

# montebravo

Corretora

## Carta mensal

**Espera pelo ajuste fiscal gerou custo elevado, reversão das expectativas exige pacote consistente e melhora na comunicação**

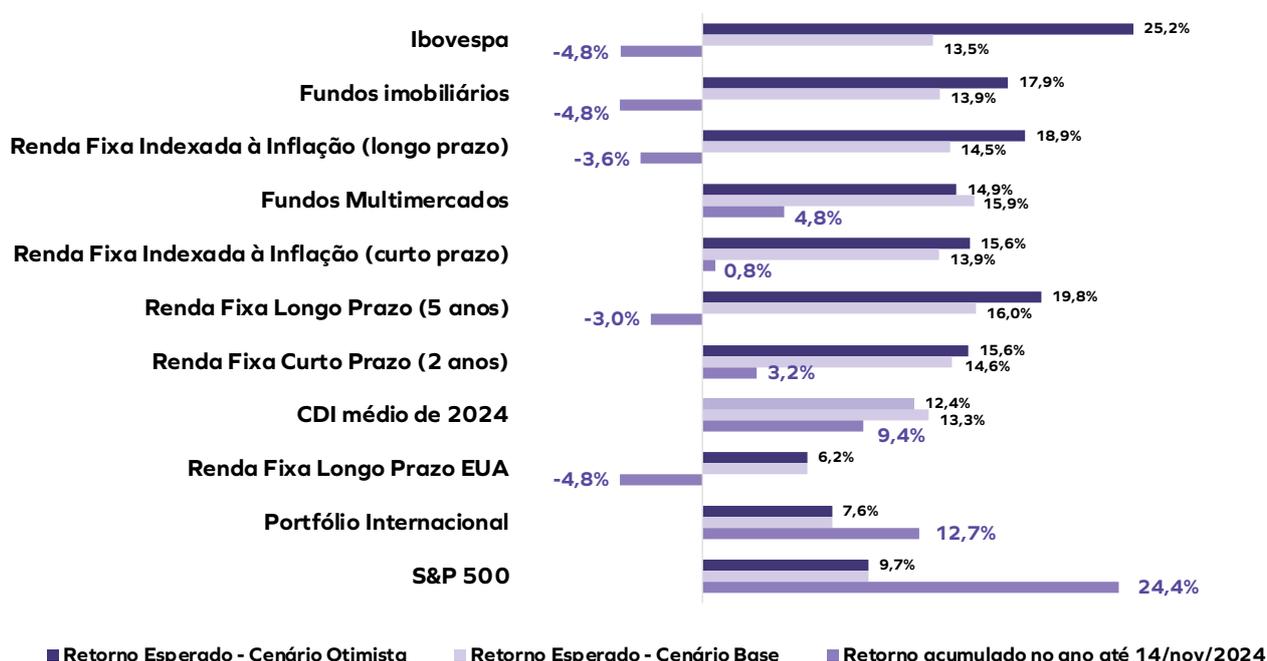
---

**Cenário global tem dólar forte com temor de tarifas abrangentes. Ainda que Trump seja mais pragmático, fluxos seguirão mais escassos para ativos emergentes.**

**No Brasil, gestão errática das expectativas tirou impacto positivo que ajuste fiscal poderia produzir. Governo precisa mostrar medidas de ajuste e trabalhar unido pela aprovação no Congresso para gerar melhora dos preços dos ativos.**

**Retorno Esperado dos Investimentos para os próximos 12 meses**  
(variação anual)

Gráfico 1



Fonte: Bloomberg Elaboração Monte Bravo.

**Cenário recomenda carteira diversificada.**

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
145.000 Pontos em 12 meses	Fundos IPCA+	IPCA com prêmio	Aumente Exposição
<b>Setores Preferidos:</b>	<b>Setores Preferidos:</b>	<b>Ativos Preferidos:</b>	<b>Ativos Preferidos:</b>
Bancos Exportadoras Utilities Shoppings	Papéis Logística Renda Urbana	NTN-B longa Crédito Privado CDI+ Crédito Privado IPCA+	Treasuries Bonds Brasil Russell 2000 S&P 500

## Estratégia de investimentos

### ESPERANDO GODOT

“Esperando Godot” é uma peça clássica do teatro do absurdo. Nela, o dramaturgo Samuel Beckett cria uma conversa entre dois personagens, Vladimir e Estragon, que estão esperando por um personagem que nunca aparece, Godot.

A longa espera, o absurdo da situação, os diálogos ilógicos e as situações repetitivas com personagens presos em um ciclo sem fim funcionam como metáfora para a espera pelo ajuste fiscal e para o debate em torno dele.

**A disparada do dólar desde abril está diretamente associada à mudança nas metas do arcabouço fiscal.** A alteração, apenas seis meses após a aprovação, revelou um governo tentado a repetir a política fiscal ultra expansionista que culminou com a crise do final do mandato de Dilma, com IPCA de 10,7% e o PIB de -3,8% em 2015.

**A perda da credibilidade deixou o Brasil exposto às oscilações do mercado global.** Antes da mudança da meta fiscal, mesmo com a taxa de 10 anos dos EUA superando 4,50%, o dólar resistiu abaixo de R\$ 5,30 — ancorado justamente pela credibilidade do arcabouço.

Olhar para a trajetória da dívida é fundamental para dimensionar o risco de qualquer tomador de empréstimo. Uma política fiscal que crie a perspectiva de estabilização da relação dívida/PIB é uma das condições para deter a escalada da percepção de risco e para a obtenção do grau de investimento.

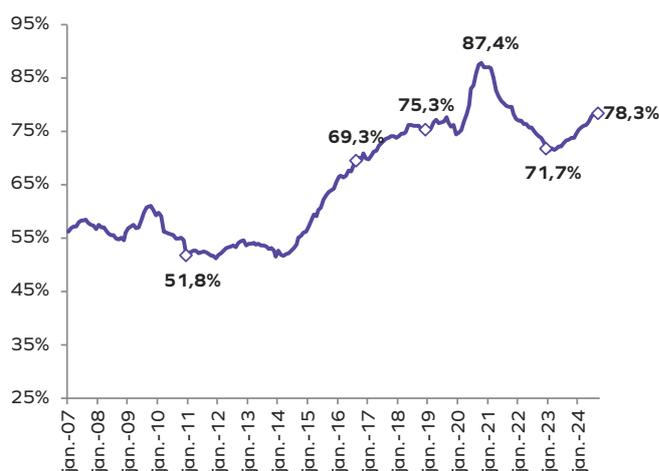
A incerteza política e econômica tem um efeito direto sobre o prêmio de risco. Quando há incerteza sobre políticas fiscais, o prêmio de risco aumenta porque a falta de clareza sobre a trajetória da dívida torna os investimentos mais arriscados.

A perda de credibilidade decorrente da mudança no arcabouço deflagrou uma dinâmica nefasta. O dólar sobe, as expectativas de inflação sobem, os juros sobem e o crescimento futuro cai — tem sido assim desde abril. O custo foi alto, mas a esta altura deve estar claro que a perda de credi-

bilidade fiscal pode transformar um cenário positivo em uma crise grave.

A ideia de repetir a política econômica do governo Dilma, cuja fracasso retumbante prejudicou não só o país, mas o partido incumbente; as falas desconexas que atacam o equilíbrio fiscal como algo maligno e a demora em fechar uma proposta de ajuste que nem sequer envolve cortes de verdade — tudo remete à conversa absurda entre Vladimir e Estragon.

