

montebravo

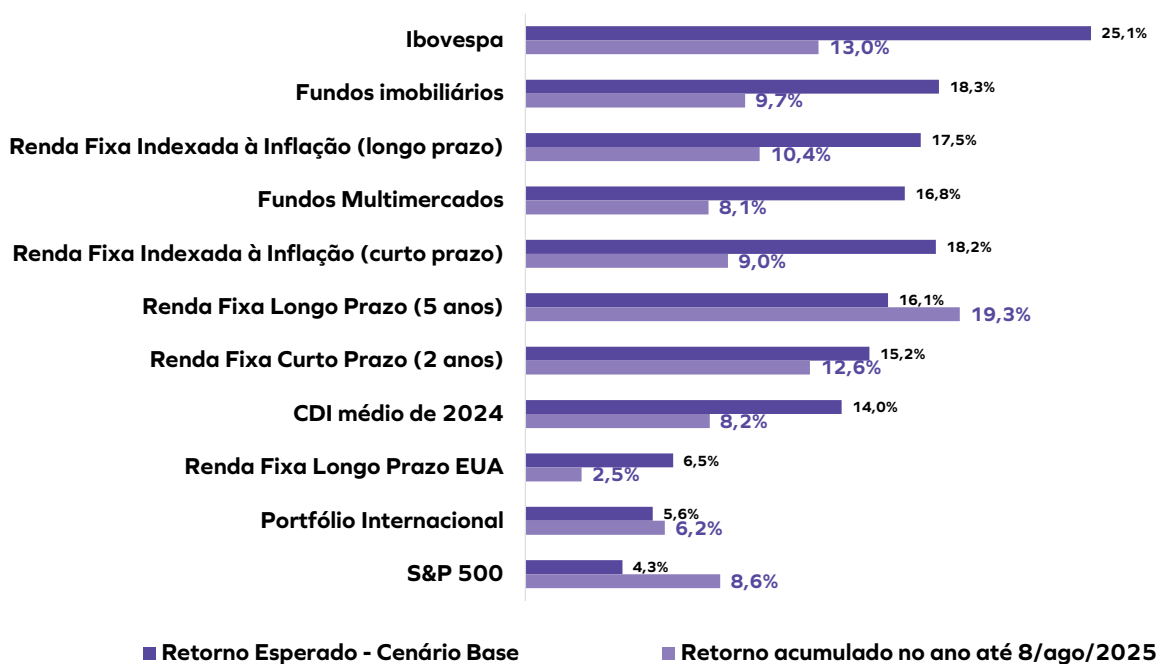
Carta mensal

**Choques tarifários não devem
frear o apetite global por
ativos brasileiros**

As tarifas foram surpreendentes e a reação do governo brasileiro desarticulada. Contudo, a perspectiva de corte de juros nos EUA fomenta uma dinâmica favorável para os ativos de risco e deve prevalecer sobre os riscos domésticos.

Gráfico 1

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



Fonte: Bloomberg Elaboração Monte Bravo.

Cenário recomenda carteira diversificada.

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
170.000 Pontos em 12 meses	Recebíveis	Prefixado NTN-B	Manter Exposição
Setores Preferidos:	Setores Preferidos:	Ativos Preferidos:	Ativos Preferidos:
Bancos Seguradoras Utilities Shoppings	Papéis Logística Shoppings Lajes	Pré até 5 anos NTN-B longa (para quem tem horizonte além de 2 anos)	Treasuries Bonds Brasil Russell 2000 S&P 500

Estratégia e alocação

O mês foi marcado pelo ressurgimento das tensões comerciais em âmbito global, com novas rodadas de tarifas unilaterais por parte de Trump. Apesar disso, os mercados globais de risco resistiram relativamente bem.

O destaque do mês foi a alta de 2,90% do DXY, índice do dólar, após meses de enfraquecimento. Este repique, no entanto, não foi suficiente para reverter o apetite por risco,

sustentado pela expectativa de cortes nas taxas de juros americanas.

No Brasil, porém, a surpresa com o tarifaço e suas implicações políticas, aliadas à incerteza fiscal, pesaram sobre os preços dos ativos. A alta de 2,66% do dólar pressionou os juros e derrubou a Bolsa.

Performance dos mercados em julho

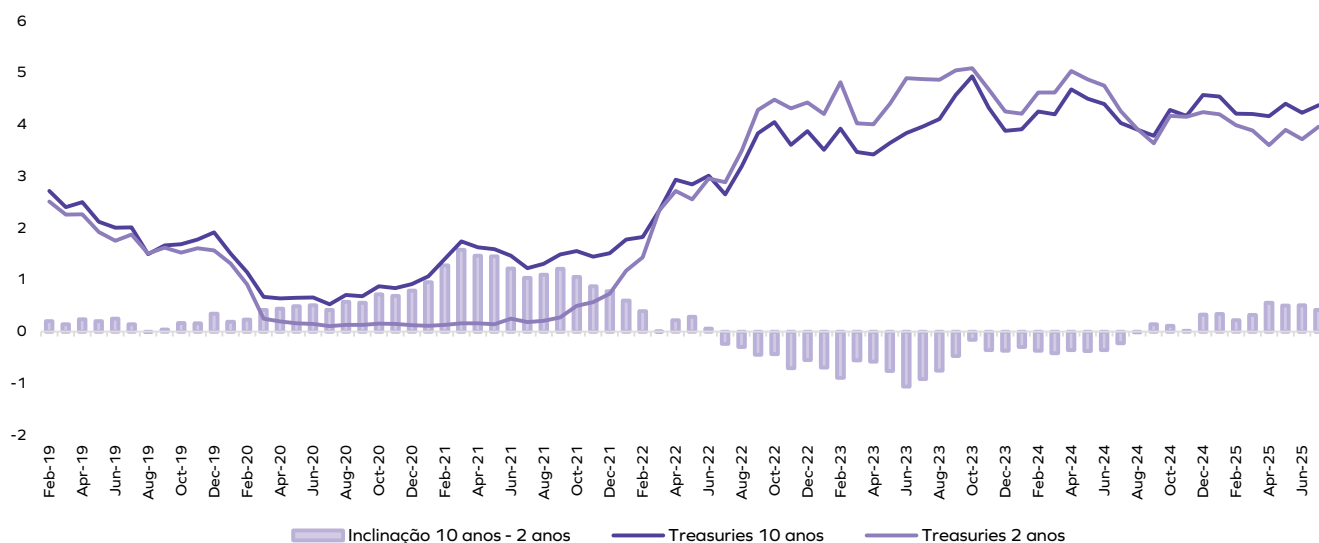
No Brasil, o Ibovespa recuou 4,17% em julho, refletindo a cautela com o cenário fiscal e as incertezas após o tarifaço de Trump, ainda assim, o índice acumula alta de 10,63% no ano. O índice de Small Caps (SMLL), mais sensível ao ciclo doméstico, caiu 6,36% no mês sob a pressão da alta dos juros, mas mantém alta de 18,38% em 2025.

Na renda fixa, o CDI fechou em 1,28% em julho, levando o acumulado do ano para 7,77%.

Os juros futuros se deslocaram para cima em cerca de 50 pontos-base nos trechos mais longos, refletindo o aumento da percepção de risco.

Treasuries 2 anos, 10 anos e Inclinação 10 anos - 2 anos (% a.a.)

