montebravo
Corretora

Carta mensal

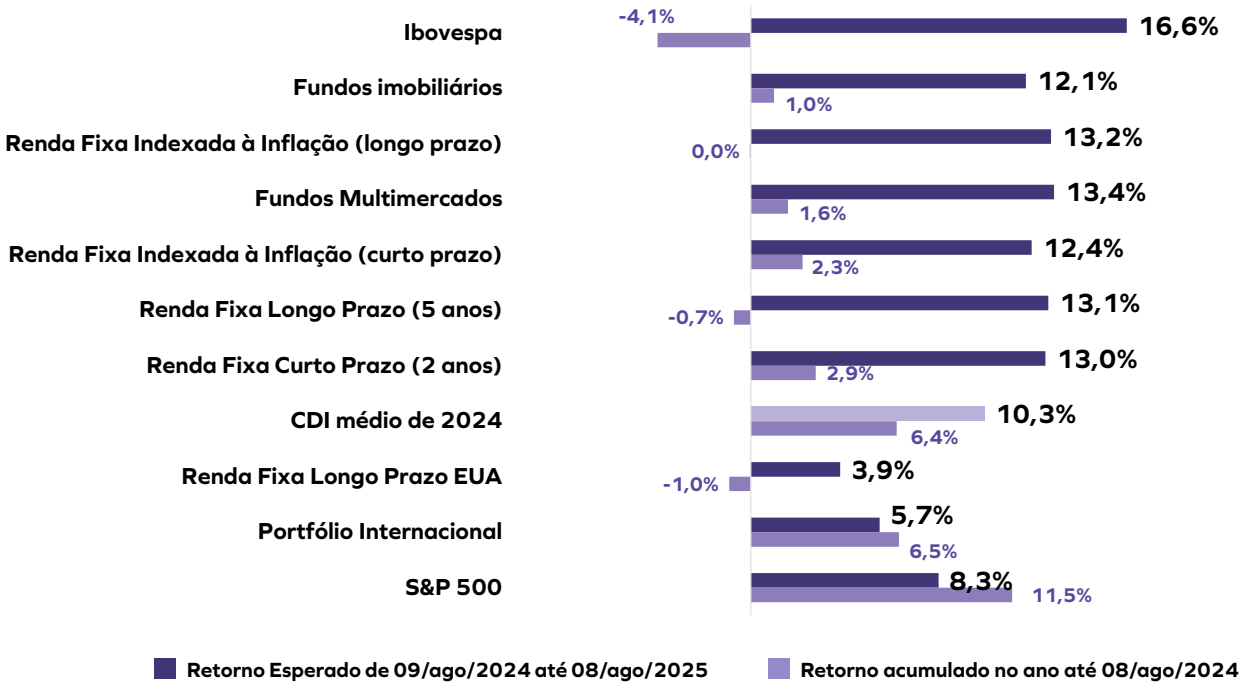
Rali dos ativos brasileiros já começou

Cortes de juros nos EUA darão configuração benigna ao cenário global.

Ativos brasileiros estão surfando onda favorável, mas credibilidade do ajuste fiscal definirá extensão do rali.

Retorno Esperado dos Investimentos (variação anual)

Gráfico 1



Fonte: Bloomberg Elaboração Monte Bravo.

Cenário favorece o aumento das posições de risco. Diversifique!

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
145.000 Pontos	Carregamento ≈ CDI + Ganho de Capital	Pós, Pré e IPCA com prêmio	Aumente Exposição
Setores Preferidos:	**Setores Preferidos:**	**Ativos Preferidos:**	**Ativos Preferidos:**
Bancos	Logística	NTN-B longa	Treasuries
Commodities	Papéis	Pré-fixado 3-5 anos	Bonds Brasil
Exportadoras	Renda Urbana	Crédito Privado CDI+	Russell 2000
Utilities	Híbridos	Crédito Privado IPCA+	S&P 500
Shoppings	Shoppings		

Estratégia de investimentos

1. Estratégia Global

- **Turbulência recente** é predominantemente técnica e **tende a dissipar nas próximas semanas.**
- **Fed deve cumprir roteiro do Cenário Monte Bravo, cortando sequencialmente no ritmo de 25 p.b. a partir de setembro.**
- **Renda Fixa Global** segue sendo interessante com um carregamento ainda bom, funciona como um hedge contra recessão. No entanto, os ganhos de capital que antecipávamos já se materializaram, com a taxa de 10 anos atingindo nosso alvo
- **Ações no Exterior** com o S&P tendo realizado cerca de 6% desde o pico de julho — um risco que tínhamos mapeado — é oportuno retomar a alocação no portfólio padrão que propõe 60% de ações e 40% de renda fixa.

Os mercados globais estão em processo de recuperação depois de quedas dramáticas na segunda-feira passada (05).

A forte apreciação do iene — após o Banco do Japão aumentar as taxas de juros no final de julho — **levou a uma desmontagem abrupta de posições financiadas em iene**. Esta era uma estratégia popular entre hedge funds e investidores globais, que usavam dinheiro emprestado com taxas de juros baixas no Japão para alavancar posições em ativos de risco em diversos mercados.

Esta desmontagem de posições desencadeou um movimento massivo de venda nos ativos de risco — em especial ações, criptoativos, juros e moedas em países emergentes — nos mercados globais.

A corrida para sair de ativos de risco levou a uma queda impressionante nas bolsas de valores mundo a fora, depois que o índice japonês Nikkei 225 registrou sua pior queda diária desde a Black Monday em 1987. O índice de referência da Bolsa de Tóquio sofreu uma queda de 12%, enquanto nos EUA o S&P 500 caiu 3% e o Nasdaq Composite perdeu 3,4%.

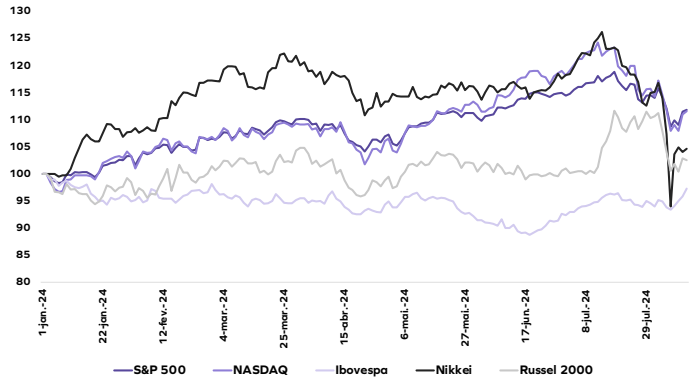
As taxas de juros dos títulos do Tesouro dos EUA afundaram à medida que os investidores correram para os títulos como um refúgio. O índice de volatilidade da bolsa de NY, VIX, disparou para seu nível mais alto desde 2020.