**Dívida Bruta do Setor Público** Gráfico 2  
(% PIB)



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

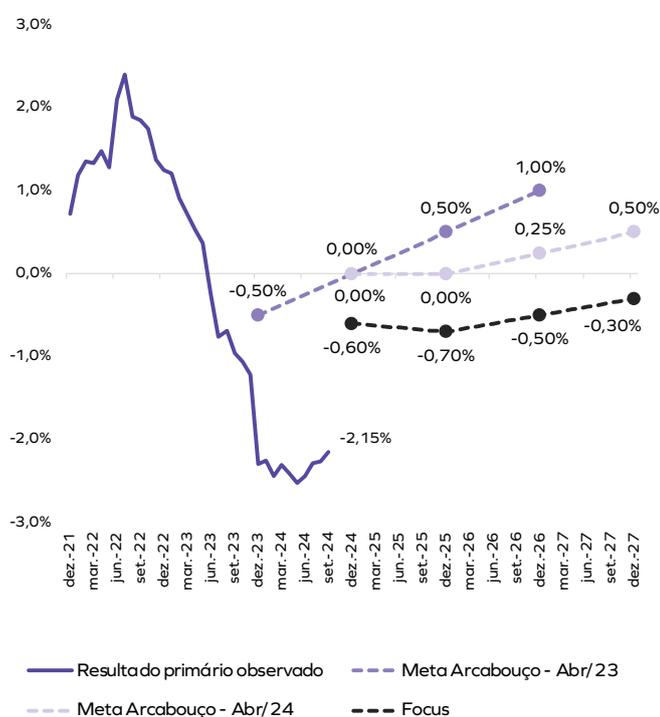
As projeções indicam que a relação dívida/PIB vai sair de 71,7% do PIB em 2022 para mais de 82% do PIB em 2025.

**Um avanço de 10 p.p. do PIB em apenas três anos caracteriza um forte descontrole, pois é um tipo de salto que só é admissível sob guerras ou pandemias.**

No início deste governo, a PEC da Transição acrescentou R\$ 145 bilhões de despesas ao orçamento e deu uma margem adicional de R\$ 23 bilhões. Estes R\$ 168 bilhões corrigidos pelo IPCA seriam hoje R\$ 175 bilhões e, agora, o ajuste necessário é da ordem de R\$ 70 bilhões — apenas 40% da expansão feita há dois anos e meros 2% do orçamento da União em 2025.

Gráfico 3

### Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% PIB)



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Note que o aumento de gastos de 2023 fez com que o Brasil saísse de um superávit primário de 1,3% do PIB em 2022 para um déficit de 2,3% no primeiro ano do novo governo. Ainda que cerca de 1% tenha sido decorrente de precatórios herdados, o fato é que a conduta do novo governo deteriorou muito a posição fiscal do país.

O aspecto mais peculiar deste debate é que muitos políticos falam em cortes de gastos e a própria imprensa repercute essa informação. **O problema é que isso é uma tremenda 'fake news': não há redução de dotação orçamentária, nem sequer congelamento e nem mesmo um aumento inferior à inflação. O ajuste em discussão requer apenas controlar a velocidade de expansão dos gastos que continuarão crescendo além da inflação.**

**Chega a ser incompreensível a relutância em promover um ajuste cujo custo político é diminuto em comparação ao bônus que o choque de credibilidade e a redução do risco trariam:** dólar mais baixo, inflação menor, juros menores, aumento do investimento e do emprego, crescimento maior e, claro, uma perspectiva política melhor.

O mercado segue esperando o anúncio das medidas e, apesar da demora, mantemos a visão de que o presidente Lula será pragmático e endossará o ajuste necessário para trazer o déficit primário estrutural para perto de zero em 2026. Isso ainda não é suficiente para estabilizar a dívida, o que requer um superávit primário da ordem de 2% do PIB, mas será um avanço relevante com impacto positivo.

Sem o ajuste, o dólar vai passar rapidamente de R\$ 6,00 e vai seguir em alta. Em 2026, teríamos um dólar a R\$ 7,00 ou mais, uma inflação de 7% ou mais e um crescimento de 1% ou menos. Um quadro de crise que dificultaria sobretudo a perspectiva político-eleitoral do partido incumbente.

**Com relação ao quadro global,** nos EUA tivemos a eleição de Trump com o partido Republicano levando também a maioria nas duas casas do Congresso — o que fortalece a perspectiva de implementação das propostas de campanha. Contudo, isso implicaria em um forte aumento da inflação, aumento de juros e, eventualmente, uma recessão.

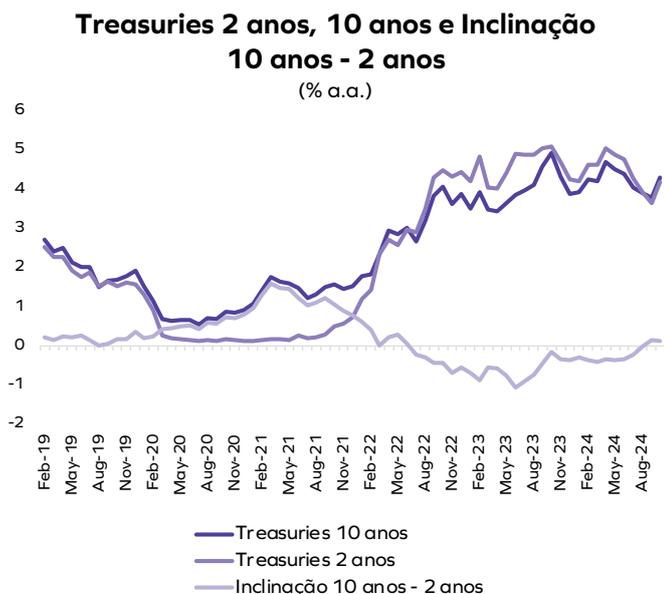
Tarifas lineares de 10% sobre as importações podem gerar cerca de 1,50 p.p. a mais de inflação. Ao mesmo tempo, deportações em massa criariam uma escassez de mão de obra e teriam um impacto inflacionário estimado em cerca de 1,50 p.p.

A vitória de Trump está relacionada, em grande parte, ao descontentamento do americano médio com a inflação e, por isso, seria surpreendente imaginar o novo governo dando um choque inflacionário. Desta forma, entendemos que o cumprimento das promessas de campanha vai se dar de maneira modulada, de tal forma que os impactos inflacionário e recessivo sejam mitigados.

No que tange às tarifas, a China não deve escapar de uma tarifa de 60%, mas o impacto depende de que itens e a partir de qual volume. O México também deve ter alguma barreira adicional. Além disso, alguns setores específicos, como o automobilístico, devem ter uma proteção extra. O restante da agenda deve trazer tarifas menores — mais focadas e distribuídas no tempo, de tal forma que o impacto inflacionário seja contido.

Nessas condições, é provável que o Fed reduza a velocidade dos cortes de juros, intercalando-os entre reuniões, mas que continue reduzindo os Fed Funds pelo menos até 4% a.a. em 2025. A partir daí, o ajuste fino vai depender do cenário de inflação à frente.

Gráfico 4



A expectativa sobre a indicação do responsável pela economia permanece. O favorito é um antigo gestor de Soros, Scott Bessent, que durante a campanha defendeu o plano 3-3-3 — reduzir o déficit para 3% do PIB, gerar um crescimento de 3% e aumentar em 3 milhões de barris/dia a produção de petróleo.

