



# Carta do Gestor

---

**Setembro 2025**

## **Estimativas para 2025**

Selic: 15,00%

Câmbio: R\$ 5,65

PIB: 2,00%

IPCA: 4,80%

### Cenário Internacional

Desde de o início do terceiro trimestre, setembro era visto como um mês chave para o ano, uma vez que havia a expectativa de que seria o período em que o Fed iniciaria o ciclo de corte de juros. Isso, de fato aconteceu, mas carregado de diversas nuances diferentes que não estavam sendo esperadas.

No início do mês, muito se falava da dinâmica do mercado de trabalho americano mostrada em julho, com fortes revisões baixistas e uma criação média de vagas historicamente baixa, e o *payroll* referente ao mês de agosto, deu continuidade a essa perspectiva de enfraquecimento do emprego no país. A média móvel de 3 meses da criação de vagas passou a rodar no patamar de 29 mil, muito abaixo dos 150 mil vistos no início do ano, o que deu gás aos investidores para apostar em 3 quedas de juros nas três próximas reuniões do *FOMC*. Além das recentes surpresas baixistas para o dado, o *payroll* de 12 meses até março de 2025, foi revisado em -911k, indicando uma força de trabalho 0,6% menor que anteriormente.

Porém, os dados de inflação e atividade que foram divulgados ao decorrer do mês, mostraram composições mistas, abrindo margem para a interpretação dos economistas, que passaram boa parte do mês divididos nas projeções entre dois ou três cortes este ano. Com isso, para a reunião do *FOMC*, era amplamente esperado um corte de juros de 0,25 p.p e poucas alterações nas projeções do board, que poderiam sinalizar dois cortes em 2025 e mais 2 cortes em 2026.

No entanto, a estratégia adotada pelo comitê de política monetária foi diferente. Apesar do corte já esperado, e poucas alterações no comunicado, as projeções apresentaram uma dinâmica totalmente distinta do que era esperado, sinalizando e sancionando os 75 bps de corte nas *Fed Funds* ainda em 2025 e, apenas 1 corte para 2026. Além disso, a falta de coerência entre as projeções, causou uma desconfiança ao mercado, uma vez que aumentaram o número de cortes de juros este ano e revisaram atividade e inflação para cima no próximo ano, trazendo uma análise confusa aos agentes.

Outro ponto de atenção, foi o dissenso na votação, onde o membro mais novo do comitê, indicado pelo Presidente Trump, votou para um corte de 50 bps nessa reunião. Além disso, um membro dentre os 19 que enviam as projeções, apontou que projetava um orçamento de 150 bps de corte do *FED* em 2025. Isso foi lido como um sinal negativo, uma vez que intensifica a credibilidade do *FED*, deixando a instituição menos crível. Em resposta, os dirigentes adotaram um tom muito mais conservador em seus discursos, mantendo a perspectiva de que a inflação de tarifas é temporária ao mesmo tempo que a criação de vagas, apesar de mais baixa, continua com algum dinamismo, apesar de gerar cautela.

O grande questionamento sobre o balanço de riscos das recentes revisões do *payroll*, é que mesmo com uma criação de vagas 0,6% menor, o crescimento do ano passado ainda foi de 2,8%, sugerindo a possibilidade do *payroll* de equilíbrio ser mais baixo, uma vez que se tem as mudanças estruturais relacionadas à diminuição da força de trabalho imigrante e ganhos de produtividade derivados da utilização de inteligência artificial. Além disso, a última revisão do PIB do segundo trimestre dos EUA, apontou para um crescimento de 3,8% QoQ SAAR, ante o 3,3% anteriormente estimados, aumentando o nível de incerteza acerca da dinâmica entre emprego e crescimento.

Ademais, vale citar as decisões de política monetária de outros países, como o Japão que tem sinalizado constantemente uma alta ainda este ano. Enquanto isso, o Banco Central do Japão ainda tem adotado uma postura conservadora em seus discursos, mas se mantém data dependent para as próximas decisões.

Diante desse cenário, alteramos nossa projeção de crescimento EUA para 2025 de 1,8% para 1,9% e



mantivemos 1,8% em 2026. Para os preços, esperamos que o core PCE fique em 3,2% em 2025 e passe para 2,9% ano que vem. Por fim, para as FED Funds, vemos mais dois cortes esse ano, levando o *upper bound* para 3,75% e 3,50% no ano que vem.

Por fim, do meio para o final do mês, o ambiente político dos EUA foi mostrando alguma deterioração, uma vez que o impasse para a aprovação do orçamento e do financiamento das agências governamentais do país era crescente. Com isso, o Congresso Americano tinha até o dia 30 de setembro para aprovar o orçamento para o ano fiscal de 2026, o que não aconteceu, deixando que um *shutdown* (fechamento das agências governamentais) acontecesse a partir do dia 01 de outubro.

