

montebravo

Carta mensal

Cenário global sustenta alta dos ativos brasileiros apesar da deterioração fiscal

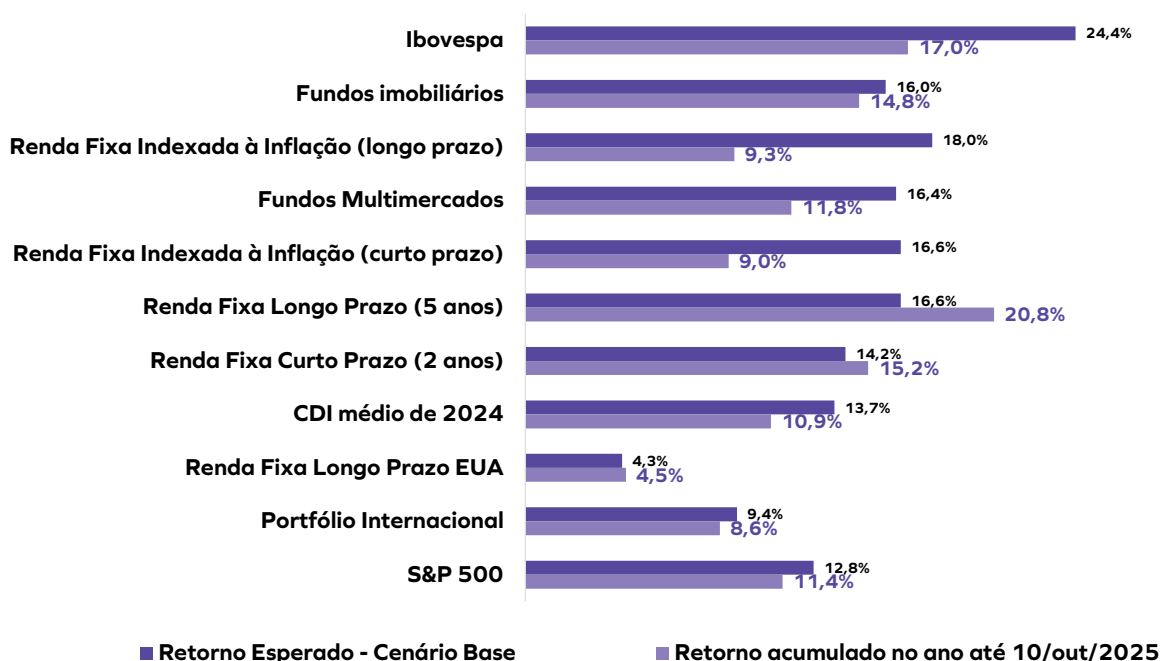
Ajuste fiscal será o grande tema para 2027

Juros em queda nos EUA e maior diversificação dos portfólios globais criam panorama favorável para ativos de risco no mundo.

Apesar da dívida explosiva e da deterioração da conta corrente, ativos brasileiros devem seguir surfando a onda global até o início da campanha eleitoral. A partir daí, a dinâmica dos ativos será dada pela percepção sobre o ajuste fiscal e a dinâmica da dívida em 2027.

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	Logística Shoppings Lajes Papéis	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

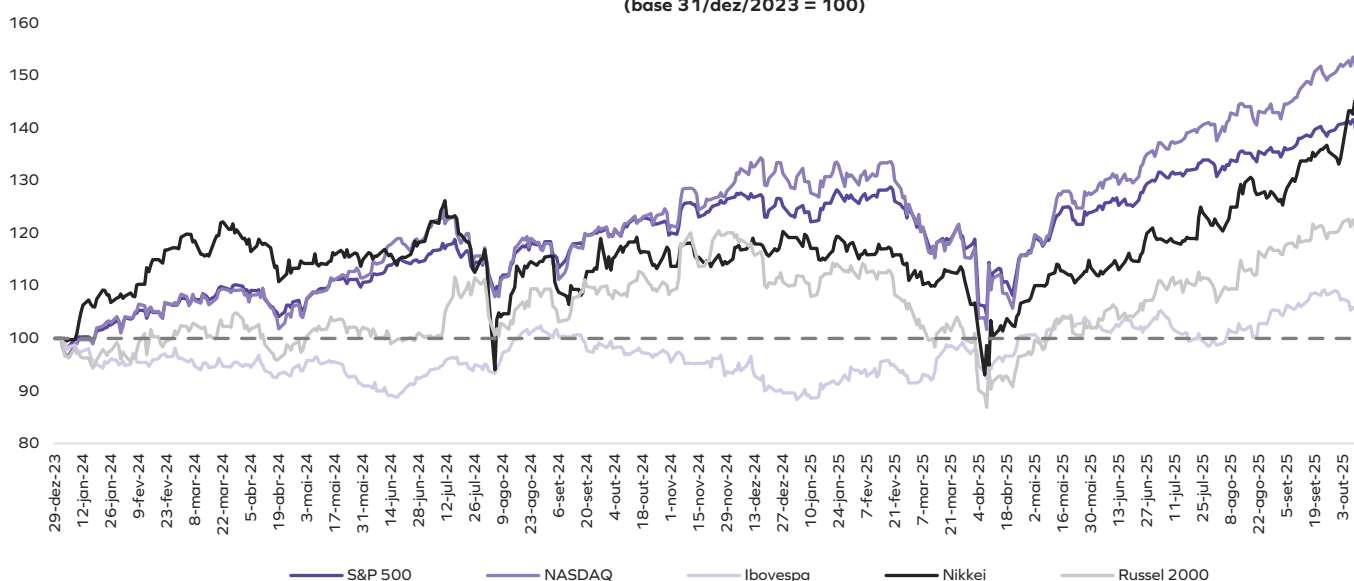
Global: Fed inicia ciclo de cortes, estimulando alta dos ativos de risco no mundo

Na reunião de 17 e 18 de setembro, o Federal Reserve cortou a taxa básica de juros dos Estados Unidos em 25 pontos base, para o intervalo entre 4,00% e 4,25% ao ano, em linha com nosso cenário base. O presidente Jerome Powell classificou a decisão como precaucional diante de uma inflação ainda persistente, mas com o foco de se precaver contra um enfraquecimento maior do mercado de trabalho.