O movimento foi amplificado por alguns dados de emprego e de atividade mais fracos do que o esperado nos EUA. Os números, junto com alguns resultados decepcionantes de grandes empresas de tecnologia, ampliaram o temor de uma recessão na maior economia do mundo. Além disso, uma desaceleração inesperada na China também contribuiu para o temor sobre a atividade global e derrubou os preços da commodities.

Depois das quedas da segunda-feira passada, o iene estabilizou e as ações do Japão se recuperaram fortemente — assim como os mercados de risco no mundo inteiro.

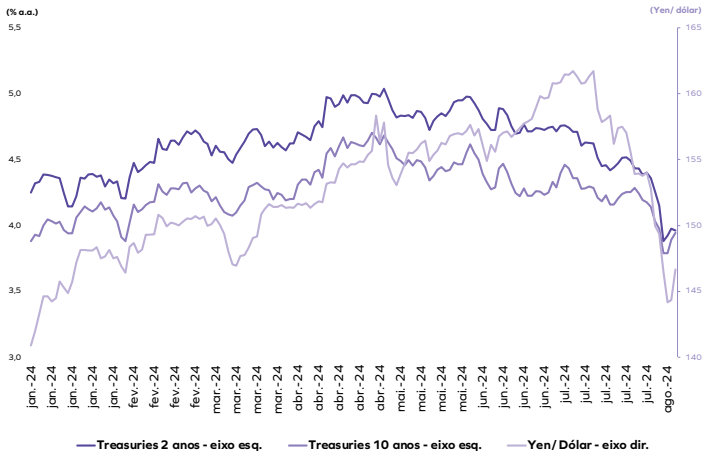
Gráfico 2

Bolsas Globais: S&P 500, Nasdaq, Russel 2000, Nikkei e Ibovespa
(base 31/dez/2023 = 100)



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Treasuries 2 e 10 anos vs Yen/ Dólar Gráfico 3



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Vale destacar que correções no mercado de ações dos EUA são um fenômeno relativamente comum. Desde 1928, o S&P 500 experimentou pelo menos uma queda diária de 5% ou mais em 94% dos anos, enquanto uma correção de 10% ou mais aconteceu em 63% dos últimos 96 anos.

Nossa visão é de que a turbulência foi um movimento técnico que tende a ser superado nas próximas semanas. Ela, de certa forma, endossou nossa recomendação dos últimos meses de privilegiar a Renda Fixa Global face ao risco de realização das ações — algo que acabou acontecendo com uma virulência maior do que pensávamos.

Agora, já parece apropriado voltar a usar o portfólio 60/40 (60% em ações e 40% em títulos de renda fixa) como referência para a exposição global.

Nos EUA, o Fed deve confirmar o Cenário Base Monte Bravo com um ciclo longo e contínuo de cortes de 25 p.b. que levará a taxa de juros dos Fed Funds para 3,5% a.a. em 2025. Na China, esperamos medidas adicionais de estímulo para impulsionar um crescimento próximo a 5% em 2025.

Este quadro gera uma configuração alvissareira para o cenário global em 2025.

2. Estratégia Brasil

- Turbulência global teve efeito reduzido sobre os ativos brasileiros, que já estavam muito descontados pelas incertezas fiscal e monetária
- **Ativos domésticos continuam sofrendo com o risco fiscal** diante da falta de consenso político em torno de medidas críveis de ajuste fiscal
- Incerteza sobre a condução da política monetária parece estar sendo endereçada pela última Ata do Copom e pela antecipação da sucessão no BC
- **Juros Brasil** – renda fixa doméstica segue com ótima relação de risco e retorno em todas as modalidades de indexador (CDI, IPCA e Pré).
- **Crédito Brasil** – O mercado de crédito segue com perspectiva favorável e representa uma oportunidade para o investidor adicionar prêmio e usufruir de veículos com isenção de IR.
- **Fundos Imobiliários** – a combinação de renda (isenta) com potencial de ganho de capital é interessante.
- **Ações Brasil** – Nosso preço-alvo para o Ibovespa segue em 145.000 pontos, mas muitos papéis terão desempenho bem superior ao índice.
- **Dólar** – Intensidade da depreciação do Real foi surpresa por conta dos bons fundamentos externos. Uma postura mais serena das autoridades e o reforço do compromisso fiscal, juntamente com a redução de juros nos EUA, deve trazer o dólar para R$ 5,30.

O Brasil não foi profundamente afetado pela volatilidade global porque nossos ativos já vinham deteriorando desde meados de abril. **Os ativos brasileiros continuam sofrendo com a corrosão da credibilidade tanto da política fiscal como da política monetária.**

No caso da política fiscal, o arcabouço fiscal — sancionado em agosto de 2023 — trouxe uma melhora importante da percepção de risco. No entanto, as metas foram afrouxadas em abril de 2024 e isso deflagrou o aumento da percepção de risco, que contribuí para a maior parte da desvalorização do real desde então.

A falta de apoio do governo às iniciativas da Fazenda tem minado a credibilidade da regra fiscal e aumentado a incerteza dos investidores. Está claro que a busca do equilíbrio fiscal através do aumento de impostos, que obteve algum efeito em 2023, esbarrou num limite político e econômico. Para 2025, o desafio de encontrar novas receitas para sustentar o crescimento das despesas e cumprir a meta de déficit zero fica ainda maior. Por isso, nosso cenário base assume que os déficits primários seguirão um pouco abaixo de 1% do PIB.

Sem um conjunto de medidas que altere a atual trajetória, o Brasil enfrentará sucessivas alterações nas metas de superávit primário — como já ocorreu para os anos de 2025 e 2026. Só será possível obter o equilíbrio das contas públicas se houver uma revisão ampla das despesas e das regras de vinculação orçamentária.

Sem isso, a preferência da ala política em alterar as metas ao invés de ajustar as contas seguirá corroendo a credibilidade fiscal e levando a uma deterioração do risco. Esse cenário eleva o dólar, eleva a inflação e ameaça um aumento de juros, prejudicando o crescimento e o emprego. O fascínio por estas políticas, que já deram tão errado sob Dilma, por parte da classe política é algo difícil de compreender.