## Cenário Doméstico

O ambiente doméstico também teve forte influência do que acontecerá no mercado externo, no entanto, o cenário local também trouxe algumas perspectivas internas, ditadas especialmente por um Banco Central mais *hawkish* em sua comunicação.

No início do mês, o destaque foi a divulgação do PIB do segundo trimestre, onde era previsto um crescimento de 0,3% na comparação trimestral. O resultado, no entanto, apontou para um crescimento de 0,4%, apesar da falta de novidades na composição do dado, onde foi vista a continuidade da desaceleração gradual do Consumo das Famílias, enquanto a Formação Bruta de Capital Fixo devolveu a alta do trimestre anterior.

Quanto aos dados de inflação, as leituras do IPCA fechado de agosto e do IPCA-15 de setembro mostram um arrefecimento limitado. Após registrar deflação em agosto em função do bônus de Itaipú, o IPCA-15 de setembro registrou alta de 0,48%, abaixo do esperado. Apesar da devolução do bônus de Itaipu — que havia sido o principal responsável pela deflação no mês anterior —, o resultado surpreendeu para baixo. O número refletiu, sobretudo, o avanço contido de serviços (0,12%) e serviços subjacentes (0,04%). Com isso, a média dos núcleos ficou em 0,19%, também abaixo das projeções. De forma geral, os dados sugerem uma certa descompressão em serviços, ainda que sujeitos à volatilidade nos próximos meses.

Tendo esse cenário como base, o COPOM de setembro optou por manter a taxa Selic inalterada em 15,00%. Apesar do cenário ligeiramente mais benigno, com redução nas expectativas de inflação e apreciação cambial, o que poderia justificar uma revisão baixista na projeção de inflação do Banco Central, o modelo ainda apontava uma inflação de 3,4% no horizonte relevante. Além disso, dentro da ata do COPOM e do Relatório de Política Monetária (RPM), o comitê trouxe um tom mais *hawkish*, após a revisão do hiato do produto para o segundo trimestre de 2025, de 0,5% para 0,7%, sinalizando que foi a maior contribuição para a não alteração da projeção de inflação por parte da instituição. Por fim, o colegiado tem reforçado a perspectiva de juros elevados por um período prolongado e reiterou o compromisso com a convergência da inflação à meta.

Além de toda a perspectiva monetária, que foi responsável por tirar boa parte da possibilidade de um corte de juros neste ano, os temas políticos foram centrais para o mês. Pautas como o julgamento e condenação do ex-presidente Jair Bolsonaro por conta dos atos de 08/01, possível sucessor da centro-direita para as eleições, e imbróglis na tramitação do PL da isenção do IR e da MP das LCIs e LCAs, passaram com peso durante o mês. No entanto, vale destacar uma sinalização positiva entre Trump e Lula, após um encontro amistoso entre os dois presidentes na ONU, abrindo as portas para uma possível negociação tarifária.

Com isso, projetamos o crescimento do PIB no valor de 2,0% em 2025 e 1,8% em 2026, IPCA atingindo



4,8% ainda este ano e 4,3% no ano que vem, a taxa selic em 2025 ainda se mantenha a 15% e caia em 2026 para 12% e a taxa de câmbio fique em 5,65 ao final dos dois anos.

## Comentário dos Gestores

O mês de setembro marcou o início do ciclo de cortes de juros nos Estados Unidos, mas com uma comunicação que trouxe mais dúvidas do que certezas ao mercado. Embora o movimento tenha sido amplamente antecipado, a sinalização de cortes mais concentrados em 2025 e um ritmo mais contido em 2026 gerou questionamentos sobre a coerência do guidance do FOMC. Ainda assim, a leitura predominante foi de um banco central disposto a sustentar o crescimento diante da desaceleração do mercado de trabalho. Apesar do tom dúbio, as treasuries longas fecharam e o S&P 500 avançou 3,5%. O ouro, em um movimento de continuação da tendência de diversificação e busca por proteção, valorizou quase 12% no mês. Apesar da volatilidade, o ambiente mais favorável e a expectativa de novos cortes sustentaram o apetite por risco global.

No Brasil, o mercado refletiu esse otimismo externo, mas com dinâmicas próprias. O Copom manteve a Selic em 15%, adotando um discurso mais duro que o esperado, o que fez as taxas curtas abrirem em torno de 10bps enquanto as longas encerraram o mês em queda. No plano político, o aumento da popularidade do presidente Lula reacendeu pautas de viés populista, ainda assim, a combinação de fluxo positivo para mercados emergentes e um ambiente global mais construtivo levou à valorização de 2% do real e de 3,4% do Ibovespa. Ainda no último dia de setembro, o BCB deixou vencer US\$577 milhões em swaps cambiais, o que significou uma compra líquida desse valor na PTAX do dia 30.

