

montebravo

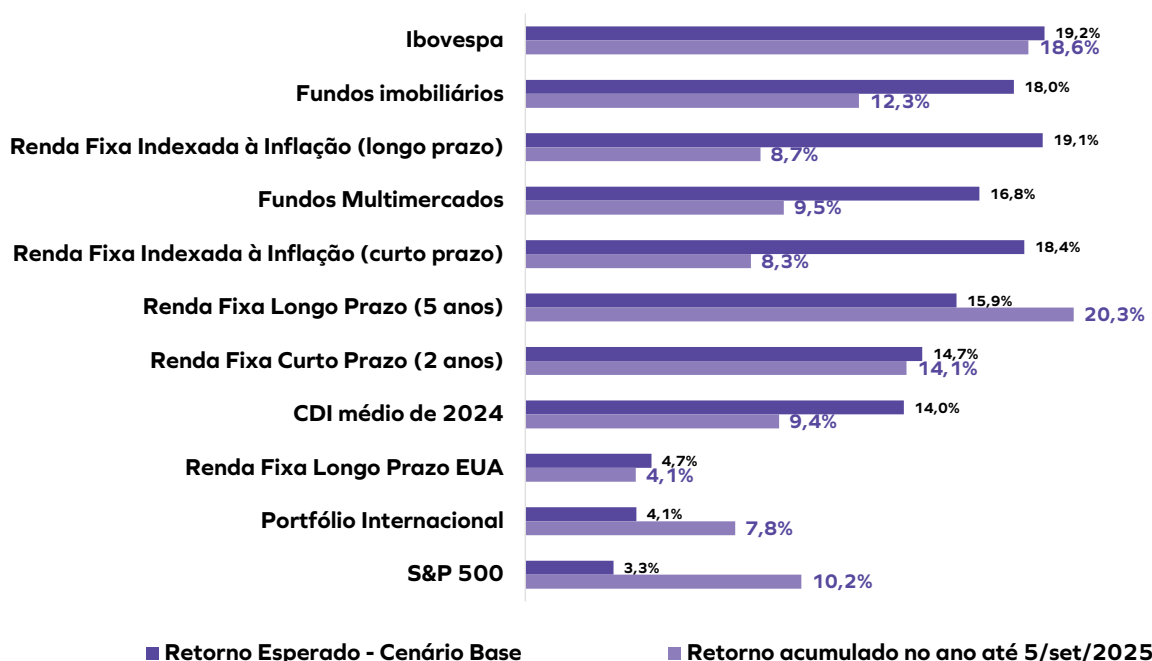
Carta mensal

Fed corta, ativos de risco comemoram: dólar e juros caem, enquanto as ações sobem

Conforme vimos antecipando, o início do ciclo de corte de juros nos EUA fomenta uma dinâmica favorável para os ativos de risco que prevalece 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 Small Caps 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

Agosto terminou com os mercados acionários do Brasil e dos Estados Unidos em território recorde a despeito da guerra comercial de Trump.

A tensão entre Brasil e EUA aumentou com sanções a autoridades brasileiras. Embora — até aqui — o impacto seja limitado, há especulações sobre medidas mais duras, como sanções a bancos e até um embargo. Assim, **até o julgamento de Bolsonaro, com a provável condenação, o risco seguirá elevado.**

O destaque do mês foi o Ibovespa, que subiu 6,28% em agosto, recuperando da queda do mês anterior e atingindo novo recorde nominal aos 141.422 pontos. Agora, o índice acumula alta de 17,57% no ano. No câmbio, o dólar PTAX caiu 3,14% em agosto, ampliando a queda no ano para 12,37%, em linha com o enfraquecimento global da moeda americana que perdeu 2,80% no mês frente às moedas desenvolvidas.

Nos mercados globais de ações, o MSCI World avançou 2,36% em agosto e acumula 13,10% no ano. A curva de juros americana teve comportamento misto, com os trechos mais curtos deslocando para baixo, mas o trecho longo subindo em função das incertezas no campo comercial, fiscal e sobre a credibilidade do Fed com os ataques de Trump.

O mercado convergiu para o cenário base Monte Bravo, que desde janeiro tem três cortes de 25 pontos base em 2025, começando em setembro. O provável corte de juros pelo Fed no dia 17 de setembro torna a renda fixa menos atrativa, levando investidores a buscar maior rentabilidade em ativos de risco — inclusive em mercados emergentes.

Conforme antecipamos, o movimento gera um panorama global benigno que relega para um segundo plano os riscos brasileiros.

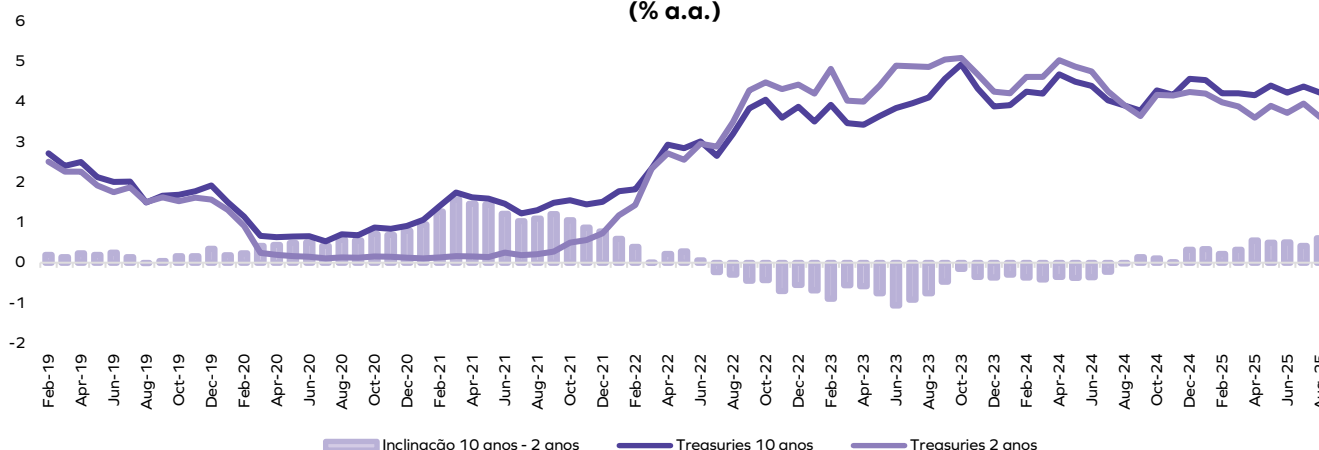
Performance dos mercados em agosto

No Brasil, o Ibovespa subiu 6,28% em agosto, recuperando-se da queda do mês anterior e atingindo novo recorde nominal aos 141.422 pontos. Com isso, o índice acumula alta de 17,57% no ano. O índice de Small Caps (SMLL), mais sensível ao ciclo doméstico, avançou 5,86% no mês e sobe 25,33% em 2025.

Na renda fixa, o CDI fechou em 1,16% em agosto, levando o acumulado do ano para 9,02%. Os juros futuros apresentaram volatilidade, com deslocamento misto na curva. Enquanto o trecho mais curto caiu cerca de 40 pontos base, o trecho mais longo recuou em torno de 15 p.b.

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.

Assim, o IRF-M, referência dos prefixados, teve alta de 1,66% no mês e acumula 12,94% no ano. O Pré 5 anos, mais sensível à parte longa da curva, subiu 2,17% em agosto e já acumula 20,02% em 2025. Já o IMA-B, benchmark dos títulos indexados à inflação, avançou 0,84% no mês, com alta de 8,84% no ano. O IMA-B5+, mais exposto à parte longa da curva real, teve alta de 0,54% em agosto e acumula 9,65% no ano.

