70	2,00	2,00
Inflação (%)	5,10	4,30	4,00	3,80
Câmbio	5,85	5,85	5,80	5,80
SELIC (%)	15,00	12,00	11,00	11,00
<b>EUA</b>				
PIB (%)	1,70	1,70	2,00	2,00
Inflação (%)	3,20	2,80	2,50	2,00
Fed Funds (%)	4,00	3,50	3,25	3,00
<b>Zona do Euro</b>				
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

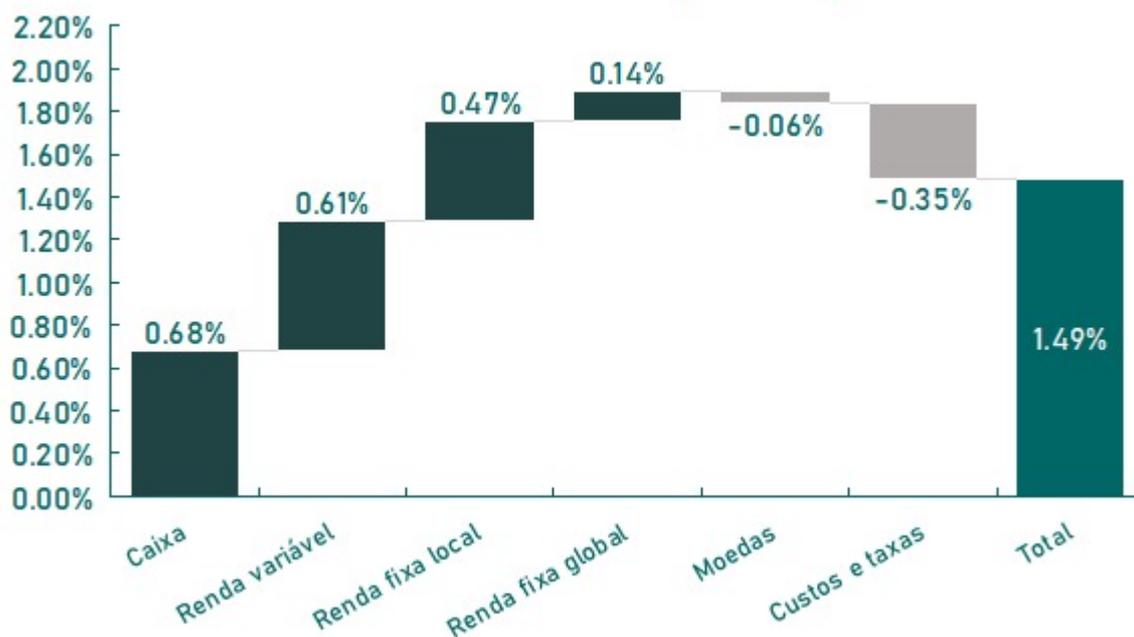
### Rentabilidade dos Fundos

Retornos (%) (até 30/06/2025)			
FUNDO	Armor Axe	Armor Previdência	Armor Sword
2025	8,33	6,78	6,59
% do CDI (Ano)	130	106	103
12m	13,96	13,22	11,94
% do CDI (12m)	115	109	98
24m	30,16	30,29	22,74
% do CDI (24m)	120	120	90
36m	54,38	49,14	39,84
% do CDI (36m)	129	116	94
desde o início	126,12	82,11	46,89
% 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	-