Ainda que esse roteiro exija detalhamento, já contém elementos que dão certa consistência às políticas. A redução do déficit seria uma pressão para baixo nas taxas de juros de mercado, enquanto a queda de preço decorrente do aumento da produção de petróleo abriria um espaço para absorver o choque das tarifas.

**Trump deverá ser um presidente pragmático, que não vai sacrificar sua popularidade no início do governo com um conjunto de medidas que provocam inflação e desemprego, pois isso simplesmente não faz sentido.**

De qualquer modo, é um quadro em que o chamado excepcionalismo americano fica ainda mais evidente. Os Estados Unidos seguem crescendo mais, protegidos por tarifas, com juros mais altos — o que fortalece o dólar. No entanto, o mercado financeiro já antecipou bastante essa dinâmica e, se estivermos corretos a respeito de um Trump mais pragmático, é provável que os equilíbrios de dólar e de juros sejam mais baixos do que o mercado enxerga neste momento.

Neste ambiente, o núcleo do PCE cairia um pouco mais, para 2,50% ao final de 2025, permitindo que a taxa dos Fed Funds caia para 4,0% a.a. Os títulos do Tesouro de 10 anos oscilariam entre 4,00% e 4,50%, com o índice DXY caminhando para 102 pontos, com fluxos de capitais para mercados emergentes ganhando volume a partir de meados de 2025.

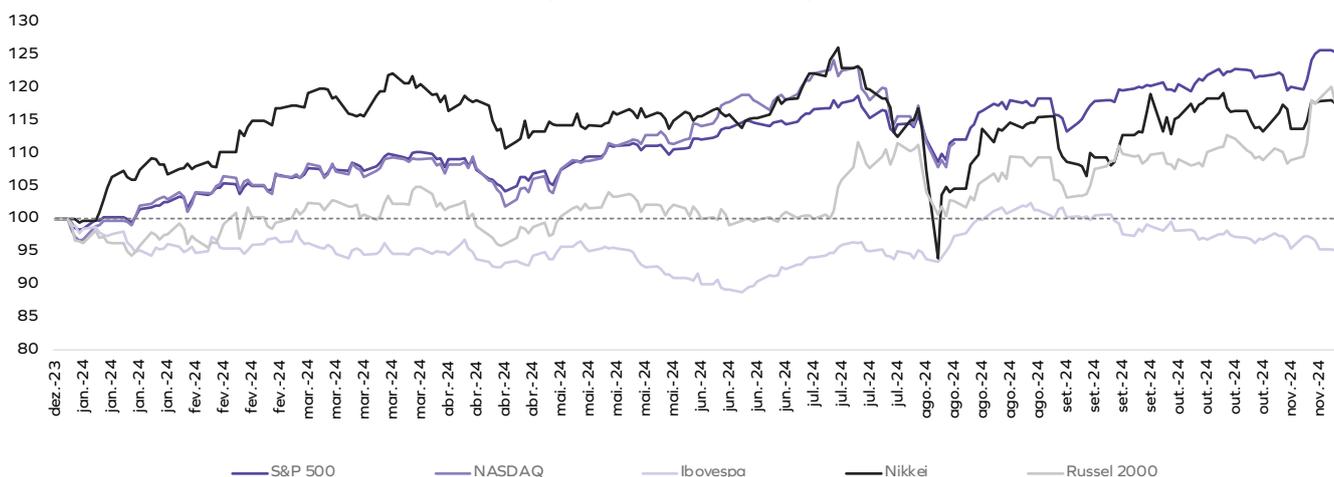
Se Trump adotar uma postura mais dura — impondo tarifas a todos parceiros comerciais e atuando para deportar trabalhadores ilegais —, haverá um impacto forte sobre a inflação, que levaria a uma alta das taxas de juros e, provavelmente, a uma recessão. Os títulos do Tesouro de 10 anos terminariam o ano em torno de 5,00%, levando o DXY para 108 pontos e criando um quadro desfavorável para os fluxos de capitais para mercados emergentes.

**Em termos de exposição da carteira, a alocação internacional continua a favorecer um portfólio balanceado com ações e renda fixa. O chamado portfólio 60/40 segue como um referencial para o investimento no exterior.**

No cenário base, que tem um Trump pragmático, as taxas do título de 10 anos devem oscilar entre 4,00% e 4,50%, oferecendo um carregamento razoável ao mesmo tempo em que funciona como uma proteção contra os riscos geopolíticos. No que tange às ações, a perspectiva de crescimento e desregulamentação da economia americana assegura um ambiente favorável. Por essa razão, revisamos o alvo do S&P 500 de 6.200 pontos para 6.500 pontos.

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

Gráfico 5



## Visão sobre as principais commodities

**Petróleo:** fragilidade da demanda e perspectiva de aumento da oferta dos EUA indicam que o Brent deve oscilar entre US\$ 65 e US\$ 85 por barril em 2025.

**Minério de Ferro:** balanço de oferta e demanda deve ficar mais equilibrado em 2025 e o preço do minério deve ficar entre US\$ 80 e US\$ 100 por tonelada.

**Cobre:** balanço de oferta e demanda deve seguir apertado e preço médio do cobre deve ficar em torno de US\$ 10.250 por tonelada.

**Ouro:** dólar forte e alta das Treasuries reduzem apelo do ouro, que, no entanto, deve seguir oscilando próximo dos níveis recordes de US\$ 2.600 por onça troy.

## CENÁRIOS

O desenho do cenário e as perspectivas dos preços dos ativos dependem de duas incógnitas. No âmbito global, o tipo de política econômica que Trump adotará vai influenciar o nível das taxas de juros nos EUA e a força do dólar.

No entanto, ainda que o quadro global seja de suma importância, a trajetória dos ativos será um resultado direto das escolhas fiscais do governo Lula.

Assumindo que Trump terá um discurso radical, mas uma política pragmática, desenhamos três cenários para a economia brasileira. Cada um deles é definido pela credibilidade que o ajuste fiscal vai conquistar. Para cada cenário, temos um ambiente de negócios e, conseqüentemente, um vetor de preços de ativos.

### Cenário Otimista

O pacote fiscal produz um choque de credibilidade e gera uma rápida reversão das expectativas. O real se valoriza e o dólar fecha 2024 cotado a R\$ 5,40. A apreciação do câmbio e a melhora da percepção de risco ajudam a estancar a deterioração das expectativas — o que permite ao BC encerrar o ciclo de aperto da Selic em 12,75% a.a., em março.

A convergência da inflação permitiria iniciar um ciclo de afrouxamento no último trimestre de 2025, levando a taxa Selic para 11,00% a.a. no fechamento do ano.

### Cenário Base

A demora na apresentação do ajuste gera ceticismo com relação à aprovação e à implementação das medidas — afinal, quem já mudou a meta uma vez pode repetir o movimento. Ainda assim, o pacote contribui para reduzir o risco de uma dinâmica explosiva da dívida.

O câmbio estabiliza em torno de R\$ 5,80 e a inflação (IPCA) para 2025 ficaria em 4,70%. A taxa Selic subiria até 13,25% em março de 2025, com dois movimentos de 0,75 p.p. e um movimento residual de 0,50 p.p. fechando o ciclo. A percepção de inflação sob controle permite uma acomodação das taxas de juros e, se tudo correr bem, haveria espaço para iniciar um ciclo de afrouxamento no final de 2025.

### Cenário Pessimista

O pacote fiscal decepciona e leva a uma deterioração adicional das expectativas. Ao prevalecer a percepção de que o conduta fiscal será irresponsável, repetindo o governo Dilma, o dólar dispara, os juros sobem, os ativos desvalorizam e a economia entra em recessão.