Gráfico 2



A inclinação mede a diferença entre o termo de 10 anos e o termo de 2 anos

Fonte: Bloomberg | Elaboração: Monte Bravo.

Com isso, o IRF-M, referência dos prefixados, ainda teve leve alta de 0,29% no mês e acumula 11,10% no ano. Contudo, os papéis de prazo mais longo foram mais impactados: o Pré de 5 anos caiu 1,36% em julho, mas ainda sobe 17,47% em 2025. Já o IMA-B, benchmark dos títulos indexados à inflação, recuou 0,79% no mês, mantendo alta de 7,93% no ano. O IMA-B5+, mais longo, caiu 1,52% em julho, chegando a 9,06% no ano.

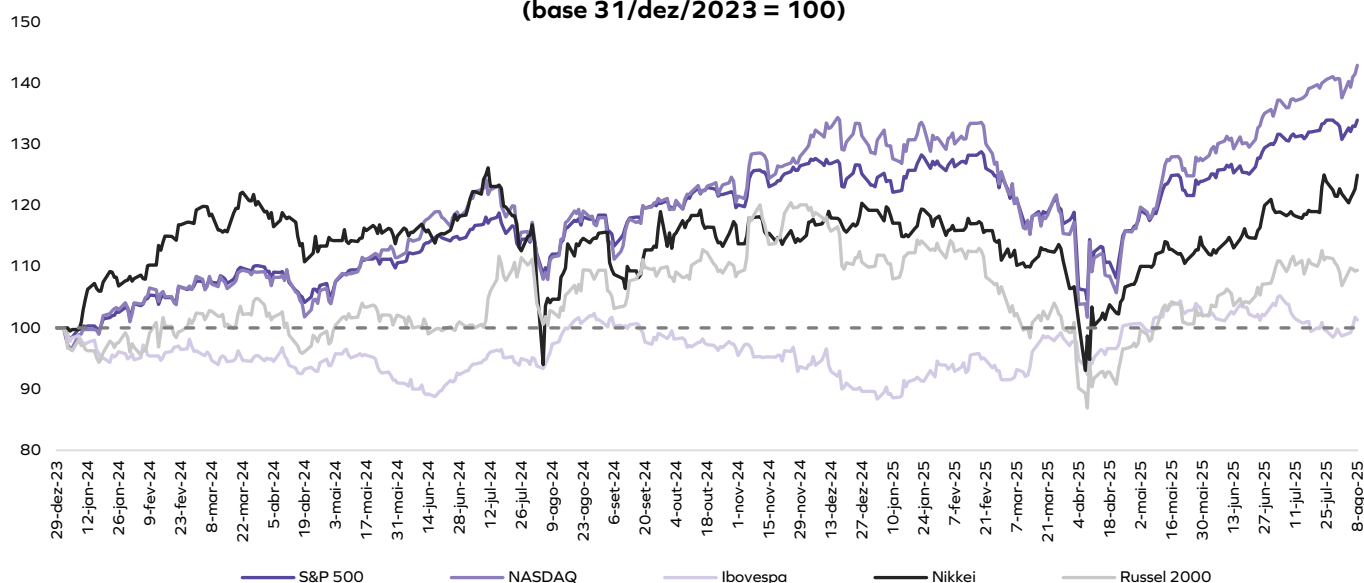
O IFIX, índice dos fundos imobiliários, teve queda de 1,36% no mês, mas ainda sobe 10,27% no ano. No câmbio, o dólar

PTAX subiu 2,66% em julho, mas acumula queda de 9,53% no ano — refletindo o enfraquecimento global da moeda americana.

A curva de juros americana subiu. A taxa do título de 10 anos avançou de 4,22% para 4,37%, ao passo que o índice DXY — que mede a força relativa do dólar contra seis moedas desenvolvidas — subiu 2,90%, o que permite relativizar os fatores domésticos no movimento do dólar contra o real.

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

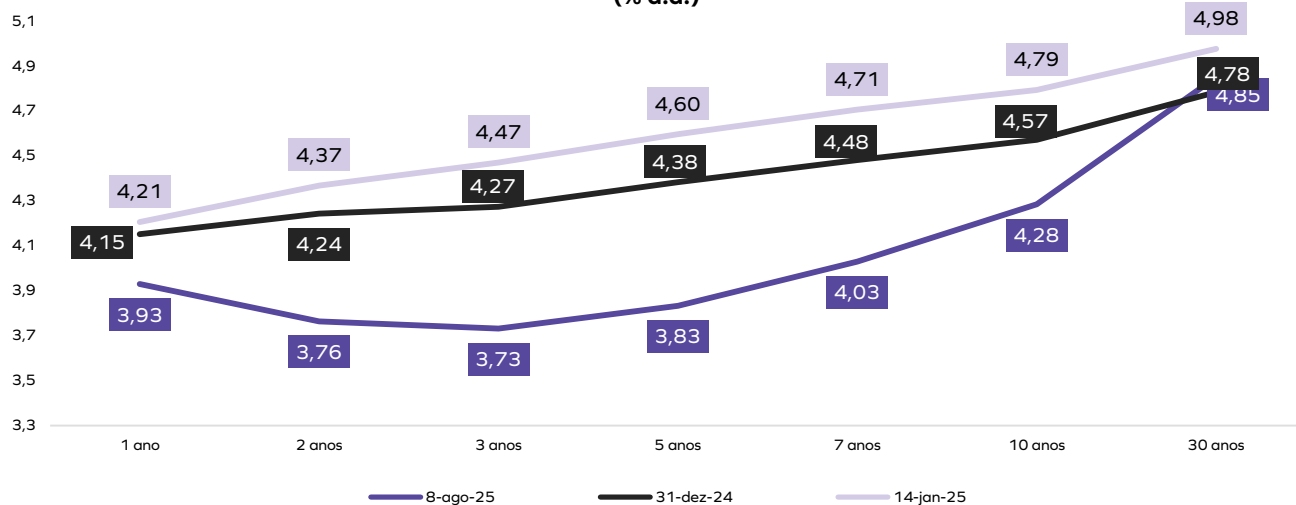
Gráfico 3



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

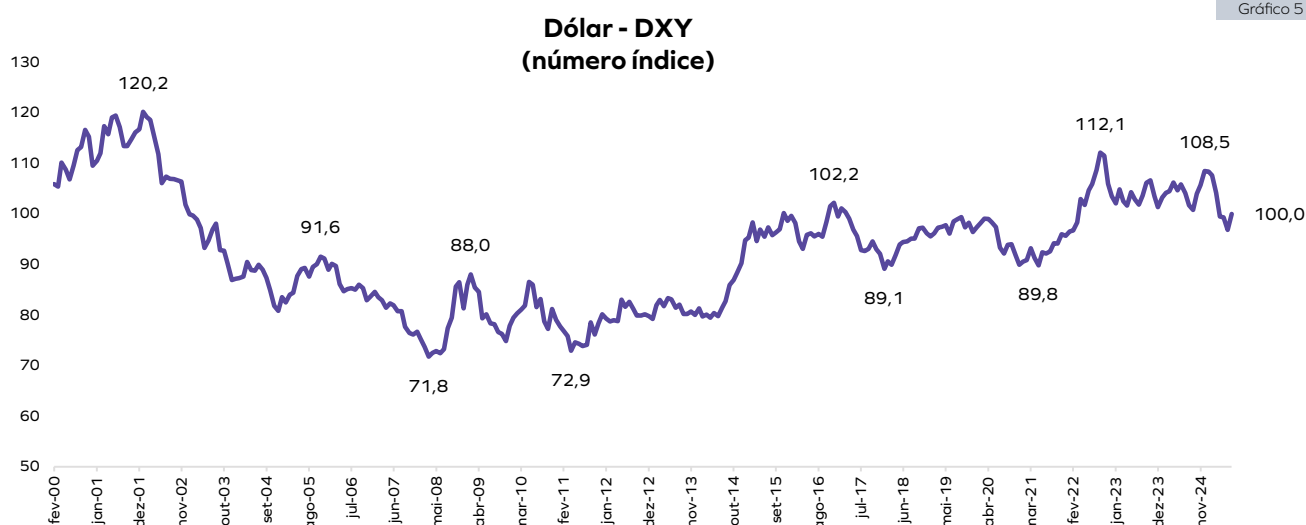
EUA - Estrutura a Termo - Treasuries
(% a.a.)