No que tange à política monetária, a corrosão da credibilidade está associada às falas do presidente Lula. O chefe do executivo atacou o Banco Central (BC) e sugeriu que a política monetária será mais folgada em 2025 após a mudança na presidência do BC.

O movimento recente no sentido de indicar o novo presidente da instituição — provavelmente Gabriel Galípolo — junto com a última ata do Copom e **explicitando a unanimidade em torno do objetivo de ancorar as expectativas e trazer a inflação para meta parece ser uma estratégia de contenção de danos** depois do erro na comunicação que contribuiu para a disparada do dólar.

Diante dos rodeios em torno do ajuste fiscal, zeramos o cenário otimista em que um esforço fiscal de receitas e despesas levaria os déficits primários para as metas.

Assim, o Cenário Base Monte Bravo, com 65% de probabilidade, repousa sobre três pilares.

Primeiro, no âmbito externo, o cenário tende a evoluir para uma configuração construtiva assim que superada a turbulência técnica recente. Projetamos a economia dos EUA confirmando uma aterrisagem suave e o Fed cortando juros continuamente, a partir de setembro, até 3,50% em 2025.

Segundo, e mais importante, o ruído político em torno do orçamento cessa e o governo trabalha em equipe para realizar os ajustes necessários para trazer o déficit para algo entre 0,5% e 1% do PIB no triênio 2024-26.

Terceiro, após a indicação do novo presidente do BC, o ruído em torno da política monetária cessa e a mensagem — correta e equilibrada — da última ata do Copom é reforçada. Desta forma, recupera-se parte da credibilidade da política monetária.

O relaxamento monetário e a aterrissagem da economia dos EUA devem levar a uma desvalorização global na ordem de 5% do dólar. Isso, aliado à melhora na credibilidade fiscal e monetária, deve permitir ao Real apreciar para algo em torno de R$ 5,30 por dólar. Dessa forma, nosso cenário base abre espaço para uma valorização dos ativos brasileiros.
Cumpridas as premissas domésticas, será possível surfar parcialmente a onda global favorável. É importante frisar, porém, que a perda de credibilidade fiscal e monetária deixará sequelas na forma de um risco permanente mais elevado. A percepção dominante é que os ajustes não vieram por convicção, mas sim angariaram apoio frente à disparada do dólar.

De qualquer forma, nosso cenário base abre espaço para um desempenho positivo dos ativos de risco. Nestas condições, enxergamos os ativos brasileiros superando o CDI projetado de 10,3% nos próximos 12 meses. Com destaque para o bloco de Renda Fixa, que segue oferecendo excelente relação de risco e retorno — podendo ser ainda melhor com títulos privados isentos de IR que paguem um prêmio de crédito.

Agora, atribuímos 65% de probabilidade para o Cenário Base no qual o governo faz uma correção importante na rota das políticas fiscal e monetária. O Cenário Pessimista segue com 35% de chance.

Trata-se de uma chance alta e extremamente desconfortável, mas que parece adequado para incorporar o tom das entrevistas do presidente Lula ao longo de julho e a falta de apoio do governo ao ajuste fiscal.

Neste cenário, não há esforço fiscal adicional e o Banco Central não reage à elevação da inflação. Com um desenho de políticas semelhante ao governo Dilma, seria loucura esperar um desfecho muito diferente e, por isso, este cenário traz uma forte alta adicional do dólar e queda nos ativos de risco.

Gráfico 4

Projeções para Preços no Cenário Base			Retornos (%)		Em 2024 (%)	
Ativos Globais	**2023**	**2024p**	**2023**	**2024p**	**YTD***	**YTGp***
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,00	3,9	2,7	1,8	0,9
S&P 500	4.783	5.800	24,6	21,6	11,8	8,8
DXY	101,3	98,0	-2,1	-3,3	1,7	-4,9
Ativos Brasil		0				
Ibovespa	134.185	145.000	22,3	8,1	-3,3	11,8
Dólar	4,85	5,30	-8,5	9,5	13,7	-3,7
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	5,75	18,4	7,0	-0,1	7,1

Fonte: Broadcast. Projeções Monte Bravo em vermelho.
(*) YTD - Year to Date é o acumulado do ano e YTG (Year to Go) é o restante do ano a decorrer.

Gráfico 5

Cenário			Otimista		Base		Pessimista	
Fiscal - déficit primário Monetário - atuação do BC			≈ 0,6% do PIB busca meta		≈1% do PIB usa banda		≈ 1,5% do PIB supera o teto	
Probabilidades			0%		65%		35%	
Variáveis Macro	2022	2023	2024p	2025p	2024p	2025p	2024p	2025p
PIB (% a.a.)	3,00	2,90	2,50	1,80	**2,50**	**2,00**	2,00	1,20
IPCA (% a.a.)	5,80	4,62	4,00	3,50	**4,50**	**4,20**	5,50	6,30
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	10,50	9,50	**10,50**	**9,75**	10,50	12,00
Câmbio (R$/USD final de ano)	5,22	4,84	5,00	5,08	**5,30**	**5,42**	6,00	6,26
Juro Real (% a.a.)	7,72	6,84	6,05	5,31	**5,74**	**5,33**	4,74	5,36
Resultado Primário (% PIB)	1,28	-2,30	-0,70	-0,60	**-0,80**	**-0,90**	-1,10	-1,50
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,70	74,30	76,91	80,09	**78,3**	**81,7**	76,88	81,13
Variação Anual Dívida / PIB	-6,31	2,60	5,21	3,17	**4,1**	**3,3**	2,58	4,25

Fonte: IBGE, BCB, FED e Bloomberg. Projeção: Monte Bravo.

3. Estratégia de Alocação | Carteiras Sugeridas Monte Bravo

Gráfico 6

Julho - 24

Classe	Benchmark	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	60,0	20,0	**9,0**	7,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	15,0	20,0	**22,0**	20,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	25,0	18,0	**26,0**	28,0
Multimercado	IHFA		12,0	**7,0**	4,0
Fundos Imobiários	IFIX		11,0	**12,0**	14,0
Renda Variável	Ibovespa		12,0	**18,0**	20,0
Alternativos	Não possui		2,0	**3,0**	4,0
Internacional	60 Ações /40 Bonds		5,0	**3,0**	3,0
Objetivo de retorno de CDI+		**0,5-1,0**	**1-3**	**3-5**	**5-8**
Volatilidade anual esperada		**1,0-2,0**	**2-4**	**4-8**	**6-12**

* O objetivo é fornecer uma referência para uma carteira de investimentos diversificada para 4 perfis genéricos no horizonte de 3 anos.
A sugestão deve ser personalizada, pois necessidades específicas somente podem ser capturadas numa conversa pessoal.
** A meta de CDI + é um objetivo perseguido em janelas longas de tempo, não se configurando como promessas de rentabilidade.