O câmbio deprecia, com o dólar cotado a R\$ 6,50 no final de 2024 e R\$ 7,00 no final de 2025. O IPCA de 2025 chega a 7% e o PIB cresce apenas 1%, enquanto a dívida líquida em relação ao PIB sobe para 85% em 2025 e chega a 91% em 2026.

## ALOCAÇÃO

As sugestões de alocação da Monte Bravo buscam um equilíbrio entre risco e retorno e são pensadas como carteiras de investimentos cujos ativos sejam carregados por, pelo menos, três anos. Nós partimos do princípio de que a alocação é a decisão singular mais importante na rentabilidade de uma carteira, correspondendo a algo entre 70% e 95% da rentabilidade no longo prazo.

O time de Análise constrói os portfólios com base em previsões de retorno, risco e correlação de longo prazo. Buscamos identificar alocações de ativos que atendam aos objetivos de retorno e risco da maneira mais eficiente possível. Os portfólios também são avaliados mensalmente para averiguar a necessidade de balanceamento.

Todos os portfólios visam uma ampla diversificação, com alocação de recursos em várias classes de ativos. Desta forma,

eles se tornam adequados para servir como alvos de alocação de uma carteira de investimentos.

O portfólio Arrojado busca crescimento de longo prazo, aceitando uma volatilidade de 9% a 10% ao ano para ter ganhos de 5 a 8 p.p. acima do CDI. O portfólio Dinâmico busca superar o CDI em 3 a 5 p.p. com uma volatilidade de 4% a.a., enquanto o perfil Moderado almeja um ganho de CDI + 2 p.p. com um risco de 3% a.a. Por fim, o perfil Conservador aceita uma volatilidade máxima inferior a 2% a.a. para ter um pequeno ganho frente ao CDI.

Tradicionalmente, apresentamos apenas o cenário de maior probabilidade. Porém, dada a incerteza com relação às medidas de ajuste fiscal, optamos por discutir propostas de alocação para cada um dos cenários estudados. Na sequência, apresentamos a dinâmica esperada dos ativos em cada cenário e proposta de alocação, por perfil, para cada desfecho.

Gráfico 6

### Carteira Sugerida Monte Bravo

Novembro - 24

Cenário Otimista	Classe	Benchmark	R[E] 12 m	Perfil			
				Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
	Renda Fixa Pós	CDI	12,39	60,0	20,0	7,0	5,0
	Renda Fixa Pré	IRF-M	15,31	15,0	20,0	20,0	20,0
	Renda Fixa Inflação	IMA-B	15,75	25,0	25,0	35,0	38,0
	Multimercado	IHFA	14,87		12,0	7,0	4,0
	Fundos Imobiliários	IFIX	18,00		9,0	10,0	10,0
	Renda Variável	Ibovespa	25,26		10,0	15,0	16,0
	Alternativos	Não possui	16,93		2,0	3,0	4,0
	Internacional	60 /40 em R\$	-2,26		5,0	3,0	3,0
<b>Objetivo de retorno de CDI+</b>				<b>0,5-1,0</b>	<b>1-3</b>	<b>3-5</b>	<b>5-8</b>
<b>Volatilidade anual esperada</b>				<b>1,0-2,0</b>	<b>2-4</b>	<b>4-8</b>	<b>6-12</b>

\* 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.

### Dinâmica dos Ativos – Horizonte de 12 meses à frente

CDI projetado de 12,4% ante um IPCA de 4,2% resulta em juros reais de 7,9%

Renda Fixa: o cupom da NTN-B 2045 cai para 6,00%, refletindo a queda do risco e da inflação, gerando um retorno de 19%. A curva de juros se desloca para baixo, caindo mais de 1,00 p.p. no trecho curto e quase 2,00 p.p. no trecho longo.

IFIX: impulsionado pela queda dos juros, os fundos imobiliários se valorizam, oferecendo um retorno de 18,00%.

Ibovespa: fecha o ano em 145 mil pontos e segue em alta, atingindo 160 mil pontos — um retorno de 25,3%.

### Ajustes nas Alocações

Aumento em renda fixa, com foco nos papéis indexados à inflação de prazo mais longo, cujo retorno projetado é de 19%;

Reduções em renda variável e em pós-fixados para financiar o aumento da exposição na B longa.

Carteira Sugerida Monte Bravo

Novembro - 24

Cenário Base			Perfil			
Classe	Benchmark	R[E] 12 m	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	13,3	60,0	20,0	<b>7,0</b>	5,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	14,3	15,0	20,0	<b>20,0</b>	20,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	14,0	25,0	25,0	<b>35,0</b>	38,0
Multimercado	IHFA	15,9		12,0	<b>7,0</b>	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX	14,0		9,0	<b>10,0</b>	10,0
Renda Variável	Ibovespa	13,5		10,0	<b>15,0</b>	16,0
Alternativos	Não possui	14,2		2,0	<b>3,0</b>	4,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds	5,0		5,0	<b>3,0</b>	3,0
<b>Objetivo de retorno de CDI+</b>			<b>0,5-1,0</b>	<b>1-3</b>	<b>3-5</b>	<b>5-8</b>
<b>Volatilidade anual esperada</b>			<b>1,0-2,0</b>	<b>2-4</b>	<b>4-8</b>	<b>6-12</b>

\* 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.

Dinâmica dos Ativos – Horizonte de 12 meses à frente

CDI projetado de 13,3% ante um IPCA de 4,7% resulta em juros reais de 8,2%

Renda Fixa: o cupom da NTN-B 2045 cai para a faixa de 6,50%, refletindo uma melhora residual na percepção de risco, o que gera um retorno de 14,70%. As taxas futuras de juros recuam de 0,50 a 1,00 ponto percentual.

Ibovespa: flutua em torno dos 125 mil pontos, com um retorno esperado de -2,1%.

IFIX: apresenta uma valorização moderada que, se somada aos dividendos isentos de IR, proporciona um retorno anual de 14%.

Ajustes nas Alocações

Neste cenário, as projeções de retorno dos ativos superam o CDI, mas não o suficiente para justificar uma alocação mais ampla. Por isso, a recomendação é um portfólio mais defensivo;

Aumento expressivo na parcela pós e leve incremento em prefixados;

Reduções em renda variável e nos papéis indexados à inflação de prazo mais longo, pois estes são as classes com maior risco.

Carteira Sugerida Monte Bravo

Novembro - 24

Cenário Pessimista			Perfil			
Classe	Benchmark	R[E] 12 m	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	13,5	60,0	20,0	<b>7,0</b>	5,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	10,43	15,0	20,0	<b>20,0</b>	20,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	10,95	25,0	25,0	<b>35,0</b>	38,0
Multimercado	IHFA	16,20		12,0	<b>7,0</b>	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX	7,56		9,0	<b>10,0</b>	10,0
Renda Variável	Ibovespa	21,71		10,0	<b>15,0</b>	16,0
Alternativos	Não possui	13,39		2,0	<b>3,0</b>	4,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds	14,94		5,0	<b>3,0</b>	3,0
<b>Objetivo de retorno de CDI+</b>			<b>0,5-1,0</b>	<b>1-3</b>	<b>3-5</b>	<b>5-8</b>
<b>Volatilidade anual esperada</b>			<b>1,0-2,0</b>	<b>2-4</b>	<b>4-8</b>	<b>6-12</b>

\* 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.