Gráfico 4



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Nos mercados globais, o MSCI World avançou 1,28% em julho e acumula 10,49% no ano. Já os emergentes, representados pelo MSCI Emerging Markets, subiram 1,67% no mês e 15,60% no ano. O IVVB11, que replica o S&P 500 em reais, subiu 5,34% no mês e acumula 14,47% em 2025.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Nos EUA, o S&P 500 avançou 2,17% em julho e acumula alta de 7,78% no ano. O Nasdaq, avançou 3,70% e chegou a 9,38% em 2025.

O ouro caiu 0,4% no mês e mantém alta de 25,35% no ano. O Bitcoin manteve a trajetória de valorização, com alta de 8,3% no mês e atingindo 24,30% em 2025 — refletindo o interesse renovado por ativos alternativos.

Estratégia de Investimentos – Uma reavaliação após o Tarifaço

Nos EUA, o governo Trump anunciou um novo aumento nas tarifas de importação. Houve um ajuste nas tarifas sobre importações da União Europeia (UE) e do México para 30%, a partir de patamares anteriores de 10% e 25%, respectivamente.

No dia 9 de julho, Trump anunciou que o Brasil seria taxado em 50%, a tarifa mais elevada. Trump justificou o valor citando supostos déficits comerciais com o Brasil, embora os dados mostrem o contrário. Assim, o tarifaço sobre a importação de produtos brasileiros pelos EUA entrou em vigor na quarta-feira, 6 de agosto.

Dada a importância e extensão dos efeitos — tanto econômicos como políticos — faz sentido **reavaliar os cenários e a estratégia de investimentos.**

Apesar do efeito intenso sobre mercados específicos e regiões afetadas, o saldo ficou menos desfavorável. Isso acontece pois pelo menos 700 produtos entraram na “lista de

exceções”, caso dos combustíveis e aeronaves — notícia que deu fôlego a ações de empresas como Petrobras (PETR4) e Embraer (EMBR3).

As empresas mais afetadas estão no Sudeste e Sul do País. Estas são as duas regiões que mais exportam para os EUA, com uma pauta diversificada e valor agregado maior — como máquinas, veículos, aeronaves e equipamentos industriais.

Em São Paulo, por exemplo, estão os principais produtores de carne. Em Minas Gerais, os exportadores de café serão impactados. No Rio Grande do Sul, as armas vendidas para os americanos serão taxadas.

As regiões Norte e Nordeste exportam produtos de baixo valor agregado, mas que tem peso na geração de empregos, como frutas, pescados, calçados e têxteis. No setor calçadista, o tarifaço ameaça a perda de até 8 mil empregos.

A agroindústria e o setor de máquinas e equipamentos serão os mais impactados pelo tarifaço de 50% imposto pelos EUA sobre produtos brasileiros. Café, carnes e sucos, que repre-

sentam 83% das exportações agrícolas brasileiras para os EUA, serão os mais afetados, embora possam redirecionar suas vendas para outros mercados. Já o setor de máquinas e equipamentos, com grande dependência do mercado americano, enfrenta dificuldades para substituir compradores.

Considerando tudo isso, em termos de cenário econômico, os efeitos são limitados e circunscritos. Em termos de atividade, mantivemos as projeções de crescimento do PIB em 1,90% e 2,00% para 2025 e 2026, respectivamente, bem como a expectativa de um ciclo longo de cortes da Selic a partir de janeiro, levando a taxa base para 11% a.a. no final de 2026.

A agenda local foi movimentada e a confusão do IOF terminou de forma surpreendente, com o STF sancionando a elevação de alíquota de um imposto regulatório — o IOF — com claro sentido arrecadatário sem respeitar a anterioridade e

nem noventena. Ainda que ao arrepio das regras constitucionais, o governo conseguiu uma fonte de receita que ajuda no delicado quadro fiscal.

Desde a decepção com o pacote de ajuste fiscal em 2024, o mercado passou a embutir um risco mais elevado nos ativos brasileiros. Diante da perda de popularidade do governo e com a proximidade das eleições, o mercado sabe que um ajuste fiscal de verdade só poderá ser feito no próximo governo, que assumirá com o desafio de gerenciar uma dívida próxima de 90,00% do PIB — mais de 15 p.p. acima de 2022.

A condição de estabilidade da relação dívida/PIB, assumindo um PIB potencial de 2,25% e juros reais de 5,25%, requer um superávit primário da ordem de 2,5% do PIB face ao déficit corrente da ordem de 1,00%. Um ajuste fiscal politicamente desafiador, mas que é a única forma de evitar uma crise fiscal semelhante à recessão do governo Dilma (2014-16).

Visão dos Ativos e Alocação

As bolsas globais seguem perto das máximas históricas, enquanto o dólar acumula uma queda em torno de 10% no ano.

O enfraquecimento do dólar tem origem na conduta de Trump. Além da incerteza decorrente das muitas idas e vindas com as tarifas e o orçamento — que manterá o déficit dos EUA entre 6% e 7% e fará a dívida pública continuar crescendo —, está ocorrendo uma realocação global. Ao hostilizar aliados históricos, renegar tratados e agir de forma abusiva, Trump deflagrou uma reavaliação das alocações de estrangeiros nos EUA, que estavam muito acima da média histórica.

Tudo isso deve manter o dólar em nível mais fraco que nos últimos anos — ainda que, em um olhar mais longo, o índice DXY em torno de 95 pontos seja uma referência de dólar ainda forte, mas sem o exagero recente.

O segundo semestre deve trazer uma clara desaceleração nos EUA, permitindo ao Fed cortar os Fed Funds a partir de setembro e, com isso, os juros das Treasuries de 10 anos devem trabalhar mais próximos de 4,25%.

Assim, com as tarifas definidas, com a perspectiva de um dólar um pouco mais fraco e dos cortes de juros, o cenário global assume uma configuração favorável para os ativos de risco no mundo.