Mesmo com a turbulência e o aumento do risco, carteiras diversificadas tendem a proporcionar ganhos acima do CDI de10,3% projetados para os próximos 12 meses.

A sugestão de alocação deste mês traz ajustes que refletem as mudanças recentes de preços e uma perspectiva de valorização clara — mas limitada pelas incertezas fiscal e monetária, sob o Cenário Base.

É importante relembrar que o exercício de alocação de ativos busca as melhores relações de risco e retorno para a carteira.

Embora todos os ativos domésticos tenham retornos projetados superiores ao CDI, o risco subjacente aumentou dada a probabilidade de 35% do Cenário Pessimista.

Assim, os ajustes desse mês incluem:

- Redução em Fundos Imobiliários
- Aumento nas posições de renda fixa pré-fixada
- Aumento em multimercados

Cenário Macroeconômico

Internacional

Os sinais de moderação da economia americana ficaram mais claros com os dados do mercado de trabalho e de confiança mais recentes. Paralelamente, a **dinâmica benigna da inflação foi confirmada pelos núcleos do CPI e do PCE de junho**.

A geração de vagas de emprego nos EUA americana teve forte desaceleração em julho, com a média móvel de 3 meses recuando para 170 mil vagas e ficando abaixo do ritmo médio de 180 vagas que mantém a taxa de desemprego estável.

A procura por emprego cresceu nos últimos meses. Esse fator, juntamente com a moderação da abertura de postos de trabalho, resultou em alta da taxa de desemprego de 4,3% em julho — o maior patamar do ciclo atual, superando a projeção do Fed de 4,0% para o final desse ano. Os salários subiram 3,6% em julho, o que é uma boa notícia para a inflação de serviços não ligada aos custos de moradia.

O ISM industrial surpreendeu negativamente em julho, recuando para 46,8 pontos. No entanto, a média móvel de 3 meses do indicador está abaixo do patamar de 50 pontos por pelo menos 21 meses — o que não necessariamente indicou que a economia estivesse em recessão. Além disso, **o tracking do PIB do 3° trimestre de 2024 está indicando alta de 2,5% na margem**, refletindo que a economia segue robusta e sem sinais de perda de ímpeto. **Mantemos a expectativa de pouso suave da economia, com o crescimento moderando de 2,6% em 2024 e 1,8% em 2025**.

A dinâmica da inflação nos EUA confirmou nosso cenário. Nós projetávamos que, após os impactos de pressões temporárias de alguns itens no 1° trimestre, os núcleos de inflação voltariam a desacelerar.

A partir de maio, o núcleo do PCE arrefeceu na margem. A média mensal recuou de 0,34%, no período de janeiro a abril para 0,15% nos meses de maio e junho. A desinflação ocorreu com a continuidade da deflação de bens — em especial, de automóveis e eletroeletrônicos. Nos serviços, o núcleo também desacelerou com a menor pressão dos custos de moradia, e deflação dos serviços ligados à mão de obra. O núcleo do PCE atingiu 2,6% no acumulado em 12 meses em junho, ficando abaixo da expectativa do FED de 2,8% para o final de 2024.

Essa dinâmica da atividade e da inflação reforçam nossa expectativa de cortes contínuos de 25 p.b. por reunião a partir de setembro. O cenário se tornou mais provável após a entrevista do presidente do Fed Jerome Powell, que citou a discussão de corte de juros na reunião de julho pelo comitê. **Mantemos a expectativa que a taxa de juros termine em 4,75% a.a. em 2024 e atinja 3,5% a.a. ao final do ciclo em 2025**.

Na China, a economia cresceu abaixo do esperado no 2° trimestre desse ano e os dados de confiança do 3° trimestre estão indicando desaceleração na margem. O PIB cresceu 4,7% no 2° trimestre na comparação anual, frustrando as expectativas. O enfraquecimento da demanda doméstica e do setor imobiliário residencial explicam esse fraco desempenho. Os dados de confiança de julho não esboçaram melhora, com o PMI industrial se mantendo abaixo do patamar de expansão e o PMI de serviços e construção enfraquecendo na margem.

Como resposta, o Banco Central Chinês cortou as taxas de juros de 1 e 5 anos de forma inesperada. O comitê de economia (Politburo) reafirmou a meta de crescimento do PIB de 5,0% para 2024, e anunciou medidas como acelerar a emissão de títulos do governo, apoiar a redução do estoque de moradias e estimular o consumo doméstico, em especial, de serviços. **Após a divulgação do PIB do 2° trimestre, revisamos a projeção de 5,0% para 4,9% do crescimento de 2024**.

Brasil

A atividade surpreendeu positivamente com os impactos das enchentes no Rio Grande do Sul concentrados na indústria, enquanto os serviços e o comércio foram menos afetados. A indústria teve forte redução na produção em maio, com contração de 1,5% na margem — com a produção de veículos leves, caminhões, siderurgia e alimentos sem afetada. Entretanto, a recuperação da indústria surpreendeu em junho, com a alta de 4,1% na margem, mais do que compensando

as quedas ocorridas em maio, reforçando uma recuperação em forma de V da produção. Esse resultado foi impulsionado pela normalização de parte das quedas devido às enchentes, mas também se concentrou na produção de petróleo, que se recuperou após contrair em janeiro e abril desse ano.

Os dados de emprego também tiveram desempenho acima do esperado, com a taxa de desemprego atingindo 6,8% no mês de junho em termos dessazonalizados — ficando nos patamares mínimos do ciclo atual e somente 0,2 p.p. acima da mínima histórica de março de 2014. A ocupação da economia atingiu o recorde da série com 102 milhões de pessoas empregadas, com destaque para o aumento do emprego formal.

O **mercado de trabalho está aquecido**, reflete no aumento dos salários — que registraram 5,8% em termos reais em junho na comparação anual. Os fortes ganhos salariais, juntamente com o nível recorde de ocupação, resultaram em alta anual de 9,2% em termos reais da massa salarial em junho.

Essa **dinâmica do mercado de trabalho se reflete no desempenho favorável do comércio, que registrou alta de 5,0% no acumulado do ano até maio**. O destaque ficou para as vendas de supermercados, produtos farmacêuticos, vendas on line e automóveis. O desempenho favorável da atividade até junho resultou na revisão da projeção do crescimento do PIB do 2° trimestre de 0,5% para 0,7% na margem, liderado pelo bom desempenho da demanda doméstica.