A performance mensal foi favorecida pelas posições em renda variável, com destaque para as alocações compradas em bolsa americana contra bolsa local. As posições aplicadas em juros nominais americanos também contribuíram positivamente no início do mês, enquanto as compradas em dólar contra real tiveram impacto negativo marginal. Diante da abertura dos juros reais no Brasil, ampliamos nossas posições aplicadas.



### Projeções Econômicas

Variável	2025	2026	2027	Longo Prazo
<b>Brasil</b>				
PIB (%)	2,00	1,80	2,00	2,00
Inflação (%)	4,80	4,30	4,00	3,80
Câmbio	5,65	5,65	5,65	5,65
SELIC (%)	15,00	12,00	11,00	11,00
<b>EUA</b>				
PIB (%)	1,80	1,80	2,00	2,00
Inflação (%)	3,20	2,80	2,50	2,00
Fed Funds (%)	3,75	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

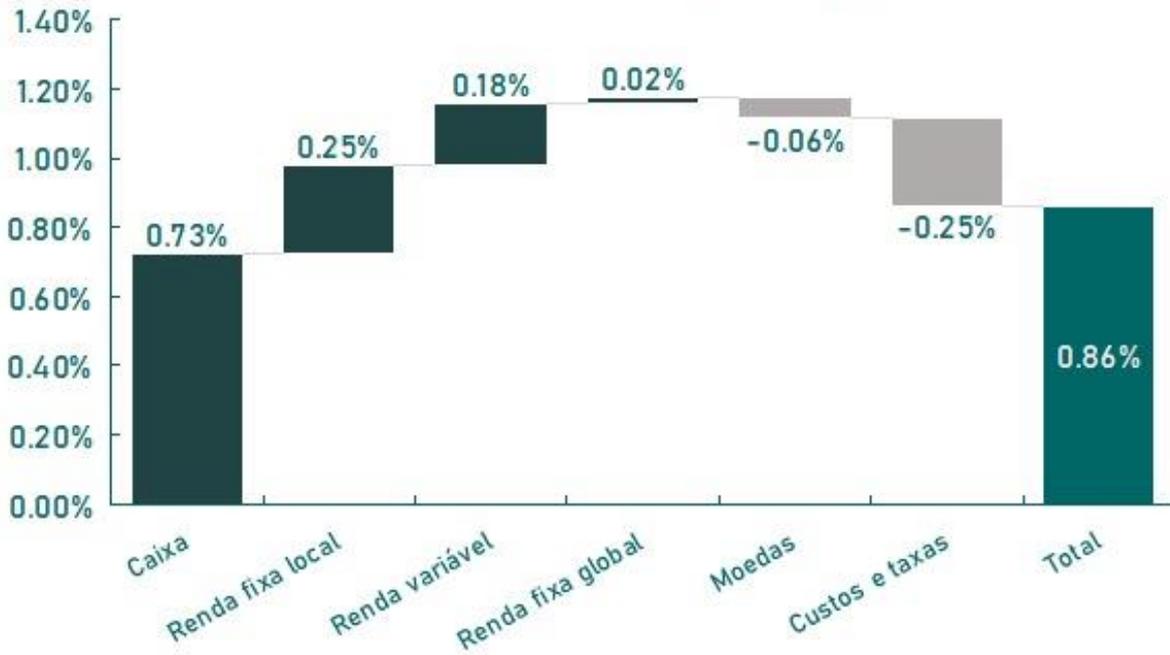
### Rentabilidade dos Fundos

<b>Retornos (%) (até 30/09/2025)</b>			
FUNDO	Armor Axe	Armor Previdência	Armor Sword
2025	11,37	9,73	9,49
% do CDI (Ano)	110	94	92
12m	12,46	12,23	11,30
% do CDI (12m)	94	92	85
24m	33,84	31,22	23,82
% do CDI (24m)	131	121	92
36m	57,67	50,56	40,18
% do CDI (36m)	135	118	94
desde o início	132,46	87,13	50,89
% do CDI (desde o início)	194	123	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	-