Gráfico 6

Preços dos Ativos						Retornos (%)		Em 2025 (%)		Até 2026
Ativos Globais	2023	2024	9-ago-25	2025p	2026p	2024	2025p	YTD*	YTGp*	(%) Acum.
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,57	4,27	4,00	4,00	-2,7	7,9	4,5	3,3	7,4
S&P 500	4.770	5.882	6.238	6.400	7.000	23,3	8,8	6,1	2,6	12,2
DXY	101,3	108,5	98,6	95,0	92,0	7,1	-12,4	-9,1	-3,7	-6,7
Ativos Brasil										
Ibovespa	134.185	120.283	135.852	150.000	225.000	-10,4	24,7	12,9	10,4	65,6
Dólar	4,84	6,19	5,45	5,80	5,25	27,9	-6,3	-11,9	6,4	-3,7
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	7,38	7,15	6,75	5,25	-6,4	20,3	10,0	10,4	42,4

Fonte: Broadcast. Projeções Monte Bravo indicadas pelo p na coluna.
(*) YTD - Year to Date é a convenção de mercado para o acumulado do ano e YTG (Year to Go) é a convenção para o restante do ano a decorrer.

Portfólio 60 / 40 (em USD)	12,9	8,5	5,4	2,9	10,3
Portfólio 60 / 40 (em R\$)	44,4	1,6	-7,1	9,4	6,2

No Brasil, os riscos fiscais e a incerteza eleitoral podem roubar um pouco do impulso da onda global favorável, mas não a ponto de impedir a continuidade da alta dos preços dos ativos que observamos no 1º semestre. Assim, a conclusão é que tanto o cenário econômico quanto a estratégia de investimentos mudam pouco com as tarifas.

Visão dos ativos

Bolsas EUA: índices em território recorde, com mercado embutindo uma desaceleração no 3º trimestre que permitirá cortes de juros. Por isso, foco se deslocou para comprar um cenário positivo para 2026.

Juros EUA: os Treasuries de 10 anos seguem oscilando numa faixa estreita, com a inclinação (diferença entre as taxas de 2 e de 10 anos) relativamente constante. Nosso cenário é de que as taxas de 10 anos sigam flutuando em $4,25\% \pm 0,25\%$ nos próximos meses, para fechar o ano mais perto de 4,00%.

Renda Fixa Brasil: esta classe tem um histórico de entregar algo próximo de IPCA + 5% ao ano em períodos longos (10 anos), um retorno real elevado sob qualquer ótica. Agora, com a taxa Selic em 15,0% a.a., a renda fixa segue como pilar das alocações por oferecer uma relação risco-retorno bastante atrativa.

Os Títulos indexados ao CDI, que capturam diretamente os efeitos do atual nível de juros básicos, propiciam um carregamento com juros reais próximos de 9% nos próximos 12 meses. Enquanto os Papéis indexados ao IPCA (NTN-B) oferecem um cupom entre 7% e 8% acima da inflação, com potencial de ganhos de capital caso o cenário de ajuste fiscal em 2027-30 ganhe probabilidade.

Para investidores com maior apetite por risco e horizonte superior a dois anos, os títulos indexados à inflação com vencimentos longos seguem atraentes.

Ações Brasil: o cenário global continua favorecendo os ativos emergentes. Mantemos a projeção de que o Ibovespa alcance 150.000 pontos até o final de 2025 e 170.000 em 12 meses.

Proteção: A proteção com opções sobre ações segue como excelente alternativa. Os juros elevados e volatilidade reduzida reduziram o custo de proteção — proteger uma queda de 30% do Ibovespa até novembro de 2026 custa cerca de 4%, menos do que o cupom da NTN-B ou os dividendos da Carteira MB de Ações.

Fundos imobiliários: o IFIX apresentou recuperação expressiva em 2025. Os fundos de recebíveis se beneficiam das taxas elevadas, enquanto shoppings e escritórios têm perspectiva de ganhos de capital com a queda dos juros na virada do ano.

Crédito: com juros elevados, o carregamento dos ativos de crédito permanece atraente, mas torna-se essencial uma curadoria criteriosa da carteira.

Dólar: o cenário global pode permitir a apreciação do real até R\$ 5,40 por dólar, mas o final do ano deve registrar um dólar mais próximo de R\$ 5,80 por conta do risco fiscal e das incertezas eleitorais.

O CDI projetado de 14,0% para os próximos 12 meses implica uma taxa real de juros de 8,9% considerando um IPCA de 4,66%. A recomendação segue sendo de manter um portfólio diversificado, com parcela relevante exposta ao dólar.

Gráfico 7

Carteira Sugerida Monte Bravo

Agosto - 25

Cenário Base			Perfil			
Classe	Benchmark	R[E] 12 m	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	14,0%	80,0	20,0	5,0	3,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	15,3%	5,0	20,0	15,0	15,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	18,7%	15,0	28,0	32,0	35,0
Multimercado	IHFA	16,8%		5,0	5,0	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX	20,5%		5,0	5,0	4,0
Renda Variável	Ibovespa	26,4%		7,0	15,0	20,0
Alternativos	Não possui	20,6%		2,0	3,0	4,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds	16,1%		13,0	20,0	15,0
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

* 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.

Cenário Macroeconômico

Internacional

O enfraquecimento dos dados do mercado de trabalho em julho e o baixo impacto das tarifas sobre a inflação até esse momento tornaram iminente o início do ciclo de corte de juros pelo Federal Reserve.

A economia americana registrou abertura de 73 mil vagas em julho, ficando abaixo das expectativas. Além disso, as revisões de 258 mil vagas entre maio e junho indicaram que houve perda de força do mercado de trabalho mais intensa que a esperada anteriormente.

A forte desaceleração da média móvel de 6 meses — que passou de 180 mil vagas em abril para 81 mil vagas em julho — é um sinal claro dessa trajetória. Considerando o nível de crescimento da força de trabalho dos EUA, a economia precisa gerar, em média, 185 mil vagas para manter a taxa de desemprego estável. Como a criação de postos está abaixo desse patamar, a taxa de desemprego deverá continuar em alta nos próximos meses, ampliando a ociosidade da economia e elevando o risco de uma desaceleração abrupta da atividade à frente.

Na entrevista após a última reunião do Fed, o presidente Jerome Powell chamou a atenção para esse risco. Ele citou que o enfraquecimento do mercado de trabalho, mesmo no contexto de choque das tarifas no núcleo de inflação, exigiria a reação da política monetária para evitar uma desaceleração mais severa. Com a divulgação do relatório de emprego de julho, esse risco se materializou e tornou muito provável o corte de juros na reunião de setembro.

Os dados de inflação divulgados até junho indicam que o impacto das tarifas tem sido contido. O núcleo do PCE registrou alta de 2,8% em termos anuais até junho, com o núcleo de bens registrando alta de 0,6%, com alta em itens como eletrodomésticos, vestuário e móveis.

O núcleo de serviços tem registrado desaceleração com a menor pressão dos custos de moradia, como aluguéis, e de serviços ligados à mão de obra. O núcleo de serviços registrou alta de 3,5% em termos anuais até junho, mas a média móvel de 3 meses teve alta de 2,5% — reflexo da dinâmica mais favorável dos serviços na margem.

O impacto das tarifas ainda será relevante. **O núcleo do PCE deverá subir e atingir 3,3% em setembro desse ano no pico do impacto das tarifas e encerrar o ano em 3,2%, em termos anuais.** Essa trajetória pressupõe que o choque de tarifas será temporário e o núcleo de serviços seguirá desacelerando com o desaquecimento do mercado de trabalho e a continuidade da queda de aluguéis.