## Dinâmica dos Ativos – Horizonte de 12 meses à frente

CDI projetado de 13,5% ante um IPCA de 7,0% resulta em juros reais de 6,1%

Renda Fixa: o cupom da NTN-B 2045 sobe para 7,25%, gerando um retorno de 10,90%, enquanto as taxas futuras disparam e superam a marca de 15,00%.

Ibovespa tem queda acentuada, atingindo 100.000 pontos, um retorno de -21,7%.

IFIX: desvalorização devido à alta dos juros, mas carregado dá um retorno de 7,6%.

## Ajustes nas Alocações

Este é um cenário de crise em que os ativos domésticos tendem a perder valor. Por isso, a recomendação é um portfólio claramente defensivo.

Aumento expressivo na parcela pós-fixada e na posição de Investimentos no Exterior;

Zeragem das posições em renda variável, FIs, multimercados e redução significativa na renda fixa prefixada e indexada à inflação — em especial papéis indexados à inflação de prazo mais longo.

Gráfico 9

Cenário	Otimista					Base			Pessimista		
Fiscal - medido pelo primário no Focus	Pacote melhora Focus					Pacote viabiliza Focus			Pacote deteriora Focus		
Meta de Inflação - medida pelas expectativas	BC busca meta					BC busca meta			BC estoura teto		
Probabilidades	45%					50%			5%		
Variáveis Macro	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2024p	2025p	2026p	2024p	2025p	2026p
<b>PIB (% a.a.)</b>	3,00	2,90	3,20	2,50	2,50	<b>3,20</b>	<b>1,70</b>	<b>2,30</b>	3,20	1,50	1,00
<b>IPCA (% a.a.)</b>	5,80	4,60	4,80	3,25	3,00	<b>5,00</b>	<b>4,70</b>	<b>3,30</b>	5,00	6,20	7,00
<b>Selic (% a.a. final de ano)</b>	13,75	11,75	11,75	11,00	9,50	<b>12,00</b>	<b>12,50</b>	<b>10,00</b>	12,25	15,00	15,00
<b>Câmbio (R\$/USD final de ano)</b>	5,22	4,84	5,40	5,47	5,52	<b>5,80</b>	<b>5,96</b>	<b>6,03</b>	6,20	6,50	7,00
<b>Juro Real (% a.a.)</b>	7,72	6,84	6,63	7,51	6,31	<b>6,67</b>	<b>7,45</b>	<b>6,49</b>	6,90	8,29	7,48
<b>Resultado Primário (% PIB)</b>	1,28	-2,30	-0,70	-0,25	0,00	<b>-0,70</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,50</b>	-0,70	-1,10	-1,30
<b>Dívida Bruta / PIB (% PIB)</b>	71,7	74,3	79,0	82,9	86,2	<b>78,9</b>	<b>83,8</b>	<b>87,6</b>	79,2	84,7	91,0
<b>Varição Anual Dívida / PIB</b>	-6,3	2,6	4,6	4,0	3,2	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>	4,9	5,7	6,3

# Cenário Macroeconômico

## Internacional

**A vitória de Donald Trump na eleição presidencial colocou dúvidas importantes no cenário econômico americano**, como discutimos na sessão de estratégia. Nossa expectativa é que o novo governo seja pragmático no que diz respeito a política econômica, evitando medidas que gerem impactos significativos na inflação e elevem o risco de recessão da economia.

O cenário de pouso suave — com moderação do mercado de trabalho e inflação em trajetória de convergência para a meta — se mantém como o mais provável após a divulgação de dados recentes. A economia dos EUA cresceu 2,8% na margem no 3º trimestre de 2024 e o destaque ficou para o consumo e os investimentos privados, que compõem a demanda doméstica, crescendo 3,2% na margem. No 4º trimestre, os indicadores sinalizam continuidade do crescimento, com crescimento de 2,5% na margem no 4T24 — terminando com alta de 2,8% em 2024.

Por outro lado, o mercado de trabalho tem moderado o ritmo de crescimento. A velocidade de abertura de vagas desacelerou: a média móvel de 6 meses recuou de 207 mil vagas em junho para 132 mil vagas em outubro. Os pedidos voluntários de demissão também sofreram forte desaceleração, passando de 2,3% em setembro de 2023 para 1,9% do total de trabalhadores empregados em setembro desse ano. Essa perda de velocidade indica que o mercado de trabalho está menos aquecido.

O núcleo do CPI e do PCE seguiram em trajetória de desinflação, com as médias móveis de 6 meses atingindo 2,6% e 2,3% em setembro, respectivamente. A deflação de bens se intensificou nos últimos meses, enquanto os serviços tiveram um processo de desinflação gradual.

Durante a entrevista após a reunião de novembro do FOMC, que ocorreu depois da eleição presidencial, o presidente do Federal Reserve **Jerome Powell disse que o banco central americano não reagirá a especulações sobre os políticos. Powell apontou que existem diversos fatores influenciando o cenário ao mesmo tempo, de modo que é preciso avaliar o efeito líquido das eventuais mudanças.**

**Portanto, a expectativa é que o Fed prossiga com o ciclo de corte de juros e reduza a taxa dos Fed Funds para 4,5% a.a. na reunião de dezembro desse ano.** Ao longo de 2025, a continuidade do ciclo de corte deverá reduzir a taxa de juros para 3,5%.

Considerando que o início do novo governo de Trump seja marcado por várias medidas que podem impactar a economia, o Fed deve optar por fazer cortes em reuniões alternadas a partir de 2025 visando avaliar os impactos das medidas na inflação e no mercado de trabalho. Assim, o banco central dos EUA optaria por reduzir os juros em 25 p.b. uma vez por trimestre a partir da reunião de março de 2025.

**Na China, o governo anunciou medidas de estímulo, mas frustrou parte das expectativas.** O comitê permanente do congresso chinês decidiu focar somente na emissão de 10 trilhões de yuans em títulos especiais do governo central para viabilizar um programa de swap (troca) de dívidas dos governos locais de 2024 a 2028. A emissão desses títulos ficou acima das expectativas do mercado, que projetava 6 trilhões de yuans, mas a frustração veio da ausência de emissão de dívida do governo central para recapitalizar os bancos e estimular o consumo — o mercado projetava 2 trilhões de yuans adicionais referentes a esses títulos.

Houve uma sinalização do governo que novas medidas serão anunciadas, em especial para estimular o consumo. **A expectativa de crescimento do PIB está em 4,9% para 2024, com a atividade acelerando o ritmo de crescimento de 4,6% no 3º trimestre para 5,0% no 4º trimestre na comparação anual. Para 2025, mantemos a expectativa de novas medidas de estímulo que permitirão que o crescimento fique em 4,5%.**

## Brasil

A economia brasileira segue surpreendendo positivamente. Dados mostram um mercado de trabalho aquecido, consumo sólido e os investimentos crescendo. A taxa de desemprego atingiu 6,4% em setembro com forte alta da população ocupada, que atingiu o recorde de 103 milhões.

O aumento do emprego, juntamente com os ganhos dos salários reais, resultou no crescimento da massa salarial, que

também atingiu nova máxima da série histórica. O aumento das concessões de crédito e o elevado patamar da massa salarial estão estimulando o crescimento do consumo, em especial, de bens duráveis como automóveis e eletroeletrônicos. As vendas do varejo ligadas ao crédito cresceram 3,3% na margem no 3º trimestre, acelerando ante a alta de 2,4% no 2º trimestre.

O setor de serviços também tem sido beneficiado pelo aumento do consumo e terminou com alta de 1,3% na margem no 3T24, com destaque para os serviços prestados às famílias e ligados à tecnologia e informação. Além disso, os investimentos também estão em recuperação e acumularam alta de 4,1% na margem no trimestre até agosto. O forte crescimento da produção e importação de máquinas e equipamentos, juntamente com a construção civil, explica esse forte desempenho.