Considerando o impacto menor que o esperado da tragédia climática no Rio Grande do Sul e o mercado de trabalho aquecido, revisamos a projeção de crescimento de 2,3% para 2,5% em 2024. Esta era expectativa nossa projeção antes dos eventos climáticos no Rio Grande do Sul.

A **recente elevação da incerteza fiscal, das expectativas de inflação e a depreciação da taxa de câmbio resultaram na deterioração do balanço de riscos para a inflação**. Na última carta, já havíamos revisado a projeção do IPCA de 2024 para 4,3%. No entanto, considerando a taxa de câmbio mais depreciada e a trajetória mais forte de atividade, a **projeção do IPCA de 2024 foi revista para 4,5%**. Mantivemos a projeção do IPCA de 2025 estável em 4,2%, mas o viés é de inflação maior — especialmente se os riscos fiscais não cederem e o câmbio permanecer no patamar de R$ 5,60 por dólar.

O governo anunciou no final de julho um contingenciamento e bloqueio de despesas no total de R$ 15 bilhões. Apesar da medida estar na direção correta, o montante anunciado não é o suficiente para o atingimento da meta de déficit de R$ 28,8 bilhões (0,25% do PIB), devido à subestimação das despesas — como pessoal, benefícios previdenciários e sociais — e a superestimação de receitas. **A projeção para o resultado primário foi mantida em déficit de 0,8% do PIB e a dívida bruta atingindo 78,4% do PIB em 2024**.

Com relação à política fiscal, avaliamos que o governo deverá manter o resultado primário no intervalo de 0,7% a 0,9% do PIB até o final do mandato. É uma projeção um pouco mais elevada que a expectativa do mercado na pesquisa Focus, que espera déficit primário em média de 0,6% do PIB.

No nosso cenário base, **a taxa Selic é mantida estável até dezembro desse ano em 10,50% a.a**. Em 2025, haverá **espaço para cortes de juros desde que certas condições se confirmem**. No cenário internacional, consideramos que os **cortes de juros pelo Fed** resultarão no enfraquecimento do dólar contra moedas de países emergentes, beneficiando o real — que deverá apreciar a taxa de câmbio para a faixa de R$ 5,30 por dólar, permitindo um alívio nas projeções de inflação.

No cenário doméstico, um dos condicionantes é que **a política fiscal seja compatível com a manutenção do déficit primário abaixo de 1,0% do PIB ao longo de 2025 e 2026**. Isto reduzirá o prêmio de incerteza fiscal dos ativos, em especial do câmbio, e auxiliará na reancoragem das expectativas de inflação.

Nesse cenário, avaliamos que **a projeção de inflação no horizonte relevante da política monetária durante o 2° trimestre de 2025 — que será o correspondente ao final de 2026 — estará abaixo da meta de 3,0% em um cenário de manutenção da Selic em 10,50% a.a**., indicando espaço para flexibilização da política monetária. Portanto, o Banco Central deverá voltar a reduzir a taxa de juros ao longo do 2° trimestre, levando a taxa Selic para 9,75% a.a. em dezembro de 2025.

Gráfico 7

Elaboração: Monte Bravo.

Renda Variável

O Ibovespa teve um mês mais positivo em julho. O índice de referência da Bolsa subiu 3,02% no período, enquanto o índice Small Cap subiu 1,50%. Os indicadores acumulam retrações de -4,87% e -13,56%, respectivamente, no ano.

Apesar da performance positiva, esperávamos mais. Durante o mês, tivemos uma descompressão de risco global relevante, com o mercado voltando a precificar de maneira majoritária o corte de juros dos EUA acontecendo em setembro. Se pudermos relembrar: a última vez que o mercado precificou de maneira relevante cortes de juros pelo Banco Central americano foi em novembro de 2023 e, na ocasião, o Ibovespa teve uma performance bastante agressiva — amplificada pela a entrevista de Jerome Powell após a última reunião do Fed no ano.

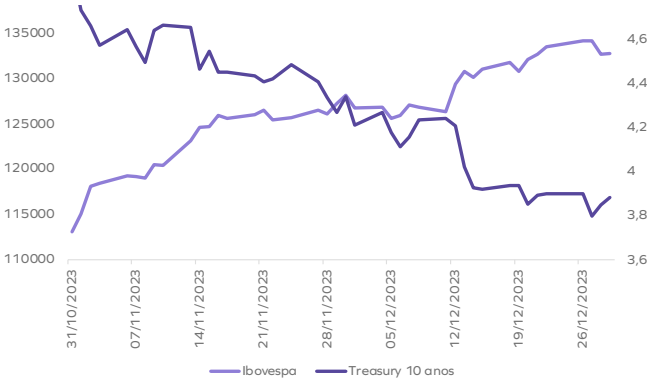
Nós entendemos que parte dessa dificuldade de reprecificação da Bolsa vem da dificuldade do governo em mostrar sinais claros de seu comprometimento com o quadro fiscal. Reforçamos a mudança de cenário que realizamos em nossa última Carta Mensal, onde nosso cenário base projeta um comprometimento fiscal do atual governo suficiente para que o Deficit Público não ultrapasse 1% do PIB. Com uma demonstração de comprometimento que leve a números melhores que esses, deveríamos ter um rally forte dos ativos brasileiros.

A performance dos ativos brasileiros deve ser positiva. Temos um **Índice que negocia em múltiplos abaixo dos seus padrões históricos, com empresas que devem apresentar um razoável crescimento de lucros no biênio 24-25**. No entanto, a performance poderia ser ainda mais positiva em um contexto mais similar ao nosso cenário otimista.

No cenário atual, no entanto, existem incertezas sobre a condução da política fiscal e monetária do governo, com uma bolsa que tem crescimento de lucros e empresas em múltiplo interessantes. Este é um cenário bastante desafiador para a construção de portfólio, e por isso decidimos ter uma indicação de portfólio ligeiramente mais conservadora.