O cenário base de três cortes de 25 pontos base ficou ainda mais provável após os dados mais recentes do mercado de trabalho. O Fed — avaliando que o choque tarifário será relevante, mas temporário e sem risco de contaminação da inflação de serviços devido ao enfraquecimento do emprego — deverá reagir ao risco de deterioração rápida do mercado de trabalho e optar por cortes contínuos nas três últimas reuniões deste ano.

No início de 2026, o cenário deverá se manter, com o Fed realizando um último corte de 25 p.b. na reunião de janeiro e levando a taxa básica de juros para 3,5% ao ano no final do ciclo de cortes.

Na China, o crescimento do PIB no segundo trimestre afastou o risco de um desaquecimento mais rápido da economia, com alta de 5,2% na comparação anual liderada pela indústria e pelas exportações. Os indicadores de confiança divulgados em julho, no entanto, apontam desaceleração no ritmo industrial e perda de fôlego nos serviços.

No caso da indústria, o governo tem buscado evitar uma expansão acelerada da produção diante do excesso de capacidade no setor. Esse fator vem gerando deflação nos preços no atacado e pressionando a rentabilidade das empresas.

No setor de serviços, o fim do programa de estímulo à renovação de bens duráveis e a desaceleração da construção — impactada pelas altas temperaturas — sugerem moderação da atividade. No acumulado do primeiro semestre, o crescimento médio foi de 5,3% em termos anuais. Considerando a expectativa de desaceleração ao longo do segundo semestre para um ritmo médio de 4,25%, a projeção anual foi revisada de 4,3% para 4,7%.

Brasil

A trajetória de desaceleração da atividade ficou mais evidente com os dados da indústria no segundo trimestre e com a moderação das vendas do varejo e dos serviços até maio.

A indústria cresceu apenas 0,1% na margem no período, com a produção de bens de consumo duráveis e não duráveis registrando quedas de 0,6% e 2,8%, respectivamente. A retração desses segmentos sinaliza a incerteza da indústria quanto à continuidade do crescimento da demanda diante do aumento da taxa de juros real, do maior endividamento das famílias e dos sinais de enfraquecimento do varejo.

As vendas do varejo restrito, que excluem automóveis e materiais de construção, acumularam dois meses consecutivos de queda na margem entre abril e maio e recuaram 0,5% no período. As vendas de supermercados ficaram estáveis, enquanto houve retração nas de combustíveis e no comércio eletrônico. No varejo ampliado, que inclui automóveis e materiais de construção, a queda foi de 1,6% no período, impactada principalmente pelo recuo nas vendas de veículos.

O setor de serviços tem se mostrado mais resiliente, embora também apresente sinais de moderação. Entre abril e maio, o setor registrou alta acumulada de 0,5% na margem, com avanço nos serviços de tecnologia e voltados às empresas, mas queda em transportes e nos serviços ligados às famílias.

O mercado de trabalho aquecido ajuda a explicar a menor desaceleração dos serviços. A taxa de desemprego atingiu 5,8% em junho, o menor patamar da série histórica, com crescimento da ocupação e dos salários reais elevando a massa salarial ao nível máximo já registrado.

Por outro lado, o ritmo de abertura de vagas formais perdeu força ao longo do segundo trimestre. A média móvel de três meses da geração de empregos caiu de 183 mil em março para 130 mil em junho. Na série ajustada sazonalmente, a criação de vagas recuou para 100 mil em junho, indicando a moderação esperada para o restante do ano, com abertura entre 50 mil e 100 mil postos mensais no segundo semestre e projeção de 1,6 milhão de vagas para 2025.

A confirmação das tarifas de 50% sobre as importações brasileiras pelos Estados Unidos deve ter impacto limitado, devido à lista de 694 produtos isentos que inclui celulose, aeronaves, minério de ferro, petróleo e suco de laranja, entre outros.

Com isso, cerca de 35,9% das exportações ficariam sujeitas à tarifa, segundo o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC). Considerando uma queda de 20%

no volume exportado para os EUA, o impacto seria de US\$ 1,5 bilhão a US\$ 2,5 bilhões em 12 meses — o equivalente a 0,1% a 0,2% do PIB efeito considerado muito baixo sobre a atividade.

Com os dados já divulgados, a expectativa de alta modesta de 0,2% na margem do PIB no segundo trimestre foi mantida. **Para o restante do ano, considerando o baixo impacto das tarifas sobre a economia, a projeção é de estabilidade na margem do PIB no terceiro e no quarto trimestres. Dessa forma, a projeção de crescimento de 1,9% para 2025 permanece inalterada.**

O comportamento da inflação segue favorável no curto prazo com a reversão do choque de alimentos e a deflação de bens. Os núcleos tiveram desaceleração na margem, mas seguem em patamar elevado de 5,0% em termos anuais em julho. O núcleo dos serviços também registrou moderação na margem com a média móvel de 3 meses recuando para 5,7% em termos anualizados em julho. A variação em 12 meses se manteve elevada em 6,4%. A desaceleração da economia, com o desaquecimento do mercado de trabalho, é essencial para obter a desinflação dos serviços para patamar compatível com a meta.

No curto prazo, a inflação deve manter comportamento benigno, com possibilidade de deflação em agosto em função do bônus de Itaipu — que reduzirá as contas de energia —, da deflação de alimentos e do desconto de IPI sobre automóveis referente ao programa “Carro Sustentável”.

A entrada em vigor das tarifas deve proporcionar alívio adicional à inflação de alimentos nos próximos meses, levando à revisão da projeção do IPCA de 5,3% para 5,0% em 2025. A estimativa para 2026 foi mantida em 4,5%.

O Banco Central decidiu interromper o ciclo de aperto de juros a partir da reunião de julho, após elevar a taxa Selic para 15,00% ao ano. Segundo o BC, a estratégia é manter taxa Selic estável por um período prolongado com o objetivo de avaliar os impactos do ciclo de aperto. Avaliamos que esse período será o necessário para criar uma trajetória de desaceleração da economia, que reduza o crescimento para um patamar abaixo do potencial, gerando ociosidade na economia.

Considerando essa estratégia, a taxa Selic deverá permanecer em 15,00% a.a. até o final de 2025. No início de 2026, o horizonte relevante da política monetária será deslocado para o primeiro semestre de 2027 e as projeções do Banco Central para esse período devem ficar abaixo do centro da

meta, abrindo espaço para o início do ciclo de cortes. **Assim, a Selic deverá ser reduzida a partir de janeiro de 2026, encerrando o ano em 11,0%.**

A dinâmica fiscal segue como ponto de preocupação do cenário. A ausência de orçamento nos primeiros meses do ano propiciou uma melhora do resultado fiscal, com um déficit primário de R\$ 11,5 bilhões (0,2% do PIB), mas que deverá se deteriorar com a normalização do ritmo de despesas.

A dinâmica das despesas segue preocupante com o crescimento dos gastos do BPC, auxílio desemprego e benefícios previdenciários — que estão crescendo 16,6%, 10,3% e 6,9%, respectivamente, no acumulado do ano até junho em termos nominais e anuais.

A expectativa de déficit primário do setor público consolidado sem descontos foi revista de 0,9% para 0,8% do PIB em 2025, com a expectativa de entrada de receitas extraordinárias, como o leilão de concessão de campos de petróleo. A dívida bruta deve subir para 81,8% do PIB em dezembro desse ano.