O IFIX, índice dos fundos imobiliários, subiu 1,16% no mês e acumula 11,55% em 2025. No câmbio, o dólar PTAX caiu 3,14% em agosto, ampliando a queda no ano para 12,37% — em linha com o enfraquecimento global da moeda ameri-

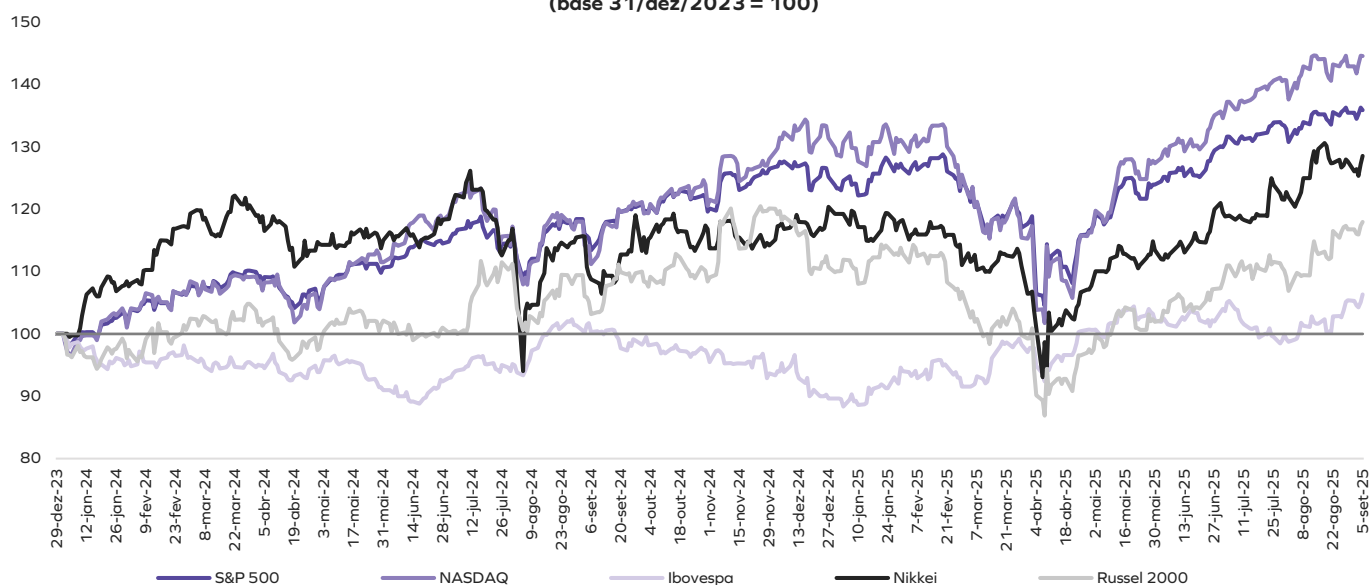
cana. O IVVB11, que replica o S&P 500 em reais, caiu 1,05% no mês e recua 3,40% no ano.

Nos mercados globais, o MSCI World avançou 2,36% em agosto e acumula 13,10% no ano. Os emergentes, representados pelo MSCI Emerging Markets, subiram 1,22% no mês e 17,01% no ano.

Nos EUA, o S&P 500 avançou 1,91% em agosto, acumulando 9,84% no ano. O Nasdaq teve alta de 3,90% no mês e acumula 11,28% em 2025. O ouro subiu 4,80% no mês e já acumula 31,40% no ano. O Bitcoin recuou 7,46% em agosto, mas ainda sobe 15,03% no ano.

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

Gráfico 3



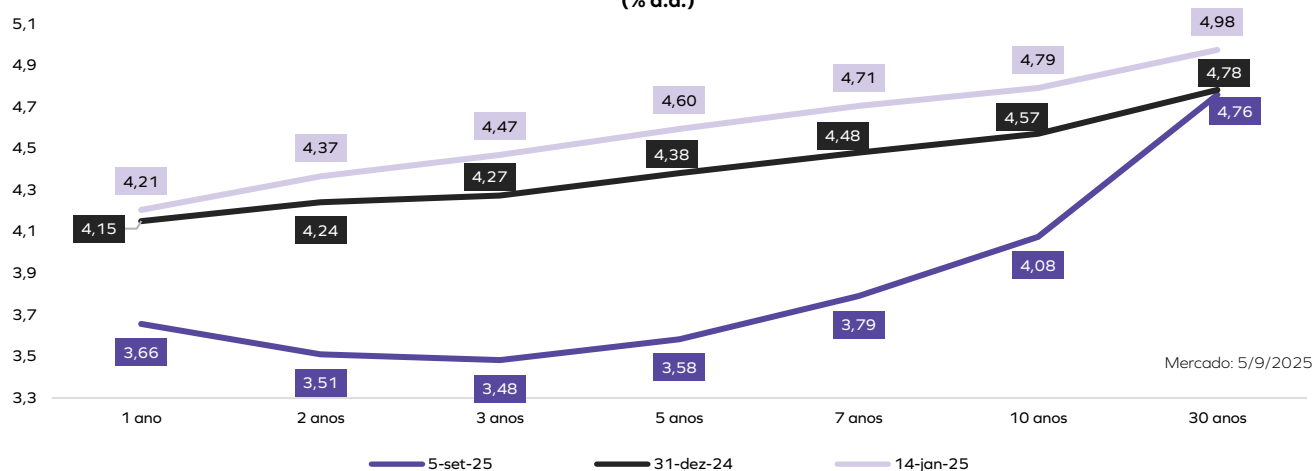
Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

A curva de juros americana teve comportamento misto: os trechos mais curtos se deslocaram para baixo, mas o trecho longo subiu em função das incertezas no campo comercial, fiscal e sobre a credibilidade do Fed com os ataques de Trump.

Ao final do mês, a taxa da Treasury de 10 anos avançando caiu de 4,37% para 4,23%, enquanto a taxa de 2 anos caiu de 3,96% para 3,62% e a taxa de 30 anos subiu de 4,90% para 4,92%. O ganho de inclinação é um importante marcador de risco que precisa ser acompanhado com atenção.

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

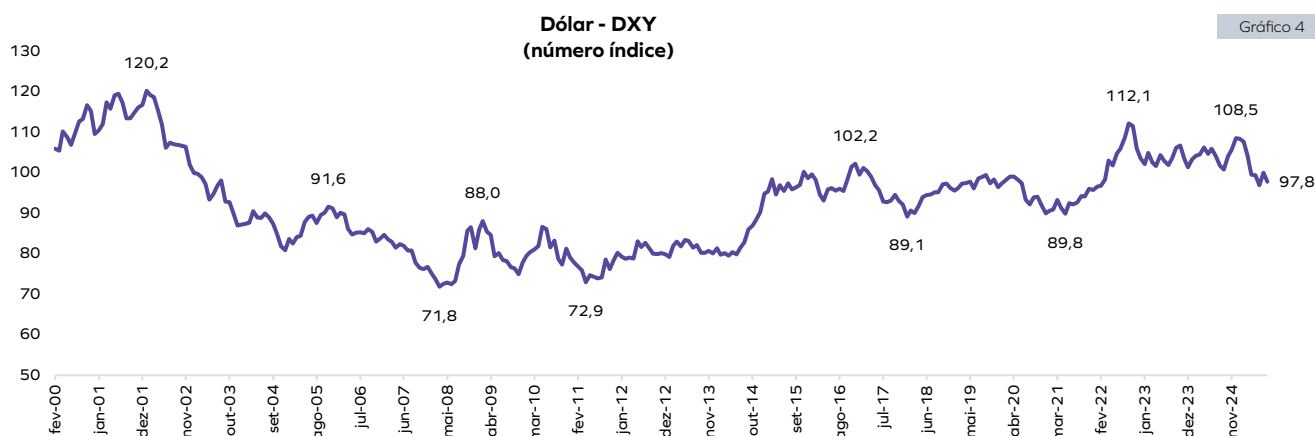
Gráfico 5



Mercado: 5/9/2025

Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Por fim, o índice DXY — que mede a força relativa do dólar contra seis moedas desenvolvidas — caiu de 100,05 para 97,90 com o dólar voltando a enfraquecer cerca de 2,8% no mês.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Estratégia de Investimentos – Ambiente global construtivo impulsiona ativos de risco

O Fed deve iniciar um ciclo de cortes de juros em setembro. A medida reflete o enfraquecimento do mercado de trabalho e o impacto limitado das tarifas sobre os preços.