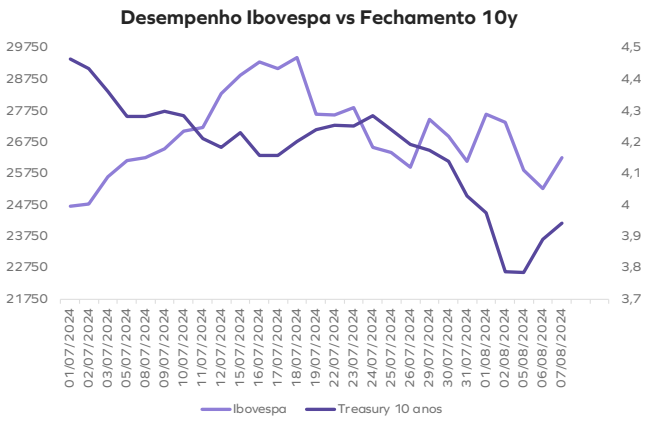
Nossa proposição é a construção de um portfólio defensivo, composto por empresas Exportadoras, Commodities, Bancos e Utilidades Públicas — que tem maiores chances de

Gráfico 7



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 8



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

atravessar esse momento mais conturbado com menores solavancos. **Esse portfólio pode ser encontrado em nossa Carteira de Ações Monte Bravo** — lançada no meio de julho e atualizada no início de agosto —, que traz algumas possibilidades de alocação para os clientes da nossa Corretora.

Caso estejamos errados e o desfecho seja mais positivo, a compressão nos prêmios de risco deveria fazer as empresas de utilidades públicas performarem bem, assim como os bancos. Enquanto isso, companhias de commodities e exportadoras teriam uma performance mais tímida.

Gráfico 9

Índice Small Caps = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses

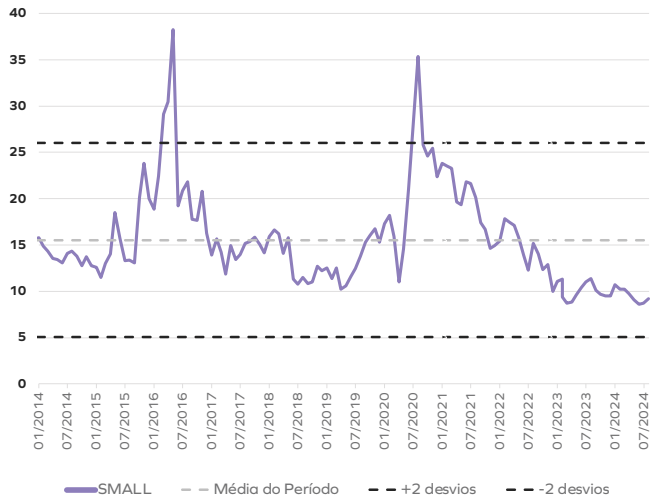
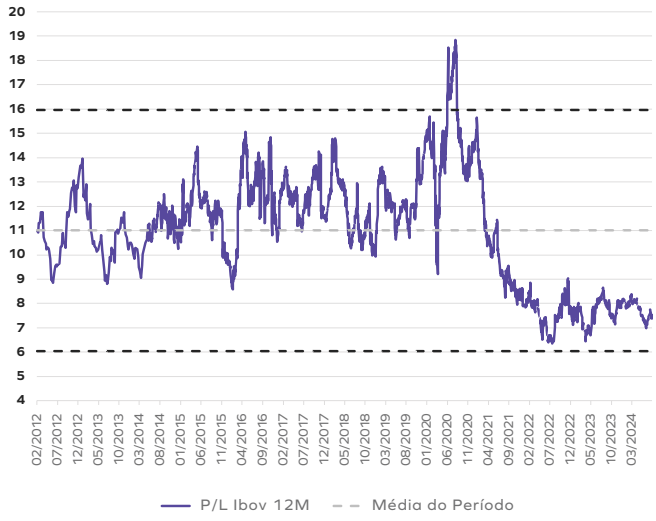


Gráfico 10

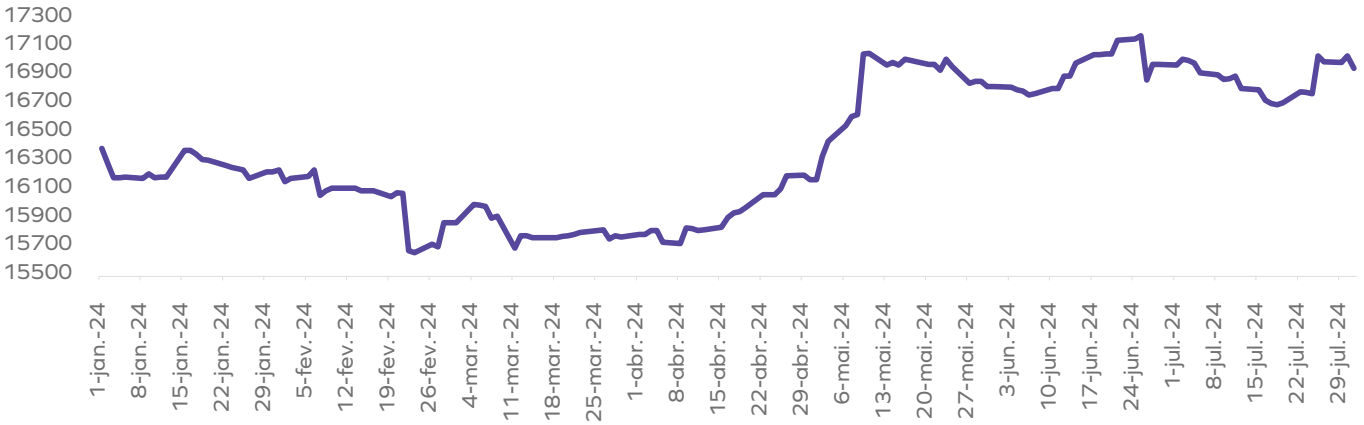
Índice Bovespa = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 11

Lucro por Ação - Ibovespa
(Próximos 12 Meses)



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O **IFIX, principal índice de Fundos Imobiliários do Brasil, fechou julho com uma valorização de 0,52%**. Com isso, **a performance acumulada em 2024 foi para +1,61%**.

Diferente dos últimos meses, vimos uma performance positiva para alguns bons fundos de Tijolos — com destaque para o XPLG, VILG e BRCO. Na Carta Mensal anterior, comentamos que alguns fundos de Tijolos, em especial os de logística, estavam negociando em patamares de preço que julgávamos bastante interessantes.

Entre os fundos de recebíveis, podemos ver boa parte dos fundos com maior indexação ao CDI negociando próximo ao seu valor patrimonial (VP) ou com pequeno ágio. Não somos dogmáticos sobre apenas em situações em que o fundo negocia com desconto e entendemos que alguns fundos podem até ter algum prêmio pela qualidade da gestão.