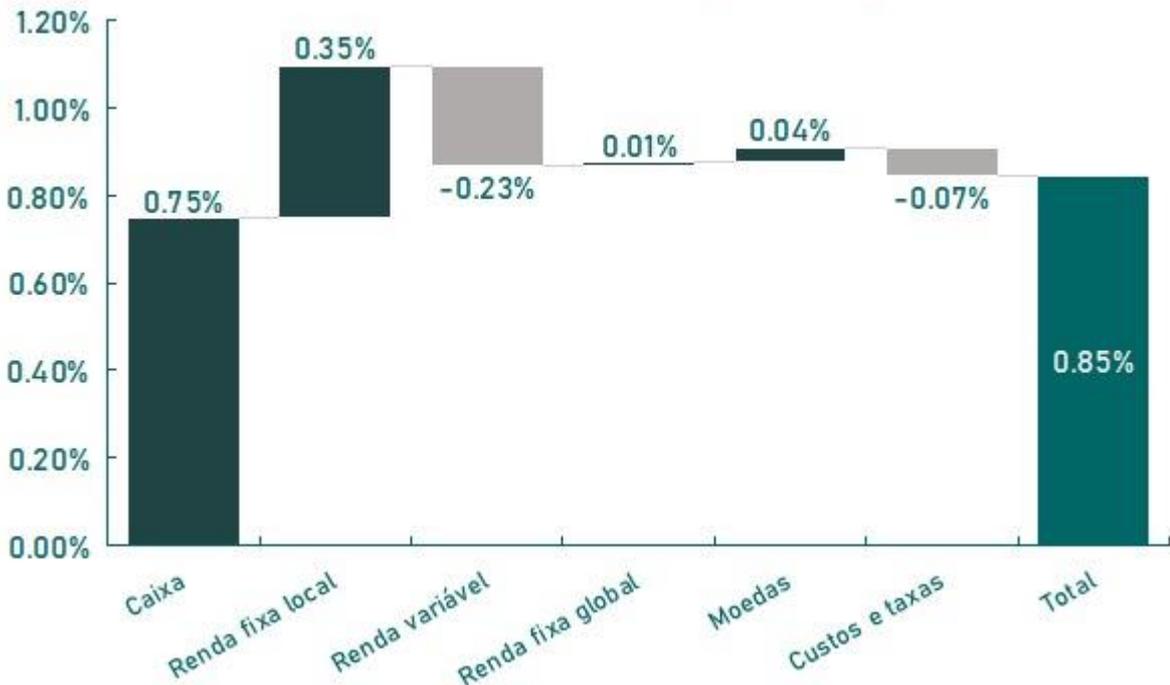
Fonte: BTG Pactual, Economática



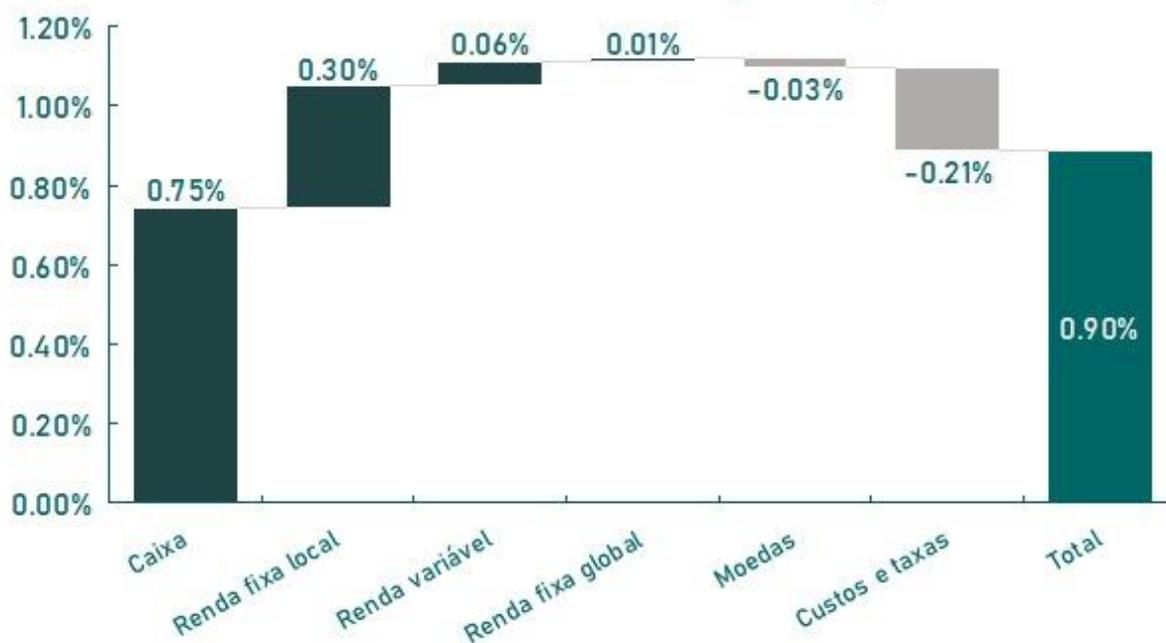
## ARMOR AXE FIC (Set 25)



## ARMOR PREV FIM (Set 25)



### ARMOR SWORD FIC (Set 25)



Fonte: Armor Capital

 armorcapital

 Armor Capital Gestão de Investimentos

 contato@armorcapital.com.br

 +55 11 4550-5701