A expectativa de juros mais baixos nos EUA favorece ativos de risco globalmente, com o dólar perdendo força e os juros das Treasuries recuando. No entanto, a alta recente das taxas longas em países desenvolvidos — como EUA, Reino Unido e Japão — acende alerta sobre o risco fiscal e pode comprometer o cenário positivo.

O ambiente externo mais favorável estimula o apetite por ativos brasileiros, especialmente em crédito privado. No entanto, existe o risco de novas sanções contra o Brasil, especialmente diante da incerteza sobre como os bancos brasileiros devem lidar com as pessoas sancionadas.

Global: Fed cortará juros em setembro, mas incertezas geradas por Trump pressionam ponta longa de juros.

As ações nos Estados Unidos seguem em alta e renovando recordes, enquanto as Treasuries de 10 anos apresentam trajetória cadente face aos cortes iminentes do Fed. No entanto, as políticas de Donald Trump, especialmente sua conduta pouco institucional, vêm gerando um aumento da incerteza que eleva o prêmio de risco da economia americana. Este fator precisa ser observado com cautela, pois pode reverter a dinâmica benigna.

Setembro tem sido historicamente o pior mês do ano para o mercado acionário dos Estados Unidos. Nos últimos cin-

co anos, o S&P 500 caiu, em média, 4,20% nesse período. Curiosamente, esse padrão se mantém em horizontes mais longos: nos últimos dez anos, a queda média foi de 2,00%, e nos últimos 25 anos, de 1,50%.

O fenômeno pode ter origem sazonal, já que os gastos discricionários tendem a cair com o retorno das famílias das férias e o início do ano letivo. Outros analistas atribuem o chamado “efeito setembro” ao calendário dos fundos: muitos gestores institucionais encerram o ano fiscal neste mês, o que leva a vendas motivadas por compensação tributária e rebalanceamento de portfólio. De todo modo, o histórico aponta para uma provável queda do S&P 500 neste mês.

Tema 1: Fed inicia ciclo de cortes gerando ambiente global favorável

O Federal Reserve deve reduzir sua taxa básica em 25 pontos base no dia 17 de setembro, iniciando um ciclo de afrouxamento monetário que poderá levar os Fed Funds a 3,75% em dezembro deste ano e a 3,50% em janeiro de 2026.

Diante do impacto moderado das tarifas sobre os preços e do claro arrefecimento do mercado de trabalho, tudo indica que o cenário base da Monte Bravo está prestes a se concretizar. Com isso, o ambiente global permanece construtivo para ativos de risco, impulsionado por juros mais baixos nos Estados Unidos e por um dólar ligeiramente mais fraco.

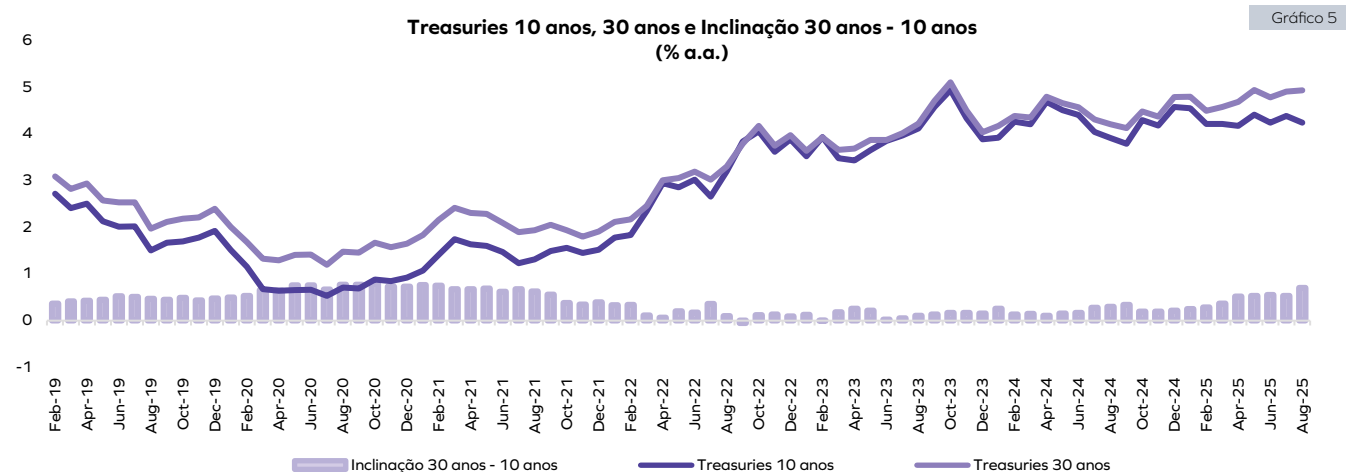
Nessas condições, a taxa das Treasuries de 10 anos tende a se mover em direção a 4,00% até o fim do ano, enquanto o índice DXY caminha para 95.

Tema 2: Alta dos juros longos requer atenção

A guerra comercial provoca um aumento da incerteza que afeta negativamente o ambiente econômico. Com menos clareza sobre o futuro do comércio, empresários tornam-se mais cautelosos, adiando ou cancelando investimentos e contratações, o que leva à retração do crescimento. Em outra frente, a tentativa de interferência na atuação do Fed

reduz a credibilidade institucional do arranjo monetário e aumenta o risco de inflação mais alta no futuro.

O aumento da incerteza repercute sobre a inclinação da curva de juros. Enquanto a percepção da proximidade dos cortes faz as taxas curtas recuarem, o aumento do risco eleva as taxas longas de 20 e 30 anos — o inverso do que pretende Trump com seus ataques ao Fed.



De fato, o recente movimento de alta nas taxas de longo prazo em países desenvolvidos revela que o risco fiscal está sendo incorporado de maneira mais contundente diante das dificuldades que as democracias têm enfrentado para caminharem na direção da consolidação fiscal, após a forte expansão na pandemia. Políticos com promessas populistas tem tido a preferência do eleitorado, o que dificulta — quando não inviabiliza — a aprovação de medidas de ajuste.

A elevação das taxas no Reino Unido, Japão e, especialmente, nos Estados Unidos representa um fator de risco relevante. A continuidade desse processo pode comprometer a configuração benigna do cenário e provocar correções nos ativos de risco.

Tema 3: Apesar de decisão da Justiça, tarifas devem ser mantidas

O presidente Donald Trump solicitou à Suprema Corte dos Estados Unidos uma decisão célere sobre o recurso que visa reverter sentenças anteriores que consideraram a maioria das tarifas como ilegais. Segundo os documentos apresentados, adiar o julgamento até junho de 2026 pode resultar em um cenário no qual entre US\$ 750 bilhões e US\$ 1 trilhão em tarifas já tenham sido arrecadadas, e revertê-las poderia causar uma disrupção significativa.