A trajetória de piora da conta corrente prosseguiu em junho, com déficit acumulado de US\$ 73,1 bilhões (-3,4% do PIB) em 12 meses. A balança comercial segue sendo o principal fator dessa deterioração, com o superávit recuando de US\$ 65,8 bilhões em dezembro de 2024 para US\$ 54,6 bilhões

em junho de 2025. As exportações caíram 1,7% no acumulado em 12 meses até junho, enquanto as importações cresceram 11,3% no período. As remessas de lucros e dividendos também aumentaram, atingindo US\$ 55,8 bilhões — alta de US\$ 6 bilhões no ano. Considerando o comportamento da balança comercial, a projeção para a conta corrente em 2025 é de déficit de US\$ 72 bilhões (-3,1% do PIB).

Esse déficit não deve ser mais financiado integralmente pelos investimentos diretos, que deverão terminar em US\$ 70 bilhões em 2025. Ao longo desse ano, a dinâmica de apreciação das moedas de mercado emergentes, como o real, é explicada em grande parte pelo enfraquecimento do dólar.

Apesar disso, como argumentamos na nossa Carta Mensal de julho, esse movimento pode perder força nos próximos meses diante do diferencial de crescimento favorável à economia americana ante as demais economias desenvolvidas — com a zona do euro e o Japão —, da valorização dos ativos nos EUA e do provável corte de juros pelo Fed. Estes fatores tendem a atrair fluxo de capitais para a renda fixa e o mercado acionário dos EUA.

Com a menor tendência de enfraquecimento do dólar e a piora do déficit em conta corrente, espera-se que o real sofra pressão ao longo do segundo semestre. **Mantemos a projeção de um câmbio a R\$ 5,80 por dólar em dezembro de 2025.**

Gráfico 8

Cenário Macroeconômico				Base	
Variáveis	2022	2023	2024	2025p	2026
PIB (% a.a.)	3,00	3,20	3,40	1,90	2,00
IPCA (% a.a.)	5,80	4,62	4,80	5,00	4,50
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	12,25	15,00	11,00
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,22	4,84	6,19	5,80	5,40
Resultado Primário (% PIB)	1,28	-0,40	0,00	-0,80	-0,80
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,7	73,8	76,1	81,8	85,3

Fonte: IBGE, BCB e Bloomberg. Projeções em vermelho.

Renda Variável

Depois de um fechamento de semestre bastante positivo — onde o Ibovespa subiu 31,00% em dólares e 15,40% em reais —, o segundo semestre teve um início desafiador. O índice de referência da Bolsa apresentou uma correção de 4,17% em reais e mais de 7% em dólares no mês de julho.

A correção aconteceu em um mês no qual vimos os ativos de risco internacionais, em geral, apresentarem boa performance, com as bolsas americanas voltando a bater recordes históricos. Parte dessa performance positiva pode ser explicada pela temporada de resultados do segundo trimestre nos EUA, que trouxe uma leva de resultados bastante positivo — a grande maioria das companhias tiveram surpresas positivas bastante robustas em seus lucros.

Nós tínhamos uma visão de que o mercado parecia adiantar os possíveis impactos de tarifas e de incertezas nas empresas americanas, com as estimativas de lucro nos parecendo bastante conservadoras. Com esse cenário em mente, seja em nossas carteiras ou em outros pontos de interação com nossos clientes, éramos vocais sobre a oportunidade de aumentar a alocação no mercado norte-americano, o que se mostrou um acerto.

Essa melhora que esperávamos nos resultados das companhias americanas já nos fazia colocar uma probabilidade maior de uma volta de recursos para os ativos americanos — que tinham uma performance bastante tímida no ano, mesmo com as empresas entregando resultados fortes. A saída desses recursos poderia ter um peso na performance dos índices do Brasil pois, tirando a entrada de recursos de Investidores Estrangeiros, os outros compradores marginais de Bolsa continuam com peso e/ou volumes tímidos.

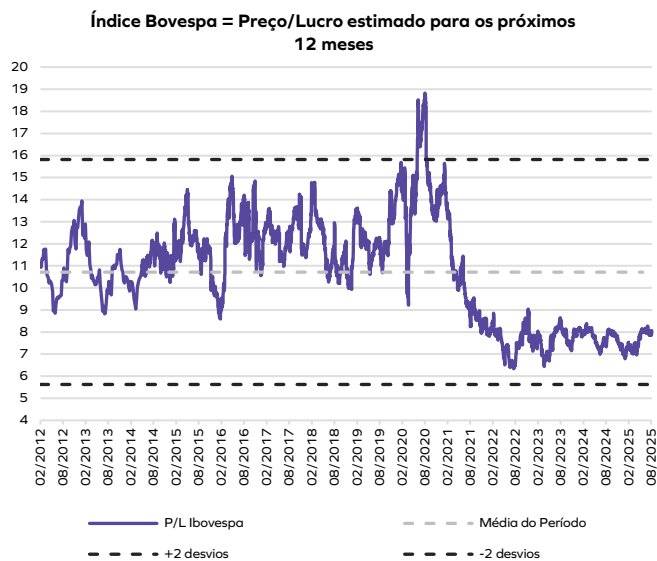
Desta forma, quando o presidente americano Donald Trump trouxe o Brasil para o centro das atenções no dia 9 de julho, entendíamos que — apesar dos poucos impactos econômicos — deveríamos ver uma saída dos 'gringos' do Brasil. O que aconteceu: **desde o anúncio das tarifas até o final do mês de julho, tivemos uma saída de R\$ 6,3 bilhões do país.**

Após os momentos mais nervosos, tivemos notícias mais positivas quando os EUA anunciaram uma lista extensa de produtos que não seriam sujeitos as tarifas adicionais de 40%. Com essas novas informações, decidimos analisar quais setores e empresas tinham sofrido na Bolsa por motivos de reversão de fluxo e que continuavam negociando em níveis de valuation interessantes.

Com isso, realizamos em nossas carteiras uma realocação. Nós voltamos a aumentar nossa exposição em utilidades públicas, shoppings e um caso específico em commodities.

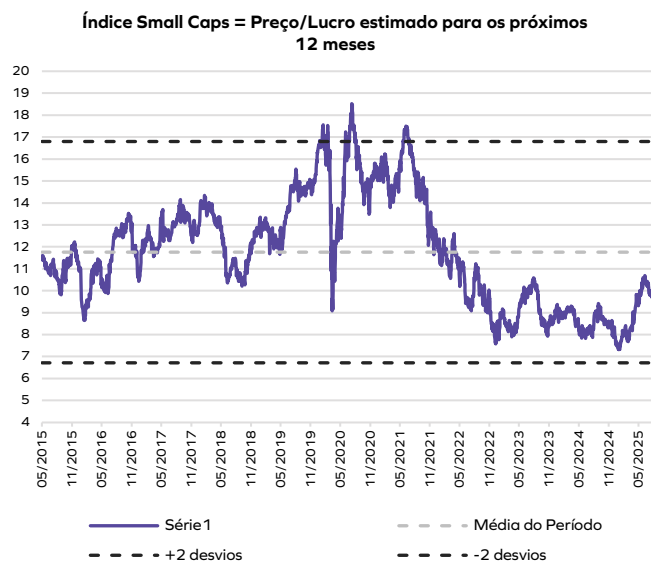
Temos sido bastante vocais em nossos pontos de interação com nossos clientes, que — apesar de valuations em patamares interessantes — não nos parece fazer sentido alocar em teses que dependam de muitos fatores para que destravem valor. Além disso, continuamos com uma visão de que ter cautela nas alocações e exposição em boas empresas ainda continua sendo a melhor estratégia para o momento.