**Com a boa performance dos dados de atividade de setembro, a projeção para o crescimento do PIB do 3º trimestre foi revisada de 0,6% para 0,8% na margem, o que resultou na elevação da nossa projeção do PIB em 2024 de 3,0% para 3,2%. Como discutido na sessão de estratégia, a projeção para 2025 ficará condicionada às políticas econômicas de Donald Trump e, principalmente, ao anúncio das medidas fiscais.**

A inflação, por outro lado, tem surpreendido negativamente, com composição menos benigna e disseminação da alta de preços. Os núcleos de inflação subiram para 4,0% em termos anuais em outubro, após atingir 3,5% em abril desse ano — no melhor momento da desaceleração da inflação.

A reversão da trajetória dos núcleos reflete o crescimento da economia acima do potencial, o mercado de trabalho aquecido e o repasse da depreciação cambial recente. Esses impactos ficam claros na dinâmica do núcleo de serviços, que acelerou de 4,5% para 5,3% em termos anuais entre junho e outubro desse ano. Da mesma forma, a inflação de bens reverteu sua tendência de queda e subiu de 1,1% para 1,7% em termos anuais entre maio e outubro de 2024.

Além da mudança de tendência da inflação no 2º semestre desse ano, o balanço de riscos prospectivos para a inflação também deteriorou nos últimos meses com a desancoragem das expectativas de inflação, as incertezas fiscais, a economia crescendo acima da capacidade e a depreciação da taxa de câmbio. Essa piora está evidente no aumento das projeções de inflação do Banco Central para o horizonte relevante da política monetária, que passaram de 3,3% para 3,5% no 2º trimestre de 2026.

Considerando a continuidade da deterioração do balanço de riscos, revisamos o ciclo de aperto dos juros. **Elevamos a taxa Selic terminal de 12,00% para 13,25% a.a. em nossas projeções, com a aceleração do ritmo de alta para 0,75 p.p. nas reuniões de dezembro e janeiro de 2025, seguido por uma alta de 0,50 p.p. em março de 2025.**

A arrecadação segue surpreendendo positivamente, o que em parte é o reflexo da boa performance da economia. No acumulado do ano, a arrecadação cresceu 9,7% em termos reais até setembro, mas é importante destacar que os impactos da reoneração dos combustíveis e da tributação dos fundos exclusivos e offshore explicam boa parte dos ganhos de arrecadação.

Apesar do crescimento das receitas, a velocidade de crescimento das despesas também segue elevada — 6,4% em termos reais até setembro. O destaque desse resultado é o crescimento dos gastos com BPC, bem como abono salarial e seguro-desemprego, que subiram 16,2% e 7,2%, respectivamente.

Considerando a melhora da arrecadação, revisamos a projeção de resultado primário consolidado — que passou de déficit de 0,8% para 0,7% do PIB em 2024.

**A projeção para 2025 está condicionada ao anúncio das medidas fiscais e os seus impactos no próximo ano. Nossa expectativa é que as medidas tenham impacto de R\$ 30 bilhões em 2025, levando o resultado primário consolidado para déficit de 0,5% do PIB.** Com relação às medidas, avaliamos que as medidas estruturais anunciadas serão mais importantes que o montante de corte de gastos para 2025 e 2026.

A limitação do reajuste do salário-mínimo ao teto de 2,5% permitido pelo arcabouço para o crescimento real das despesas. Além disso, a inclusão das despesas de saúde, educação e benefícios sociais dentro do limite do arcabouço são sinalizações importantes para a sustentabilidade de médio prazo das contas públicas.

O déficit em conta corrente tem deteriorado com a redução do saldo da balança comercial e o aumento do déficit da conta de serviços e rendas. O bom desempenho da economia resultou em maior crescimento das importações — o que reduziu o superávit comercial de US\$ 67,1 bilhões para US\$ 52,9 bilhões no acumulado de janeiro a setembro de 2023 para 2024.

Em paralelo, a conta de serviços, que inclui gastos com transportes, viagens e importação de serviços, também apresentou piora no déficit e passou de US\$ 28,7 bilhões para US\$ 36,5 bilhões no mesmo período. Essa dinâmica resultou no aumento de US\$ 14,0 bilhões do déficit em conta corrente, que chegou a US\$ 37,2 bilhões no acumulado do ano até setembro.

**A projeção para o déficit em conta corrente foi revista US\$ 45,8 bilhões para US\$ 52,3 bilhões em 2024, devido ao**

**menor superávit comercial e o maior déficit na conta de serviços e remessa de lucros e dividendos.** Considerando as entradas de investimento estrangeiro direto, os investimentos em renda fixa e renda variável e as saídas de amortizações de dívida externa privada e pública, o saldo do mercado de câmbio deverá ser negativo em US\$ 25,3 bilhões — cerca de US\$ 5 bilhões acima do observado em 2023. Essa menor sobra de dólares, juntamente com as incertezas fiscais e externas, levou a revisão da projeção da taxa de câmbio de R\$ 5,20 para R\$ 5,80 por dólar para dezembro deste ano.

## Renda Variável

Vamos atualizar nossas perspectivas para o Ibovespa e avaliar os fatores que determinarão a trajetória do índice. O nosso time de Análise passou a considerar três cenários. Em todos eles, estamos assumindo que Donald Trump terá um discurso radical, mas será pragmático no comando da Casa Branca, ou seja, terá incentivos para manter a inflação controlada — o que diminui a chance das promessas de campanha serem implementadas sem mitigação.

Desta forma, o que vai mudar em nosso cenário será a resposta do mercado ao pacote fiscal que está em gestação dentro do governo federal. Essa resposta é muito importante, pois se o pacote for bem recebido, podemos vislumbrar um cenário macro menos desafiador em 2025. Este cenário possibilitaria ao Copom subir menos a Selic do que está precificado pelo mercado e iniciar uma política de corte de juros em algum momento entre o final de 2025 e o começo de 2026.

Em nosso cenário otimista, que passa por um pacote fiscal melhor do que o mercado espera, teríamos uma resposta positiva dos mercados que deveria levar a uma valorização do Ibovespa e demais ativos de risco no Brasil.

Nesse cenário, **o Ibovespa deveria fechar o ano de 2024 em 145 mil pontos e 2025 em 160 mil pontos com alguma expansão de múltiplos e no lucro das companhias.** Além da parte “financista”, as companhias — em um cenário menos incerto — continuariam a performar de maneira positiva com crescimento de receita, melhoria de margens e crescimento de lucros.

No cenário que o pacote apresentado vem em linha com o que o mercado espera, teríamos uma reação modesta. A maioria das variáveis ficaria no mesmo lugar, tornando o trabalho do BC em trazer a inflação para a meta mais difícil — o que resultaria em uma Selic mais alta e sem expectativas de redução nos próximos 18 meses.

**Esse cenário que nos parece mais ou menos precificado pelo mercado levaria o Ibovespa para os 145 mil pontos em 2025.** A pressão de uma Selic mais alta por mais tempo tornaria o cenário de expansão de lucros menos intenso e uma expansão de múltiplos inexistente.

No cenário em que o Governo entrega um pacote fiscal abaixo do que o mercado espera, teríamos um BC tendo que levar a Selic para patamares acima do que se projeta hoje. Neste cenário, as variáveis começam a se retroalimentar — com o câmbio andando e pressionando a inflação e as expectativas aumentando em um processo bastante danoso.