No entanto, caso a Suprema Corte decida contra a Administração, entende-se que o governo Trump recorrerá a outras leis e brechas legais para assegurar a manutenção das tarifas.

De qualquer modo, a perspectiva de queda de juros nos EUA faz o cenário global assumir uma configuração favorável para os ativos de risco no mundo. No Brasil, ainda que os riscos fiscais, eleitorais e os ruídos políticos associados ao tarifação dos EUA possam roubar parte do impulso global positivo, os ativos devem manter uma dinâmica construtiva.

Brasil: Tensão com os EUA deve aumentar com julgamento de Bolsonaro

Se é verdade que fiscal, política e guerra comercial dominam as manchetes, o fato é que os movimentos dos mercados em 2025 são explicados pela queda global do dólar e pela perspectiva de cortes de juros pelo Fed.

A despeito da ausência de progressos rumo à acomodação das tensões com os EUA, da situação fiscal extremamente frágil do Brasil e do enorme ruído político na disputa entre partidos de centro-direita, o mês de agosto termina com o Ibovespa em território recorde e com o dólar em queda.

Esse panorama valida nossa avaliação de que o cenário econômico e a estratégia de investimentos não mudariam diante do aumento das tensões relacionadas às sanções e aos efeitos da Lei Magnitsky sobre os bancos brasileiros.

Tema 4: Risco de novas sanções contra o Brasil

Nas próximas três semanas, pode haver uma escalada das tensões. Depois disso, no cenário otimista, haveria uma acomodação. Trump misturou motivação política com razões econômicas para as tarifas, mas após o julgamento — com a provável condenação de Bolsonaro —, é possível oferecer uma vitória comercial a Trump para reabrir espaço para negociar uma flexibilização.

Até aqui, as sanções são uma forma de pressão política, com impacto limitado sobre a economia brasileira. Mas isso pode mudar. O maior risco é que prevaleça a visão de que manter a conta de indivíduos sancionados constitui apoio material, o que pode levar a sanções sobre os bancos e até mesmo um embargo. Esse desfecho, pessimista, mudaria a dinâmica do dólar e da Bolsa.

A diplomacia do governo Trump comunicou diretamente a representantes do setor privado brasileiro que o tarifaço de 50% contra o Brasil depende da resolução dos impasses políticos entre os países.

Em 30 de julho, o Tesouro dos EUA incluiu o ministro do STF, Alexandre de Moraes, na lista de Pessoas Especialmente Designadas e Bloqueadas, com medidas como bloqueio de bens e proibição de entrada no país. Bancos brasileiros receberam ofício do Departamento do Tesouro com questionamentos

sobre a aplicação das sanções previstas na Lei Magnitsky. A legislação americana delega a aplicação e fiscalização à discricionariedade da Ofac, o Escritório de Controle de Ativos Estrangeiros.

A lei proíbe qualquer empresa de fornecer suporte material a indivíduos ou entidades sancionadas. Assim, mesmo que a transação não envolva dólares, qualquer negócio com entidade sancionada pode ser interpretado como suporte material, expondo o agente a sanções.

O secretário de Estado adjunto, embaixador Christopher Landau, reuniu-se com representantes da Confederação Nacional da Indústria (CNI) e da Câmara Americana de Comércio para o Brasil (AmCham Brasil) em Washington. Nas conversas, Landau enfatizou que apenas o Departamento de Estado tem aval da Casa Branca para tratar da questão brasileira.

Fica evidente que o governo não tem adotado a melhor estratégia e, além de buscar interlocução por canais inadequados, mantém um discurso provocativo e recusa contato direto com Trump. A postura brasileira contrasta com a de outros líderes que obtiveram êxito ao ignorar provocações e aceitar uma dose de constrangimento em prol dos interesses nacionais.

Ainda que a tensão com os EUA tenda a piorar até a condenação de Bolsonaro — uma vez que a prioridade do grupo de Trump é fortalecer a direita no mundo, o que pode gerar alguma volatilidade —, a tendência é que os preços dos ativos sigam o movimento de queda dos juros e do consequente aumento do apetite por risco.

Visão dos Ativos e Alocação

Gráfico 6

Preços dos Ativos						Retornos (%)		Em 2025 (%)		Até 2026
Ativos Globais	2023	2024	5-set-25	2025p	2026p	2024	2025p	YTD*	YTGp*	(%) Acum.
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,57	4,07	4,00	4,00	9,5	4,0	7,5	1,9	5,9
S&P 500	4.770	5.882	6.482	6.700	7.200	13,9	7,5	10,2	3,4	11,1
DXV	101,3	108,5	97,8	95,0	92,0	-12,4	-3,2	-9,9	-2,8	-5,9
Ativos Brasil										
Ibovespa	134.185	120.283	142.640	150.000	225.000	24,7	50,0	18,6	5,2	57,7
Dólar	4,84	6,19	5,41	5,80	5,25	-6,3	-9,5	-12,6	7,1	-3,0
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	7,38	7,33	6,75	5,25	19,5	29,0	8,9	10,6	42,7

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)	12,1	6,1	9,1	2,8	9,0
Portfólio 60 / 40 (em R\$)	5,0	-4,0	-4,6	10,1	5,7

As bolsas globais seguem perto das máximas históricas, enquanto o dólar acumula uma queda em torno de 10% no ano. Assim, com as tarifas definidas e as perspectivas de cortes de juros e de um dólar um pouco mais fraco, o cenário global assume uma configuração favorável para os ativos de risco no mundo.

No Brasil, os riscos fiscais e a incerteza eleitoral podem roubar um pouco do brilho da onda global, mas não a ponto de impedir a continuidade da alta dos preços dos ativos.

Visão dos ativos

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

Renda Fixa EUA: a aproximação dos cortes levou a um movimento de quedas das taxas dos Treasuries, ainda que a inclinação — diferença entre as taxas — esteja aumentando. Nosso cenário é de que as taxas de 10 anos sigam fluando entre 4,00% e 4,50% 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. 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 e proteger contra uma queda de 30% do Ibovespa até novembro de 2026 custa cerca de 4% hoje — 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, mas o final do ano deve registrar um dólar mais próximo de R\$ 5,80 em função 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

Setembro - 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%		6,0	7,0	5,0
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%		12,0	18,0	14,0
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.

Em setembro, a estratégia de alocação foi ajustada com uma leve redução na exposição internacional, em favor de fundos imobiliários domésticos. A decisão reflete a expectativa de que o ciclo de afrouxamento monetário impulsione os retornos desse segmento, à medida que os cortes de juros ficam mais próximos.

Visão das Commodities

Ouro: Refúgio em meio às incertezas geopolítica e inflação.

O ouro acumula alta de 31,40% no ano, impulsionado por cortes de juros nos EUA, dólar estruturalmente mais fraco e tensões comerciais. A demanda física segue robusta, com destaque para compras de bancos centrais asiáticos e fluxos crescentes para ETFs. A projeção é de acomodação dos preços diante da reversão destes fatores — exceto as compras dos bancos centrais.

Cobre e Ferro: Entre o impulso verde e a desaceleração industrial.

O mercado de cobre vive um paradoxo: fundamentos apertados e estoques em queda sustentam preços elevados, mesmo diante de sinais de desaceleração global. O Goldman Sachs projeta pico de US\$ 10.050/t em agosto, com média de US\$ 9.890/t no segundo semestre.