Gráfico 9a



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

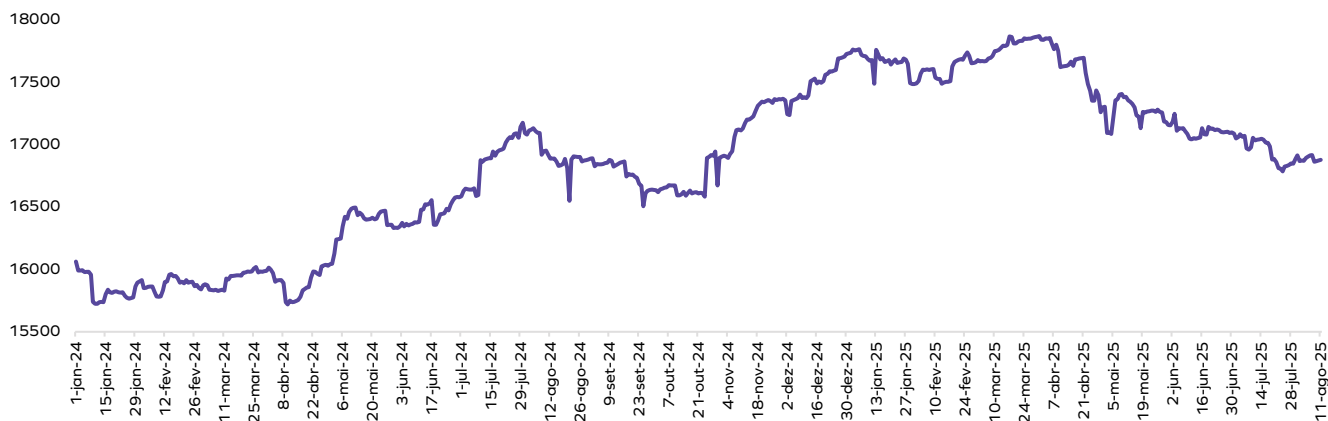
Gráfico 9b



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O mês de julho seguiu a tendência dos últimos meses para os Fundos Imobiliários. O IFIX recuou 1,36%, movimento influenciado pelo desempenho negativo dos segmentos de shoppings, lajes corporativas e agro.

No agro, ajustamos a visão que tínhamos no início do ano, quando identificávamos assimetrias importantes e oportunidades interessantes de alocação. A valorização expressiva nos primeiros meses, as perspectivas menos favoráveis para os preços de commodities e o efeito prolongado da Selic elevada sobre a rentabilidade dos produtores reduziram significativamente o potencial de retorno.

Não se trata de liquidar posições de forma indiscriminada, mas de reconhecer que o momento exige cautela e seletividade. Insistir em uma tese que já entregou boa parte do potencial e enfrenta ventos contrários é assumir um risco assimétrico para o lado errado.

O mesmo raciocínio se aplica aos FIs de CRIs indexados ao CDI, que surfaram a Selic alta com elevação de dividendos e, em geral, contam com gestores qualificados. Isso, no entanto, não elimina o fato de que o ponto de entrada atual não é tão atrativo. Manter posições pode fazer sentido, mas aumentar exposição sem reavaliar a relação risco-retorno é um erro que investidores experientes evitam cometer. O cenário sugere que novos aportes sejam direcionados para outras classes.

Em tijolo, mantemos a preferência por logística e shoppings. Estes segmentos estão apresentando resultados operacionais sólidos e, em nossa avaliação, ainda não totalmente refletidos nas cotações. Aqui há fundamento, geração de valor e margens consistentes — o que nem sempre pode ser dito de outras teses que ganharam popularidade recentemente.

Mas é no campo da indústria que reside a crítica mais contundente. **A consolidação de gestoras e a fusão de fundos com estratégias semelhantes poderiam, em teoria, trazer benefícios para os cotistas ao concentrar patrimônio em estruturas mais robustas e com maior capacidade de gestão.**

Temos observado, no entanto, operações cujo desenho levanta dúvidas legítimas sobre as motivações reais. O movimento de incorporação de fundos, aproveitando um regulamento mais moderno e a possibilidade de recalculer o custo de aquisição de ativos para o valor de mercado, não pode servir como muleta para encobrir decisões equivocadas.

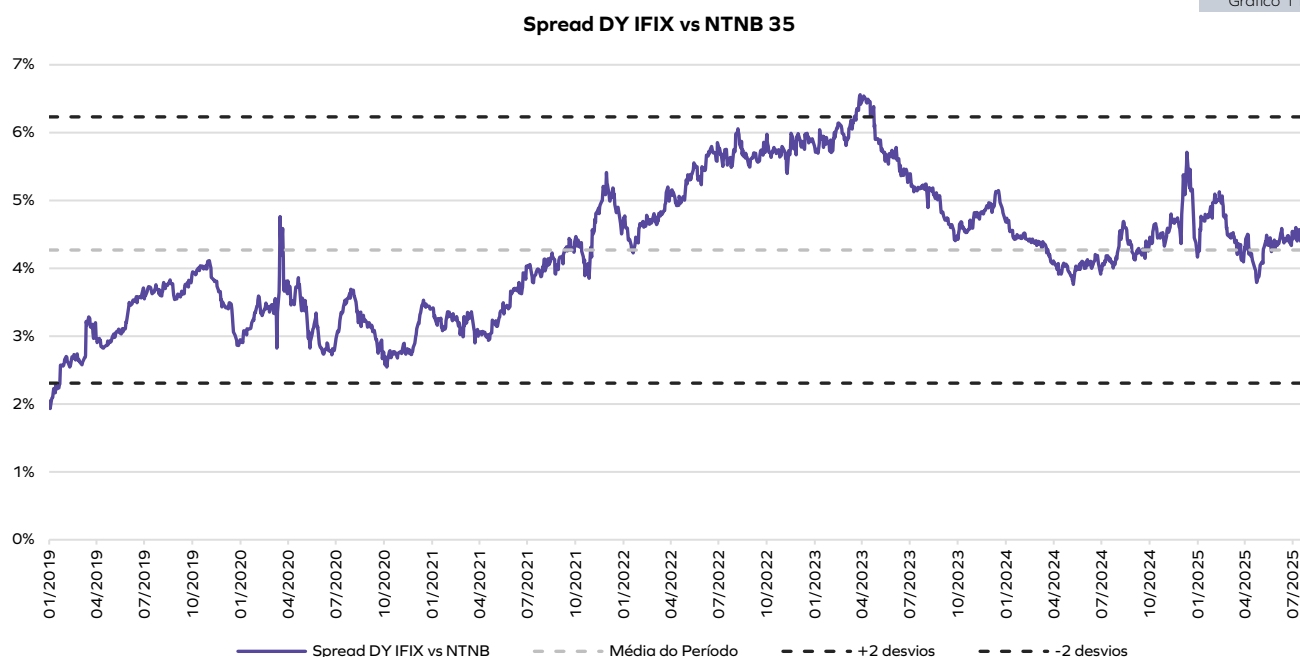
Um ativo comprado sem a devida diligência permanece sendo uma má aquisição, independentemente da roupagem que lhe seja dada em uma fusão. **O prejuízo contábil desaparece, mas a má alocação de capital continua lá — corroendo retorno futuro e minando a confiança do investidor.**

Outro movimento que merece vigilância é a venda de imóveis em troca de cotas de outro fundo em emissão. Trata-se de uma engenharia financeira que, na superfície, pode parecer sofisticada e até estratégica, mas que — se não for respaldada por fundamentos sólidos e premissas realistas — carrega o risco de se transformar em uma troca de ativos reais por expectativas frágeis, com impacto negativo direto sobre o cotista do fundo vendedor.