Neste último cenário, teríamos juros mais altos impactando os resultados das companhias e uma retração nos múltiplos em que o Ibovespa negocia atualmente. Além dos juros impactando o resultado financeiro, o cenário de crise de credibilidade teria um impacto relevante em decisões de investimento, o que levaria uma redução adicional no lucro das companhias.

**Nesse cenário, esperamos que o Ibovespa feche o ano de 2025 nos 100 mil pontos.**

## Cenários IBOVESPA - 2025

	Pessimista	Base	Otimista
Projeção LPA 2025 (R\$/ ação)	16.000	17.500	18.000
Múltiplo - Preço/Lucro	6,25	8,25	9
Ibovespa projetado (2025)	100 mil pontos	145 mil pontos	160 mil pontos

Elaboração e Projeção: Monte Bravo.

Como vocês podem notar, estamos com cenários mais conservadores do que estávamos alguns meses atrás. No entanto, mesmo nesse cenário — com exceção do pessimista — enxergamos a Bolsa como um investimento capaz de adicionar rentabilidade para a carteira.

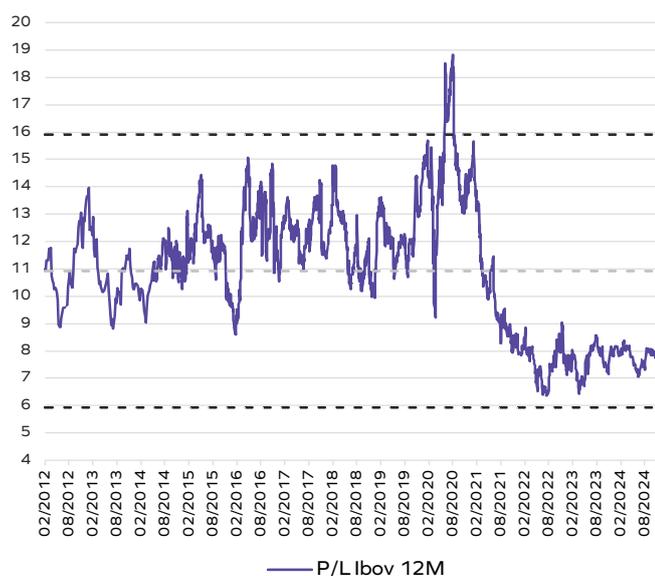
**Apesar da atratividade, temos um cenário complexo. Além da nossa questão fiscal, ele ainda depende de como será o segundo mandato do presidente Trump e como vai ser a resposta da China a possíveis tarifas.** Com isso em mente, continuamos com a preferência por uma alocação mais defensiva, focada em empresas que tem forte geração de caixa e em setores que temos maior previsibilidade.

Em um cenário de Trump menos pragmático, temos algumas dúvidas sobre como o preço das principais commodities irão se comportar, por isso uma alocação menor pode fazer sentido.

No momento, continuamos privilegiando os investimentos em Instituições Financeiras, Utilidades Públicas, Commodities nos ciclos Domésticos privilegamos uma exposição em shoppings e incorporação mais focada nas faixas do Minha Casa Minha Vida.

Gráfico 10a

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



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

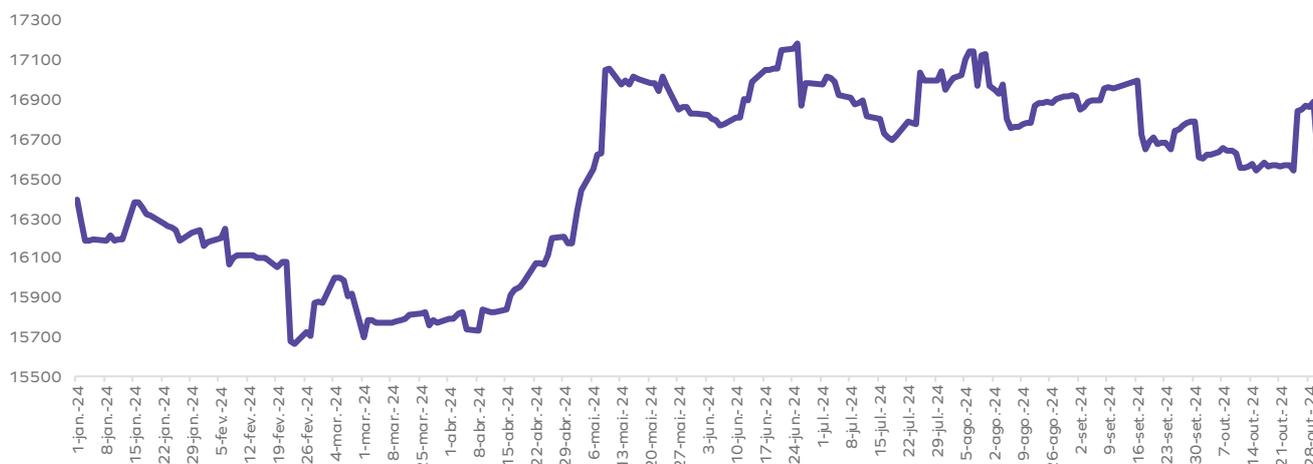
Gráfico 10b

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



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

## Lucro por Ação - Ibovespa (Próximos 12 Meses)



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

## Fundos Imobiliários

**O IFIX, índice de referência do mercado de fundos imobiliários, fechou outubro novamente em queda. Com o recuo de 3,06% no mês, o índice acumula performance negativa de 3,2% em 2024.**

Nenhum setor do IFIX teve performance positiva em outubro e apenas 18 dos 114 fundos que compõem o índice terminaram o mês com resultado positivo. A NTN-B 2035, que o mercado usa como referência para os fundos imobiliários, subiu de 6,45% para 6,75% — movimento de abertura superior ao do mês anterior.

Os fundos de recebíveis tiveram uma performance negativa e foram puxados pelos FIs que carregam mais IPCA. Conforme comentamos em nossas últimas cartas, esperávamos que o impacto do IPCA de agosto, quando o índice registrou uma deflação, refletiria em uma menor distribuição de dividendos dos FIs entre outubro e novembro e esse movimento acabaria por pressionar a cotação desses ativos. No entanto, não esperávamos uma correção tão forte, que foi o que acabou acontecendo.

**Aproveitando essa forte correção, mudamos nossa preferência de alocação no momento, passando de fundos mais alocados em CDI para fundos que tenham mais IPCA.** Essa mudança se baseia em dois pilares: (i) hoje podemos comprar bons portfólios de crédito com desconto relevante em seu valor patrimonial; e (ii) para os próximos meses teremos um cenário de inflação mais alta que proporcionará um aumento na distribuição de proventos.

**É importante destacar que este não é o momento de reduzir a exposição em ativos CDI+, pois entendemos que o ciclo de aumento de juros ainda deve continuar. O que estamos sugerindo é que os próximos aportes sejam feitos em papéis IPCA+.**

Em fundos de tijolo, mantemos nossa posição. Estamos com a janela de alocação aberta, com muitos fundos em bons momentos operacionais e negociando em patamares de preço nos quais temos uma boa margem de segurança. Apesar disso, entendemos que essa janela pode durar algum tempo e, por isso, podemos ir com calma em nossos aportes.