A demanda segue resiliente, puxada por infraestrutura elétrica, veículos elétricos e redes inteligentes.

O minério de ferro, por sua vez, enfrenta um cenário mais desafiador, com o World Bank projetando preços entre US\$ 100/t e US\$ 90/ até 2026 — reflexo da menor tração da indústria chinesa.

Petróleo: Oferta abundante e demanda em transição

O petróleo segue pressionado por um excesso estrutural de oferta e pela desaceleração da demanda, especialmente na Ásia. O World Bank estima que o Brent oscile entre US\$ 75/bbl e US\$ 70/bb, com risco de queda para US\$ 64/bb. A transição energética, o avanço dos veículos elétricos e a eficiência energética reduzem o ímpeto estrutural da demanda. O J.P. Morgan, por sua vez, projeta US\$ 66/bbl em 2025 e US\$ 58/bbl em 2026, reforçando o viés baixista.

Cenário Macroeconômico

Internacional

O início do ciclo de corte de juros na reunião do Fed em setembro é um elemento importante de confirmação do cenário base para a economia americana. No seu discurso durante o seminário anual em Jackson Hole, o presidente do Fed Jerome Powell sinalizou que o corte de juros no próximo encontro do FOMC é provável.

Na sua avaliação sobre o mercado de trabalho, Powell citou que há um equilíbrio pouco usual, no qual há uma desaceleração tanto na oferta de mão de obra quanto na demanda por trabalhadores. Essa situação inusitada indica que os riscos de queda do emprego estão aumentando, podendo se materializar rapidamente na forma de maiores demissões e aumento do desemprego.

Com relação à inflação, o presidente do Fed disse que há um caso base bastante razoável no qual as tarifas poderiam resultar em uma mudança única no nível de preços. As expectativas de inflação ancoradas e o mercado de trabalho menos apertado — que torna pouco provável uma dinâmica adversa dos salários — são elementos que tornam o caso base viável.

Assim, Powell avaliou que os riscos para a inflação tendem a ser positivos e os riscos para emprego negativos no curto prazo, criando uma situação desafiadora. Entretanto, ele concluiu que — com a taxa de juros em território restritivo — o cenário base e a mudança no balanço de riscos podem justificar ajustes na postura da política monetária. Essa conclusão foi uma forte sinalização para o início de corte de juros na próxima reunião.

O mercado de trabalho seguiu desacelerando após a surpresa negativa de julho, com a economia gerando 22 mil vagas em agosto. Essa perda de velocidade das contratações já reduziu o ritmo médio de abertura para 64 mil vagas na média móvel de 6 meses até agosto — abaixo do patamar mínimo de 180 mil vagas necessário para o desemprego se manter estável. Desta forma, a trajetória prospectiva deverá ser de aumento da taxa de desemprego, que deverá atingir 4,6% em dezembro desse ano.

Com relação à inflação, os impactos das tarifas seguem moderados, com a inflação de bens subindo em itens como vestuário, eletrônicos e móveis, mas com repasse gradual, enquanto os preços de automóveis novos seguem estáveis devido ao excesso de oferta e à concorrência do setor. O núcleo do PCE registrou alta de 2,9% em termos anuais em julho, indicando um repasse moderado das tarifas até esse momento. Nossa expectativa é que o pico da inflação ocorra em setembro com o núcleo do PCE atingindo 3,3% em termos anuais. Após o auge do impacto das tarifas, o núcleo deverá moderar, terminando o ano em 3,1%.

A evolução do cenário de emprego e inflação, juntamente com o discurso do presidente de Jerome Powell, reafirma nosso cenário de corte de juros de 25 pontos base a partir de reunião de setembro, seguido de dois cortes de 25 p.b. nas reuniões de outubro e dezembro, levando a taxa de juros básica para 3,75% ao ano. Na reunião de janeiro de 2026, avaliamos que haverá espaço para um corte de 25 p.b., reduzindo a taxa de juros para 3,5% a.a. ao final do ciclo de corte de juros.

Na China, os dados mais recentes da indústria, vendas no varejo e investimentos registraram desaceleração em julho. A produção industrial cresceu 5,7% em termos anuais, desacelerando em relação ao ritmo de crescimento médio de 6,5% observado entre janeiro e junho desse ano.

A indústria está sofrendo do excesso de capacidade instalada e da fraca demanda doméstica, embora a postergação das tarifas tenha permitido o crescimento das exportações de manufaturados. O governo também tem buscado evitar ampliação da capacidade da indústria através da “política de anti-involução”, que busca conter a competição extrema por preço, produção descontrolada e sobrecapacidade de setores como veículos elétricos, energia solar, baterias, cimento e aço — que prejudicam a lucratividade das empresas e alimentam deflação.

Essa fraca demanda doméstica fica evidente no desempenho do comércio, que registrou alta de 3,7% em termos anuais em julho, ficando abaixo do ritmo de crescimento de 5,3% em termos anuais no 1º semestre desse ano. O fim do

programa de estímulo a renovação de bens duráveis, como aparelhos eletrônicos e celulares, reforça a dificuldade de manter a demanda interna aquecida.

Os indicadores de julho sinalizam uma moderação do crescimento do PIB para o ritmo de 4,5% em termos anuais no 3º trimestre, com a projeção do crescimento de 2025 mantida em 4,7%.

Brasil

O crescimento da economia de 0,4% na margem confirmou a expectativa de desaceleração ao longo do 2º trimestre. Um sinal da acomodação da atividade foi a contração de 0,2% na margem da demanda doméstica devido à queda dos investimentos no período.

O consumo manteve resiliência, com alta de 0,5% na margem, mas em ritmo menor que no trimestre anterior (+1,0%). O mercado de trabalho aquecido e o nível elevado dos programas de transferências de renda continuam sustentando a demanda, embora o efeito dos juros mais altos sobre o crédito deva se intensificar no segundo semestre — o que pressiona o custo dos financiamentos e eleva a inadimplência.

Os investimentos contraíram 2,2% na margem devido à queda da produção de bens de capital e da construção civil, que contraiu 0,2% na margem — um indicativo de que o aumento das taxas de juros está impactando o setor de construção.

O arrefecimento da atividade ao longo do segundo trimestre reforça a expectativa que a economia permaneça em ritmo modesto de crescimento no restante do ano. A economia deverá crescer em torno de 0,1% no 3º e 4º trimestres, encerrando o ano em 1,9%. A moderação do crescimento ao longo do segundo semestre deverá levar o hiato do produto a níveis próximos da neutralidade no fim do ano — ou seja, a economia crescerá mais alinhada ao seu potencial, o que reduz as pressões inflacionárias resultantes do excesso de utilização de capacidade.

O comportamento da inflação segue desafiador no curto prazo. A inflação de serviços e os núcleos de inflação continuam em patamares elevados, embora o IPCA cheio tenha moderado e registrado surpresas baixistas nos últimos meses. O núcleo de serviços segue em patamar elevado de 6,7% em termos anuais, mantendo-se em nível incompatível com o cumprimento da meta. A média dos núcleos de inflação também permaneceu acima de 5,0% em termos anuais, refletindo a persistência da inflação que requer um período prolongado da taxa de juros em patamar restritivo. A projeção para o IPCA foi mantida em 5,0% para 2025 e 4,5% para 2026.

Diante desse cenário de convergência da inflação gradual, de expectativas desancoradas, inflação de serviços elevada e crescimento da economia acima do potencial, o Banco Central deverá manter a taxa Selic estável até dezembro desse ano para moderar o crescimento e tornar o hiato do produto negativo ao longo de 2026.