O fato é que a indústria de FIs atravessa um momento em que a confiança está fragilizada: anos de performance abaixo do esperado, excesso de investidores com perfil incompatível para suportar volatilidade e uma comunicação que, muitas vezes, alimentou expectativas irreais.

Ao invés de simplificar e reconstruir credibilidade, parte do mercado opta por movimentos que soam mais como tentativas de reposicionar narrativas do que como soluções estruturais. Isso é um erro estratégico grave, pois, no final das contas, o capital não pertence ao gestor, à gestora ou ao administrador. Ele pertence ao cotista, e é para ele que a indústria deveria trabalhar com prioridade e transparência absolutas. O dinheiro é dos cotistas. Trabalhem para eles.

Gráfico 11



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Visão das Commodities

Ouro: o ouro subiu 26% no primeiro semestre de 2025, com recordes históricos impulsionados por juros estáveis, dólar fraco e tensões geopolíticas, além das compras dos bancos centrais. A projeção é de acomodação dos preços diante da reversão destes fatores, exceto as compras dos bancos centrais.

Minério de Ferro e Cobre: a perspectiva para metais industriais é de acomodação. O World Bank projeta recuo de 10% para metais em geral em 2025 e 3% em 2026, refletindo a desaceleração da atividade industrial global.

O minério de ferro deve trabalhar na faixa de US\$ 90 a US\$ 100 por tonelada até meados de 2026. Já o cobre, embora sensível à transição energética, pode atingir US\$ 10.400/t, impulsionado por estímulos chineses.

Petróleo: o petróleo enfrenta um cenário de oferta excessiva e demanda enfraquecida. O World Bank projeta que o Brent deve trabalhar no intervalo entre US\$ 75/bbl e US\$ 70/bbl, com risco de queda adicional para US\$ 64/bbl segundo estimativas mais conservadoras.

A transição energética e o avanço dos veículos elétricos, especialmente na China, são os principais vetores dessa tendência.

Renda Fixa

Nos EUA, a curva de juros dos Treasuries teve forte fechamento após o relatório de emprego de julho mais fraco que esperado e as revisões expressivas nos resultados de maio e junho.

A avaliação é que o mercado de trabalho está desaquecendo mais rápido do que os dados indicavam anteriormente, elevando o risco de elevação intensa do desemprego e desaceleração da atividade. **O mercado futuro de juros passou a precificar três cortes de 25 pontos base até o final do ano, ficando em linha com o nosso cenário base.**

O Banco Central manteve a taxa Selic em 15,00% ao ano na reunião de julho e sinalizou a manutenção da taxa de juros estável por um período prolongado para avaliar os impactos do ciclo de aperto de juros. Nos contratos futuros de juros, o mercado precifica 267 p.b. de redução da taxa Selic ao longo do ciclo de corte de juros pelo Banco Central, com 34% de probabilidade do primeiro corte ocorrer na reunião de dezembro desse ano.

Avaliamos que a taxa Selic deverá ser mantida em 15,00% a.a. até o final de 2025. No início de 2026, o horizonte relevante da política monetária será deslocado para o primeiro semestre de 2027 e as projeções do Banco Central nesse horizonte devem ficar abaixo do centro da meta — indicando espaço para iniciar o ciclo de corte de juros. **A taxa Selic deverá ser reduzida a partir de janeiro de 2026 e atingir 11,00% a.a. em dezembro do próximo ano.**

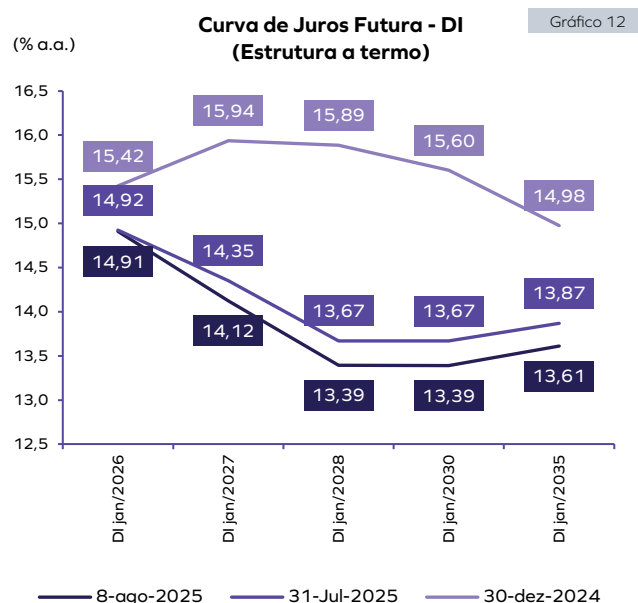
Nos EUA, após a surpresa com o relatório de emprego mais fraco de julho e a indicação do atual presidente do Conselho de Assessores Econômicos, Stephen Miran, como novo membro do board do Fed reforçaram a expectativa de corte de juros nas próximas reuniões do banco central americano. Houve um movimento de queda da curva de juros americana em todos os vértices desde o final de julho até a primeira semana de agosto.

Os rendimentos dos Treasuries de 2 e 10 anos recuaram 20 e 9 p.b., respectivamente, encerrando o dia 8 de agosto em 3,76% e 4,28% a.a. As taxas dos títulos de 30 anos também cederam 5 p.b., para 4,85% a.a.

Os cupons das NTN-Bs acompanharam o movimento de fechamento da curva de juros prefixada, especialmente os vencimentos de longo prazo. Os títulos indexados à inflação de vencimento em 2045 e 2050 tiveram queda dos seus cupons após o relatório de emprego americano — com recuos de 15 e 13 p.b., respectivamente, para 7,19% e 7,08% a.a. entre o final de julho até o dia 8 de agosto.

Por outro lado, os títulos indexados à inflação mais curtos — como as NTN-Bs com vencimento em 2026 — tiveram elevação dos cupons, que registraram alta de 6 p.b. para 10,19% entre o final de julho até o dia 8 de agosto. Esses títulos têm refletido o aperto dos juros pelo Banco Central, com a expectativa de que a taxa de juros real projetada — taxa Selic menos IPCA 12 à frente — deverá atingir 10,0% a.a. em dezembro desse ano.

Os ativos de renda fixa seguem oferecendo prêmios atrativos em relação ao nosso cenário base, o que reforça o apelo da alocação em títulos prefixados e nos títulos indexados à inflação, que ainda oferecem rendimentos elevados. No mercado de crédito privado, seguimos com preferência por emissões atreladas ao CDI de empresas com bom perfil de risco, ressaltando a importância de uma seleção criteriosa desses ativos — sobretudo no cenário atual.



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

Alexandre Mathias

Estrategista-Chefe
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.