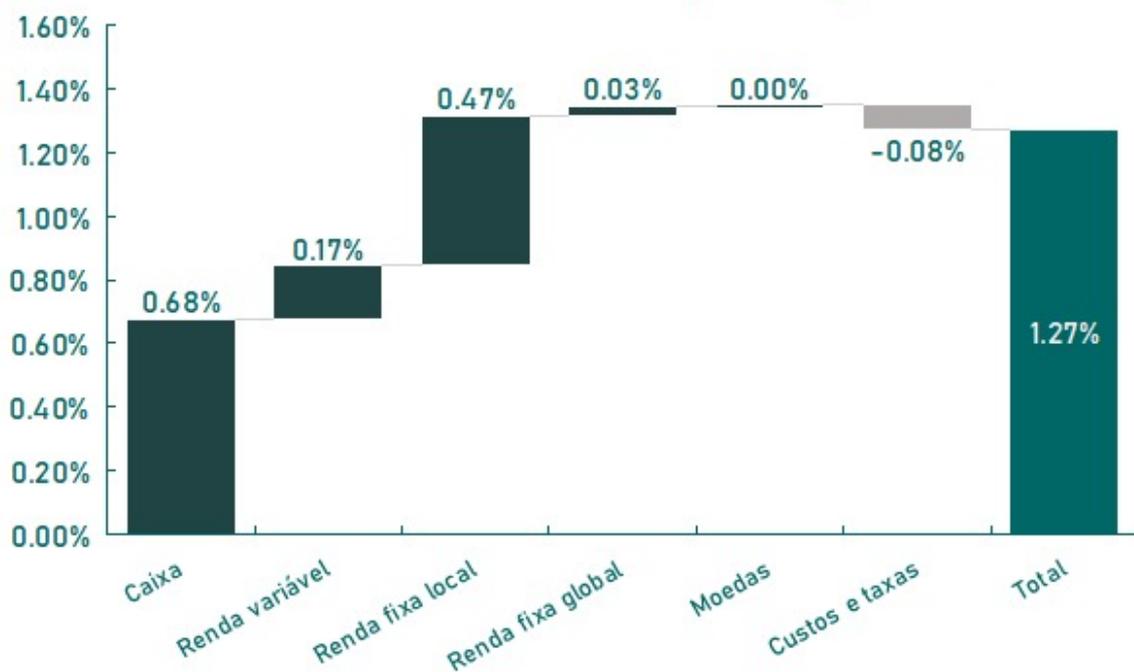
Fonte: BTG Pactual, Economática



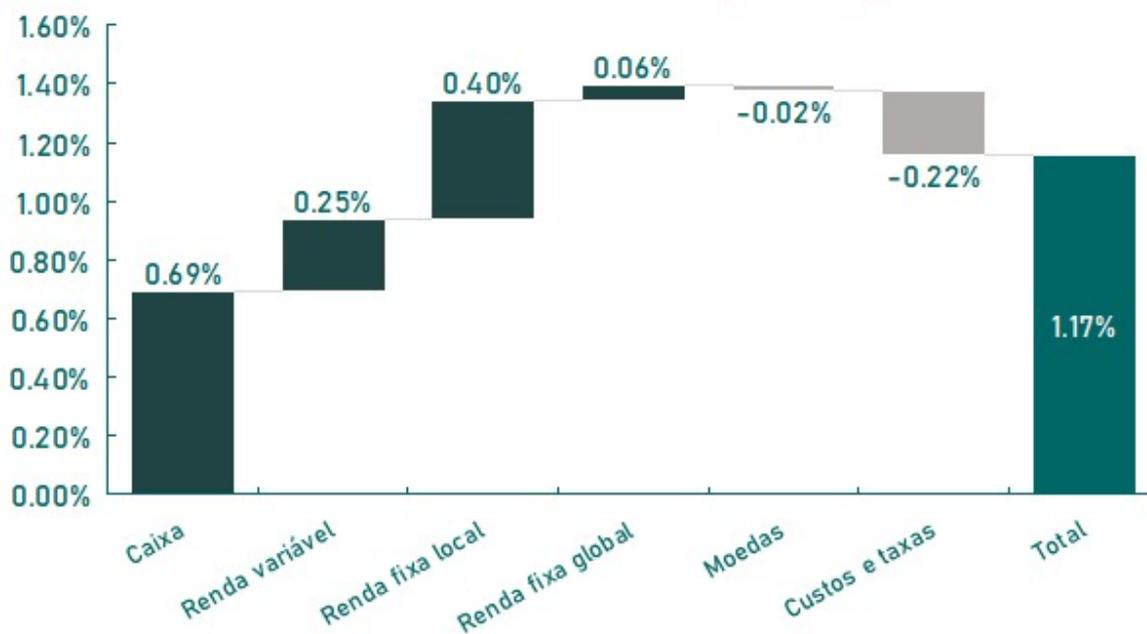
### ARMOR AXE FIC (Jun 25)



### ARMOR PREV FIM (Jun 25)



### ARMOR SWORD FIC (Jun 25)



Fonte: Armor Capital

 armorcapital

 Armor Capital Gestão de Investimentos

 contato@armorcapital.com.br

 +55 11 4550-5701