Na reunião de janeiro de 2026, o horizonte relevante da política monetária deverá incluir o 2º trimestre de 2027, com um IPCA projetado — se mantendo a Selic constante em 15,0% a.a. — abaixo do centro da meta, abrindo espaço para o início do corte de juros. Mantemos a expectativa de um corte de 50 p.b. na reunião de janeiro de 2026, seguido de cortes da mesma magnitude nas demais reuniões do ano, levando a taxa Selic para 11,0% em dezembro de 2026.

A política fiscal segue como o fundamento mais frágil do cenário. Após os primeiros meses do ano sem aprovação do orçamento, os dados mais recentes de julho já indicam a aceleração das despesas — o que era esperado pela normalização dos pagamentos. As despesas como benefícios previdenciários, BPC e auxílio desemprego estão crescendo 4,8%, 10,9% e 3,0%, respectivamente, em termos reais no acumulado do ano até julho. Com o pagamento da despesa de precatório em julho, o déficit primário deteriorou para 0,3% do PIB no acumulado em 12 meses em termos reais. Mantemos a estimativa que o déficit primário do governo central sem descontos deverá ficar em 0,6% do PIB em 2025. Somando-se a esse resultado, estimamos que Estados, Municípios e as Estatais sejam deficitário em 0,2% do PIB, resultando em déficit primário consolidado de 0,8% do PIB.

O projeto de lei orçamentária (PLOA) de 2026 foi divulgado recentemente. A receita líquida é estimada em R\$ 2,577 trilhões, sustentada por medidas extraordinárias ainda em tramitação, como a redução de benefícios tributários (R\$ 19,8 bilhões), menores compensações (R\$ 10 bilhões) e receitas adicionais com LCI/LCA e apostas (R\$ 11 bilhões), além do Programa de Transação Integral (R\$ 20 bilhões). Muitas dessas iniciativas têm baixa previsibilidade de aprovação e execução.

Do lado das despesas, o valor total foi projetado em R\$ 2,389 trilhões, com destaque para benefícios previdenciários (R\$ 1,129 trilhão) e BPC (R\$ 131 bilhões), sendo esta última rubrica considerada subestimada, já que o crescimento previsto (5,1%) é inferior ao reajuste do salário-mínimo. O resultado primário foi fixado em déficit de R\$ 23,3 bilhões, mas, ao excluir R\$ 57,8 bilhões em precatórios, a meta fiscal se converte em superávit de R\$ 34,3 bilhões (0,25% do PIB), exatamente na meta de primário de 2026.

Mantemos a avaliação de que o governo deverá ter dificuldades para obter as receitas estimadas e deverá revisar para cima as despesas ao longo do ano, sendo obrigado a fazer contingenciamento para o cumprimento da meta. No entanto, seguimos céticos em relação ao seu cumprimento devido à dinâmica de gastos em ano eleitoral.

Dessa forma, projetamos que o déficit do governo central sem descontos será de 0,6% do PIB e o déficit dos governos regionais e estaduais será de 0,3% do PIB, com o déficit primário consolidado de 0,9% do PIB. Considerando essa dinâmica fiscal, a dívida bruta deverá subir para 85,5% do PIB ao final de 2026, o que representará um aumento de cerca de 14 pontos percentuais do PIB no patamar da dívida bruta antes do início do governo atual — que estava em 71,7% do PIB em 2022.

As contas externas têm apresentado deterioração significativa nos últimos meses, fazendo com que o déficit em conta corrente atingisse US\$ 75,3 bilhões (3,5% do PIB) no acumulado em 12 meses até julho, frente a US\$ 30,7 bilhões (1,4% do PIB) em julho de 2024. Essa piora do déficit em conta corrente é explicado, em grande parte, pela redução do saldo da balança comercial, mas houve também aumento de despesas como remessa de lucros e dividendos, viagens, transportes e aluguel de equipamentos.

Em termos de financiamento do déficit em conta corrente, os investimentos estrangeiros diretos são a principal fonte de cobertura do déficit, mas a dinâmica recente indicou desaceleração, com os investimentos estrangeiros acumulando US\$ 68,2 bilhões (3,2% do PIB) em 12 meses até julho. Os investimentos em carteira — que somam os fluxos de investimentos estrangeiros no mercado de renda fixa, fundos e ações — também estão em patamar baixo e acumulam entrada de US\$ 3,1 bilhões.

Apesar da deterioração das contas externas ser normalmente acompanhada por um câmbio mais depreciado, a dinâmica desde o início do ano tem sido oposta, com o real se fortalecendo frente ao dólar. O enfraquecimento do dólar frente às principais moedas explica o movimento de apreciação das moedas de emergentes, como o real. Mantemos a expectativa de que a sazonalidade de fim de ano, com maiores saídas de dólares devido ao aumento de remessas de lucros e dividendos, e o menor saldo comercial sejam fontes de pressão para a depreciação do real frente ao dólar.

Além disso, as incertezas fiscais devem aumentar com a discussão do orçamento de 2026, o que deverá elevar o prêmio de risco fiscal e depreciar o real. Portanto, mantemos a expectativa que o câmbio deprecie para R\$ 5,80 por dólar até o final 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	-0,90
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,7	73,8	76,1	82,0	85,5

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

Renda Variável

O mês de agosto foi bastante positivo para as ações no Brasil. O Ibovespa subiu 6,2% em reais e mais de 9% em dólares

— melhor mês do índice no ano e melhor performance mensal desde agosto de 2024, quando o IBOV subiu 6,54%. No ano, a Bolsa acumula alta de 17,57% em reais e 34% em dólares.

A performance positiva do Ibovespa pode ser explicada por uma temporada de resultados relativamente positiva e pelo mercado convergindo para o nosso cenário base de cortes de juros nos EUA após as declarações de Jerome Powell no Simpósio de Jackson Hole.

Com o cenário de três cortes de juros em 2025 nos EUA — com início na reunião de 17 de setembro — ganhando força e virando consenso, vimos os índices de países emergentes tendo uma performance positiva em agosto, com destaque para o Brasil.

Os cortes de juros pelo Fed nos parecem ser majoritariamente positivos para mercados emergentes. Isso acontece pois, diferentes de outros momentos — Crise Financeira de 2008, Covid, Crise dos Emergentes do final da década de 90 —, o BC americano não está cortando os juros no “modo pânico”. Hoje, temos uma atividade desacelerando, mas ainda resiliente, e índices de inflação comportados.

O cenário interno tem apresentado uma desaceleração mais acelerada da economia e níveis de preço comportados, que tem levado o mercado a iniciar conversas sobre a possibilidade de corte de juros em dezembro deste ano. Este não é nosso cenário base, porém, caso seja precificado pelo mercado, pode ajudar os índices a continuarem o rally recente. Viradas de ciclo monetário são gatilhos importantes para fluxos de investidores estrangeiros.

Do lado dos riscos, temos a continuidade dos desafios fiscais, desdobramentos do julgamento do ex-presidente Bolsonaro com a possibilidade de retaliações adicionais dos EUA e a continuidade de revisão de lucros do Ibovespa para baixo nos próximos trimestres.

Apesar de enxergamos a situação, entendemos que ainda parece ser bastante interessante manter uma exposição em bolsa. Dado os desafios, no entanto, estamos evitando posi-

ções em ativos mais sensíveis ao ciclo doméstico, que devem sofrer com a desaceleração da atividade, e papéis que dependem de eventos, que podem sofrer mais em caso de uma mudança de humor do mercado.