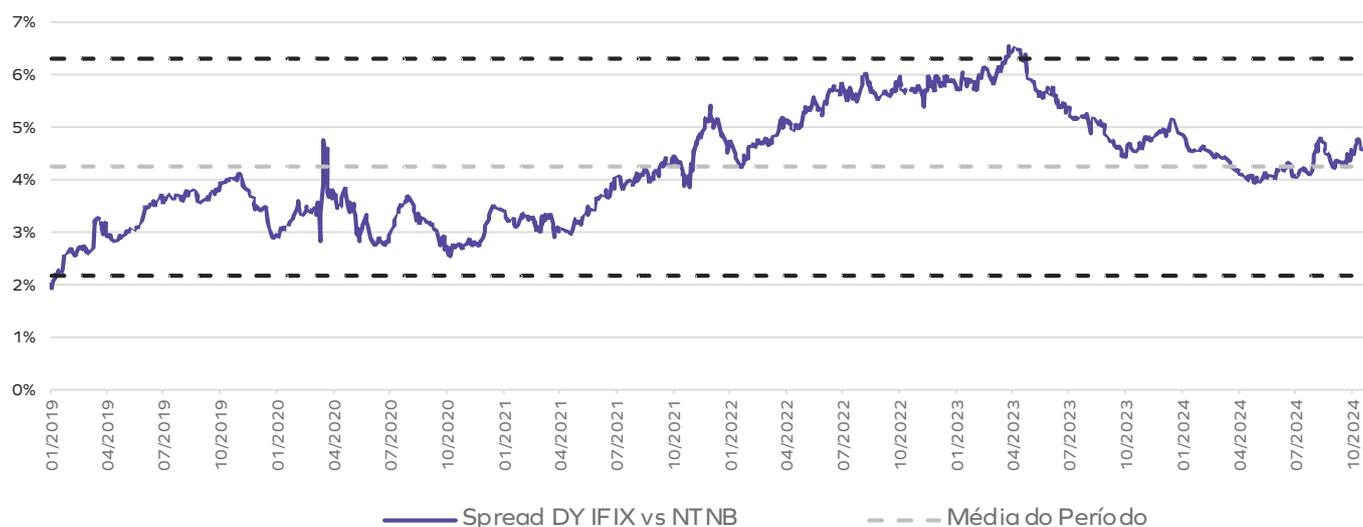
Nos setores da classe de tijolo, continuamos com a preferência — nessa ordem — por Logísticas, Renda Urbana, Shoppings e Lajes Corporativas. No momento, concentraríamos nossos aportes nos três primeiros setores.

Nossas preferências mensais funcionam mais como direcionamento para os eventuais novos aportes e/ou rebalanceamentos que serão feitos durante o mês.

**Apesar das preferências, achamos que uma carteira diversificada e bem alocada em bons fundos continua sendo a melhor estratégia para o investidor de FIIs no longo prazo.**

### Spread DY IFIX vs NTN35

Gráfico 12



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

## Renda Fixa

**As curvas de juros futuros do mercado americano subiram ao longo de outubro.** O movimento foi impulsionado pelo aumento da probabilidade de vitória de Donald Trump na eleição presidencial e, posteriormente, pela confirmação de sua eleição. **No cenário doméstico, as curvas de juros dos contratos futuros acompanharam a elevação das Treasuries, movimento amplificado pelas incertezas fiscais.**

As taxas futuras de juros do mercado doméstico registraram pressão por conta da contínua piora do cenário inflacionário e a postergação do anúncio das medidas fiscais pelo governo federal. A precificação do mercado futuro para a taxa Se-

lic terminal passou de 13,20% a.a. em meados de outubro para 13,90% a.a. na última quinta-feira (14).

**Esse movimento reflete as dúvidas em relação ao impacto das medidas fiscais e à piora da projeção de inflação do Banco Central para o segundo trimestre de 2026** — horizonte relevante para a política monetária —, que subiu de 3,5% para 3,6%. Diante do balanço de riscos assimétrico e das recentes surpresas nos dados de atividade econômica e inflação, revisamos nossa projeção para o ciclo de aperto monetário, com a Selic subindo de 12,00% para 13,25% ao ano.

Como discutido na seção de estratégia da Carta Mensal, o cenário atual está em um momento decisivo, com o aguardado anúncio das medidas fiscais no centro das atenções. Em um desfecho otimista, que inclui medidas fiscais estruturais com impacto estimado em cerca de R\$ 30 bilhões em 2025, espera-se um alívio na curva de juros doméstica, com a redução do prêmio de risco nos vértices médios e longos.

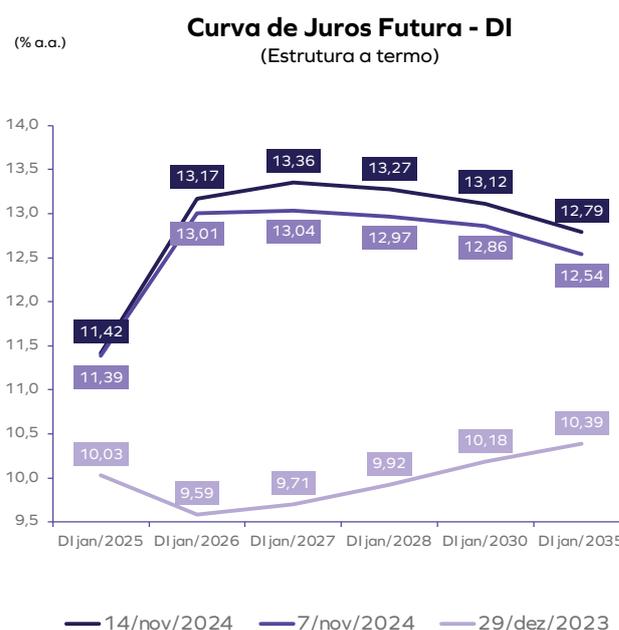
Nos Estados Unidos, o mercado continua precificando a possibilidade de pelo menos um corte de 25 pontos base na última reunião do Federal Reserve deste ano, embora tenha reduzido a expectativa para dois cortes em 2025. Mantemos a avaliação de que o Fed será mais cauteloso, optando por realizar um corte de 25 p.b. em dezembro deste ano. Ao longo de 2025, o Fed deve adotar cortes alternados entre as reuniões, com o primeiro previsto para março.

Nossa expectativa é de um total de 100 p.b. de cortes ao longo de 2025, embora reconheçamos a incerteza quanto ao impacto das medidas a serem anunciadas. Ainda assim, avaliamos que há espaço para o **Fed reduzir os juros** em pelo menos 50 p.b., o que levaria a taxa básica para 4,00% ao ano.

**Os cupons das NTN-Bs de longo prazo também foram pressionados pelas incertezas fiscais.** A NTN-B com vencimento em 2050 registrou alta no seu cupom, de 6,50% a.a. na metade de outubro para 6,77% a.a. na última quinta-feira. Mantemos a avaliação de que o nível atual dos cupons não é sustentável do ponto de vista fiscal. Entretanto, a redução das taxas desses títulos dependerá diretamente do anúncio das medidas fiscais: quanto maior o impacto e mais estrutural for o caráter dessas medidas, maior será o fechamento dos cupons.

Como já citamos nas últimas cartas, seguimos avaliando favoravelmente os créditos privados com boa avaliação de rating. Seguimos recomendando alocar em operações que possuem como benchmark o CDI ou IPCA mais um prêmio. No caso da curva prefixada, os prêmios são elevados em relação ao nosso cenário, mas nesse momento os créditos com benchmark prefixado estão sujeitos a maior volatilidade, — o que indica uma relação risco-retorno menos favorável em relação às operações com benchmark CDI ou IPCA.

Gráfico 13



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

## 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 prefixados 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.