No entanto, após sugerirmos aumento da exposição nestes fundos mais ligados ao CDI nos últimos meses, enxergamos que os fundos indexados ao IPCA voltaram a ser opções inte-

ressantes. Isso acontece por dois motivos: i) entendemos que os fundos mais indexados ao IPCA estão negociando com algum desconto ante seu VP; ii) estes fundos oferecem um carrego (IPCA+) com possibilidade de ganhos no VP graças ao fechamento das curvas de juros.

Em Tijolos, apesar de alguma valorização em bons ativos, continuamos vendo a janela para alocações como positiva. O momento de mercado é desafiador, mas continuamos enxergando melhorias operacionais relevantes, com continuidade de redução de vacância, revisionais acima do esperado e reciclagem de portfólios em alguns fundos.

Lajes é o segmento que estamos sendo seletivos, ainda que exista um potencial via vacância e turnaround. No entanto, a janela de oportunidade para alocar em ativos premium merece destaque.

Gostaríamos de fazer uma pequena contribuição sobre nossas pesquisas e leituras recentes sobre regiões menos premium, como Chucri Zaidan e o outro lado da Marginal Pinheiros. Estas são regiões que sofreram mais para engrenar um processo de locação nos últimos anos, e que nos últimos meses tem começado a apresentar absorção líquida positiva (áreas locadas menos as devolvidas) — o que pode ser um indicativo que a 'maré' começou a virar.

Não enxergamos ainda a possibilidade de aumentos de aluguel, pois ainda existe bastante área disponível, mas os bons ativos da região devem começar a diminuir sua vacância. Isso pode se traduzir em aumento da renda imobiliária gerada — entrada do aluguel e zeragem nos custos de condomínio, IPTU. Ainda consideramos essas teses mais desafiadoras, porém existem sinais, ainda que incipientes, de melhora.

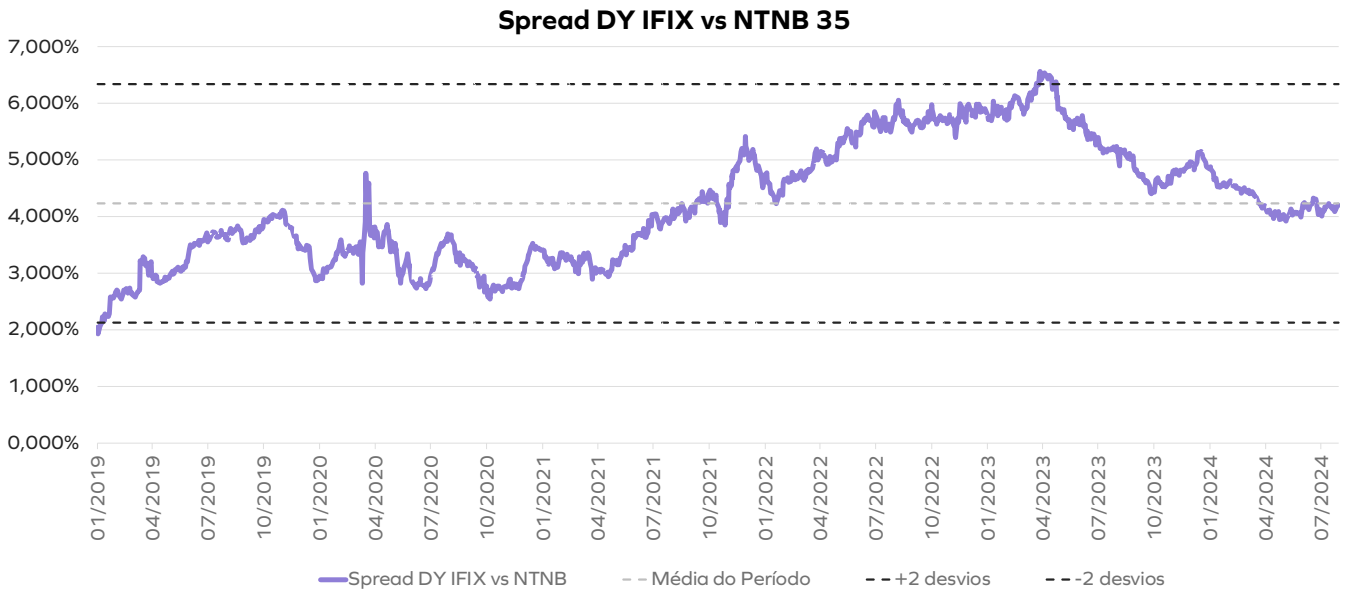
Em shoppings, continuamos gostando da tese do XPML. Entendemos que as locações das últimas ofertas foram as melhores executadas da última leva de ofertas — lembrando que todos os fundos listados, sem exceção, captaram recursos. O XPML, em nossas contas, tem a maior capacidade de manter os atuais níveis de distribuição sem precisar recorrer a não recorrentes (vendas de ativos). Hoje nos parece ter uma assimetria muito grande entre investir em FIIs de Shoppings e empresas listadas, com a o balanço pendendo bastante para as últimas.

Em logística, apesar de nossa seletividade, enxergamos mais nomes como passiveis de escolha. Isso acontece pois uma quantidade maior de fundos com bons imóveis está com vacância muito perto de suas mínimas históricas.

Em resumo, apesar da ligeira melhora de humor, continuamos enxergando uma janela de oportunidade interessante para alocação em bons ativos que tem passado por uma melhora operacional acima de alguma de nossas expectativas. Isso deve ser traduzido em dividendos crescentes ao logo do tempo, tornando o carrego mais interessante.

Uma carteira diversificada entre as classes de ativos continua sendo o último 'almoço grátis' do mercado.

Gráfico 12



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

As curvas de juros futuras no mercado internacional recuaram ao longo de julho com os dados de inflação favoráveis. No entanto, o movimento se acentuou no início de agosto, após a divulgação do relatório de empregos mais fraco que o esperado e a percepção que o risco de uma recessão teria se elevado nos EUA.

No Brasil, as curvas de juros também recuaram acompanhando a dinâmica das curvas de juros americanas. A curva de juros futuras doméstica teve uma forte correção até o início de agosto, quando os dados de emprego dos EUA impactaram o mercado de renda fixa global.

O contrato de juros futuros com vencimento em janeiro de 2026 precificava um total de 192 p.b. de aumento na taxa Selic até dezembro de 2025 e passou a prever um total de 138 pontos. **Essa redução do prêmio não ocorreu pela redução da incerteza fiscal, mas sim por conta do movimento de queda das taxas de juros americanas**.