O mês de agosto mostrou que nossa estratégia foi acertada, com aumento da exposição em teses que sofreram em julho por conta do cenário de reversão de fluxo no mês. Os setores em que sugerimos aumento de posição tiveram resultado bastante positivo.

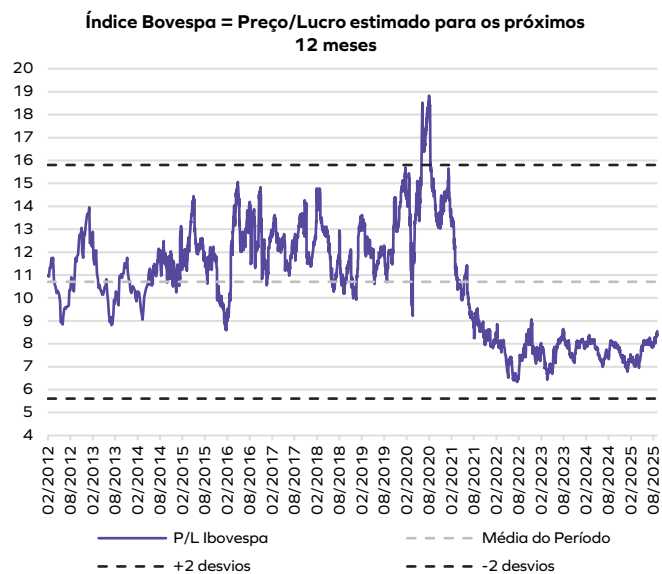
Para o mês de setembro, reduzimos nossa posição em EUA, principalmente em ativos que carregam a exposição cambial, e diminuímos nossa exposição em commodities — já reforçamos anteriormente em alguns relatórios que estamos negativos com petróleo e neutros com minério. Em contrapartida, aumentamos novamente teses que se beneficiam de um cenário mais benigno de fluxo e que não são dependentes do crescimento da economia para performarem.

Nos EUA, temos dúvidas sobre como será a próxima temporada de resultados, já que o mercado parece ter ficado bastante animado depois dos bons números reportados no 2T25. Esperamos que alguns setores já comecem a enfrentar desafios provocados pela política tarifária de Donald Trump, o que deve impactar suas margens. Por esse motivo, estamos preferindo uma alocação tática maior em Brasil no momento.

Nos parece que o S&P como um todo não é caro, porém isso está muito mais relacionado a qualidade das empresas de tecnologia do que ao restante do índice — que deve sofrer com a desaceleração da economia e os impactos das tarifas em suas margens. Hoje, nos parece melhor estar em algumas teses de tecnologia do que no restante do índice.

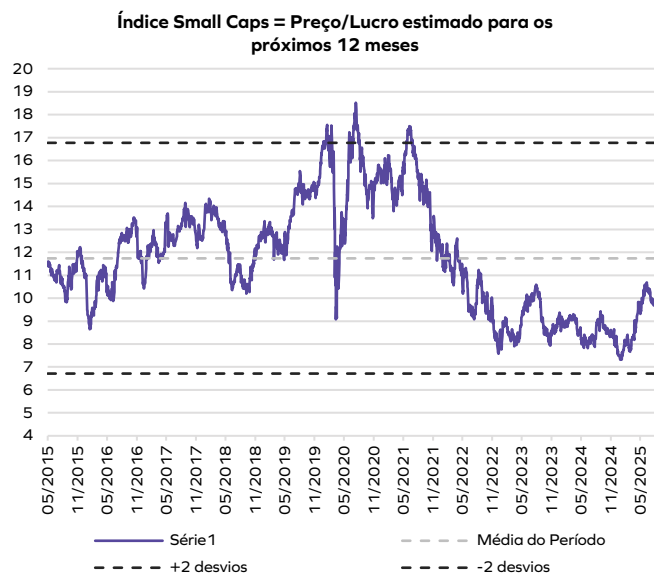
Continuamos reforçando que, apesar de valuations em patamares interessantes, não nos parece fazer sentido alocar em teses que dependam de muitos fatores para que destravem valor. Também continuamos com uma visão que ter cautela nas alocações e exposição em boas empresas é a melhor estratégia para o momento.

Gráfico 9a



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

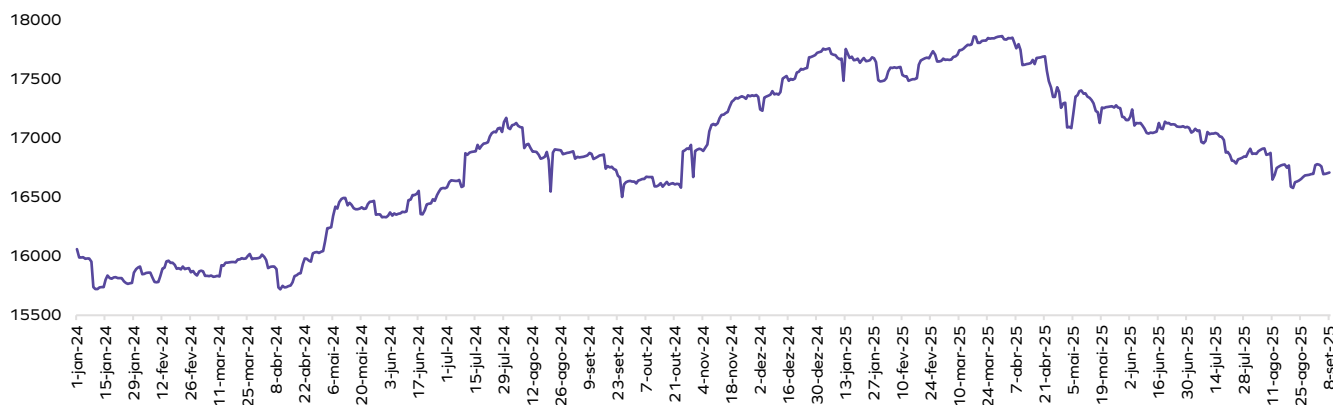
Gráfico 9b



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O mês de agosto foi positivo para a indústria de fundos imobiliários. O IFIX — índice de referência do mercado de FIs — teve performance sólida, com alta de 1,16% no período, e aumentou seus ganhos acumulados em 2025 para 11,58%.

O mês foi bastante positivo para os Fundos de Tijolo, com destaque para os de logística e shoppings. Em contrapartida, os fundos de recebíveis tiveram performance ligeiramente negativa no mês.

No ano, a classe de melhor performance continua sendo os FIAGros — que acumulam valorização de 20,5% em um ano de recuperação após um 2024 bastante desafiador —, seguidos por Logística e Shopping Centers. As classes com pior performance são a de Desenvolvimento e de Fundos de Fundos.

Esperamos que os próximos meses continuem sendo desafiadores para alguns fundos de recebíveis. Isso acontece pois o IPCA apresentou uma variação bastante controlada nos últimos meses, inclusive com deflação no mês de agosto. Qualquer movimento mais acentuado em bons fundos, ocasionados por um dividendo distribuído mais baixo, pode ser considerado uma janela de oportunidade para novos aportes.

Em relação às demais classes de ativos, continuamos vendo um mercado mais agitado, com muitos fundos conseguindo reduzir sua vacância nos últimos meses, com destaque para os de logística. Além da redução do espaço vago, temos visto uma aceleração nas transações, com o grosso ainda acontecendo entre fundos.

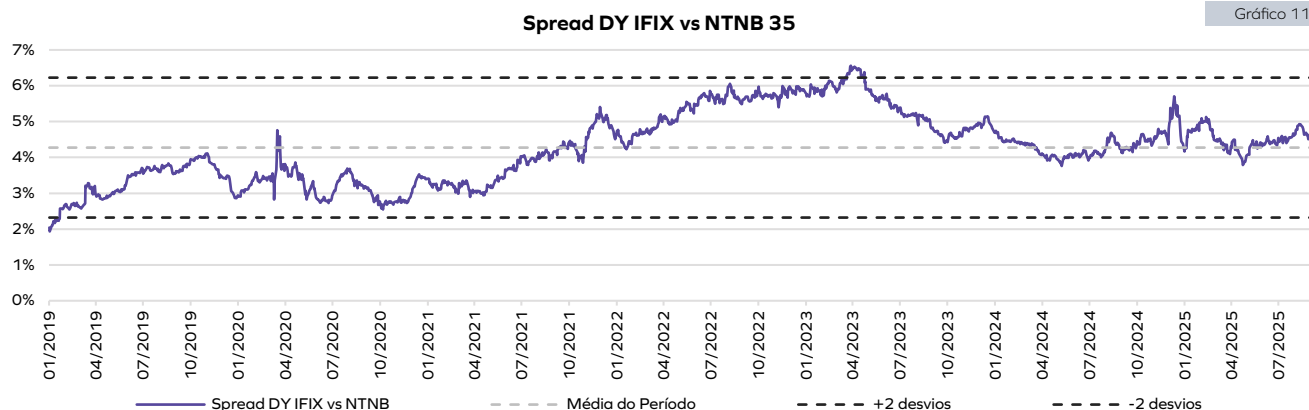
Falando em transações, agosto trouxe uma possível resolução para o problema de alavancagem e fluxo de caixa do XP Malls. O fundo anunciou que irá realizar a venda de participação em nove shoppings, sendo que nenhum dos ativos alienados são de primeira linha. O valor total da alienação é de R\$ 1,6 bilhão, com R\$ 1 bi sendo pago à vista e o restante em até 5 anos.

Estamos falando em “possível resolução” porque o comprador é um fundo que precisará captar recursos para que a transação seja completada. A transação acontece em um cap de aproximadamente 7,5% — o que julgamos como um bom valor. Gostaríamos de ter mais detalhes sobre como acontecerá o pagamento dos outros R\$ 600 milhões e se não será através do aporte de cotas sub no fundo da compradora, que deve ter um prazo determinado de 5 anos.

Mesmo no cenário de aporte — sendo francos, não gostamos desse tipo de transação —, a operação resolve o problema de caixa do XP Malls sem a necessidade de se desfazer de seus principais ativos. Quando tivermos todos os detalhes da transação, traremos uma opinião mais aprofundada.

Continuamos achando o momento da indústria desafiador. Muitos destes desafios são advindos do crescimento acelerado de uma indústria que cresceu antes de amadurecer.

Estamos propondo uma reflexão para que a indústria — que ainda é nova — consiga evoluir para melhor ao longo dos próximos anos. Isso beneficiará todos os participantes e será um marco para os investimentos no Brasil, mas ainda estamos longe deste cenário e temos um longo caminho pela frente.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

Nos Estados Unidos, a curva de juros dos Treasuries registrou forte fechamento após o relatório de emprego de agosto confirmar a desaceleração já observada em julho. Diante do fraco resultado na criação de vagas, o mercado passou a precificar como praticamente certo o início do ciclo de cortes de juros na reunião de 17 de setembro.

Além disso, os contratos futuros passaram a embutir três reduções de 25 pontos base nos juros até o fim do ano — em linha com o nosso cenário base.

No Brasil, o Banco Central manteve a Selic em 15,00% ao ano na reunião de julho, sinalizando estabilidade por um período prolongado para avaliar os efeitos do ciclo de aperto.

No fechamento de 5 de setembro, os contratos futuros precificavam 249 p.b. de cortes até o fim de 2026, levando a Selic a 12,62% a.a. O Focus projeta uma Selic em 12,50% a.a. para dezembro de 2026, ou seja, 250 p.b. de redução a partir de janeiro de 2026.

Em nossa avaliação, a taxa permanecerá em 15,00% até o fim de 2025. No início de 2026, o horizonte relevante da política monetária será deslocado para o primeiro semestre de 2027 — quando as projeções de inflação do Banco Central devem ficar abaixo do centro da meta —, abrindo espaço para o início dos cortes. Nós projetamos a Selic em 11,00% a.a. em dezembro de 2026, patamar abaixo das expectativas do mercado e do Focus, como mostra o gráfico abaixo.

Nos EUA, a surpresa negativa no relatório de emprego reforçou a perspectiva de cortes adicionais pelo Fed. Desde o fim de agosto, a curva de juros americana caiu em todos os vértices, com os rendimentos dos Treasuries de 2 e 10 anos recuando 11 e 15 p.b., respectivamente, para 3,51% e 4,08% em 5 de setembro.

Os títulos de 30 anos, por sua vez, cederam 17 p.b., para 4,76%. Apesar desse movimento, a inclinação da curva entre os Treasuries de 10 e 30 anos atingiu o maior nível recente, de 68 p.b., refletindo preocupações fiscais após o pacote de corte de impostos aprovado pelo Congresso e as pressões políticas do governo Trump sobre o Fed.

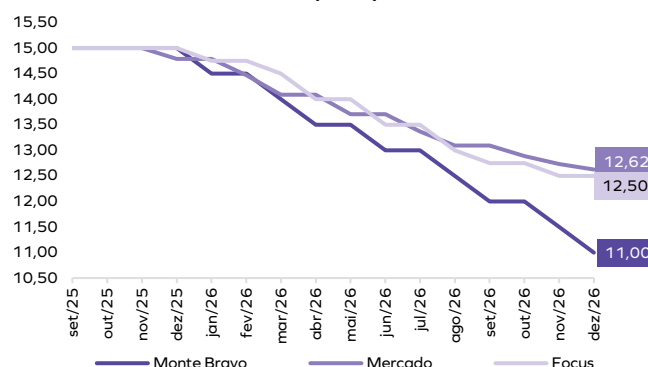
No Brasil, os cupons das NTN-Bs não acompanharam o fechamento da curva prefixada, sobretudo nos vencimentos

mais longos. O orçamento de 2026 — marcado por receitas superestimadas e despesas subestimadas —, somado ao aumento da inclinação da curva de juros americana, contribuiu para esse desempenho. Entre o fim de agosto e 5 de setembro, os títulos indexados à inflação com vencimentos em 2045 e 2050 registraram alta dos cupons, de 12 e 13 pontos-base, respectivamente, para 7,42% e 7,34% a.a.

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.

Gráfico 12

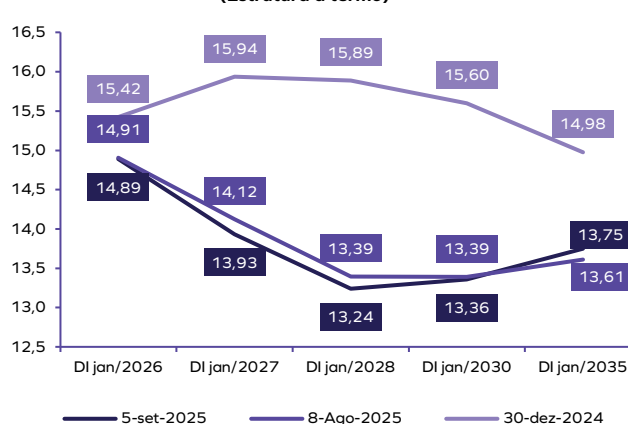
Trajetórias da Taxa Selic: Mercado, Focus e Monte Bravo (% a.a.)



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 13

Curva de Juros Futura - DI (Estrutura a termo)



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.