Apesar da redução da precificação de alta de juros no restante de 2024 e ao longo de 2025 ter se reduzido, a curva de juros futura mantém um prêmio elevado em relação ao nosso cenário base até o final de 2025.

Como discutido nas sessões de estratégia e de economia da carta, o início dos cortes de juros pelo Fed e o comprometimento do governo em perseguir a meta de déficit primário para 2025 devem permitir uma redução do risco e a valorização dos ativos — em especial, da taxa de câmbio. Nesse cenário, o Banco Central poderia retomar o ciclo de afrouxamento da taxa de juros, reduzindo a taxa Selic para 9,75% a.a. até dezembro de 2025.

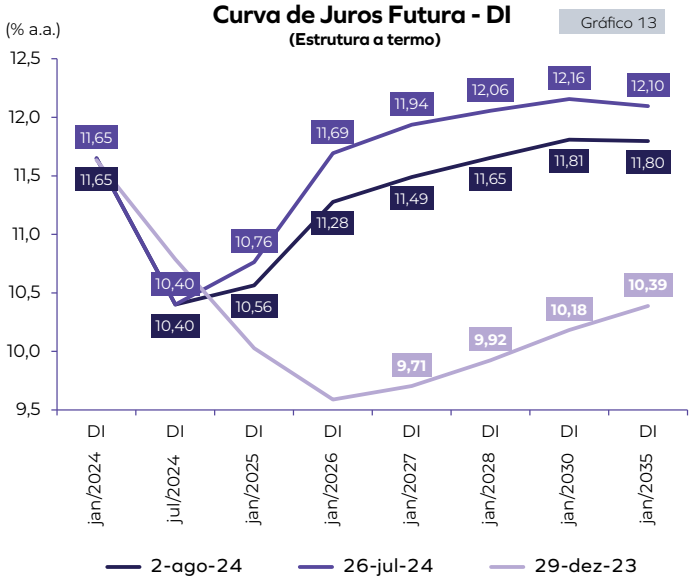
No caso das curvas de juros futuras dos EUA, o mercado passou a precificar um corte de 50 p.b. na reunião de setembro e cortes de 25 p.b. nas duas reuniões restantes de 2024, após a surpresa negativa com o relatório de emprego de julho. Avaliamos que o FED será mais cauteloso nos cortes e deverá optar por fazer 3 cortes de 25 p.b. a partir de setembro.

Considerando o cenário base de 3 cortes de juros pelo Fed até dezembro e a retomada dos cortes de juros pelo Banco Central ao longo de 2025, avaliamos que a curva de juros doméstica permanece com prêmios. Nossa preferência é pelos vértices de curto prazo devido aos prêmios em relação ao nosso cenário.

Os cupons das NTN-Bs de longo prazo também acompanharam o fechamento da curva de juros americana. A NTN-B com vencimento em 2050 registrou queda do seu cupom — saindo de 6,55% a.a. no início de julho para 6,11% a.a. no início de agosto.

Curva de Juros Futura - DI
(Estrutura a termo)

Gráfico 13



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Seguimos avaliando que o patamar atual dos cupons das NTN-Bs não é sustentável do ponto de vista fiscal. Isso, juntamente com a melhora esperada do cenário, deverá permitir um recuo adicional desses cupons. Nesse sentido, **revisamos nossa expectativa para os cupons das NTN-Bs de longo prazo de 6,15% a.a. para 5,80% a.a. em dezembro desse ano**.

Como já citamos nas últimas cartas, seguimos avaliando favoravelmente os créditos privados com boa avaliação de rating. A nossa preferência é alocar em operações que possuem como benchmark o CDI ou IPCA mais um prêmio.

No caso da curva pré-fixada, os prêmios são elevados em relação ao nosso cenário. No entanto, os créditos com benchmark pré-fixado estão sujeitos a maior volatilidade no momento — o que indica uma relação risco-retorno menos favorável em relação às operações com benchmark CDI ou IPCA.

Glossário

IMA é o Índice de Mercado ANBIMA é uma família de índices que representa a evolução, a preços de mercado, da carteira de títulos públicos emitida pelo Tesouro Nacional e serve como benchmark para a renda fixa no Brasil.

IMA-Geral Ex C é o benchmark de todos os títulos emitidos pelo Tesouro excluindo os indexados à taxa de câmbio.

IMA-B é o benchmark de todos os títulos indexados à inflação.

IMA-B5 é o benchmark dos títulos indexados à inflação com prazo até 5 anos.

IMA-B5+ é o benchmark dos títulos indexados à inflação com prazo acima de 5 anos.

IRF-M é o benchmark de todos os títulos pré-fixados a parcela prefixada.

IDA é o Índice de Debêntures ANBIMA (IDA) reflete o comportamento de uma carteira de dívida privada, mais especificamente das debêntures negociados no Brasil.

Ibovespa é o Índice Bovespa, índice de referência de cerca de 86 ações negociadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão).

IFIX é Índice de Fundos Imobiliários da B3 cujo objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários.

S&P500, ou Standard & Poor's 500, é o índice ponderado por capitalização de mercado de 500 das principais empresas negociadas nos EUA.

Magnificent Seven – grupo é composto por Alphabet (GOOGL), Amazon (AMZN), Apple (AAPL34), Meta (M1TA34), Microsoft (MSFT34), Nvidia (NVDC34) e Tesla (TSLA)

montebravo
Corretora

Alexandre Mathias
Estrategista-Chefe
e Head da Área de Análise
da Monte Bravo Corretora

Luciano Costa
Economista-chefe
da Monte Bravo Corretora

Bruno Benassi
Analista de Ativos
CNPI: 9236

Disclaimer

MPORTANTE: A Monte Bravo Corretora de Valores Mobiliários S.A. ("Monte Bravo") é uma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Esta mensagem e eventuais anexos podem conter informações confidenciais destinadas a indivíduo e propósito específico, sendo protegidos por lei. Caso você não seja o destinatário ou pessoa autorizada a recebê-la, por favor, avise imediatamente o remetente e, em seguida, apegue o e-mail. É terminantemente proibida a utilização, cópia ou divulgação não autorizada das informações presentes neste e-mail. As informações nele contidas e em seus eventuais anexos são de responsabilidade do seu autor, não representando necessariamente ideias, opiniões, pensamentos ou qualquer forma de posicionamento por parte da Monte Bravo. Por fim, é imprescindível que o destinatário verifique este e-mail e todos os anexos em busca de possíveis vírus. A empresa/remetente não assume responsabilidade por quaisquer danos decorrentes da transmissão de vírus através deste e-mail.