O início do ciclo de cortes sancionou o otimismo do mercado global. O S&P 500 fechou o mês com alta de 3,5%, enquanto o Nasdaq avançou 5,6%, sustentado por ações de tecnologia e IA. Os rendimentos dos Treasuries oscilaram fortemente: os papéis de 10 anos caíram para 4,01% no meio do mês, encerrando setembro em 4,154%. O dólar ficou estável contra as moedas desenvolvidas, mas caiu 2,0% contra o real. O ouro subiu 12,8%.

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

Gráfico 2



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

O Congresso dos EUA não conseguiu aprovar um Orçamento e, em função disso, o governo dos Estados Unidos entrou em paralisação. O shutdown interrompeu operações não essenciais e adiou a divulgação de dados econômicos relevantes, como os relatórios de emprego e inflação. Embora uma paralisação prolongada possa afetar o crescimento, isso não parece provável.

De qualquer modo, a perspectiva de queda de juros nos EUA juntamente com a baixa volatilidade dos juros dos Treasuries e um dólar mais fraco fazem 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 tarifaço dos EUA possam roubar parte do impulso global positivo, os ativos devem manter uma dinâmica construtiva.

Estratégia e alocação

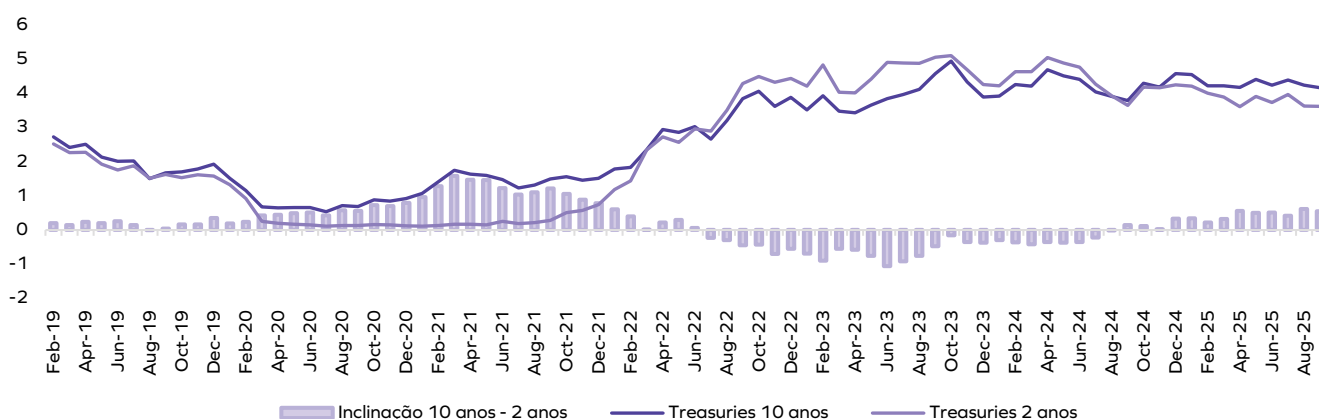
Brasil: Ruídos políticos e fiscais seguraram alta dos ativos no Brasil

Com as incertezas geradas pela desidratação das compensações fiscais para cobrir a perda de arrecadação gerada pela isenção do Imposto de Renda para rendas de até R\$ 5 mil — estimada em torno de R\$ 30 bilhões —, nem todos os ativos brasileiros acompanharam a alta global no mês de setembro.

No campo positivo, enquanto o dólar mensurado pelo índice DXY ficou relativamente estável em 97,8 pontos ao fim do mês, a moeda americana recuou 2,0% ante o real e o Ibovespa avançou 3,4% em setembro. Na renda fixa, porém, poucos benchmarks superaram o CDI de 1,2% neste mês: IRF-M (1,3%); IMA-B (0,5%); IMA-B5+ (0,4%); Pré de 2 anos (1,0%); e Pré de 5 anos (1,6%).

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

Gráfico 3



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

Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

No fechamento de setembro, face a um CDI que acumula 10,4% em 2025, o Ibovespa sobe 21,6% e o dólar PTAX cai 4,1%. Na renda fixa: IRF-M (14,4%), IMA-B (9,4%), IMA-B5+ (10,1%), Pré 2 anos (14,8%) e Pré 5 anos (21,9%).

No quadro global em 2025, os destaques são o S&P500 que acumula 13,7%, o MSCI World com 17,1%, o com Ouro 47,0% e o Bitcoin que avança 22,3%.

Estratégia de Investimentos: Cenário global favorável deve dominar até setembro de 2026

O foco global segue sobre as consequências das políticas de Trump, da trajetória da economia dos EUA e da condução da política monetária pelo Federal Reserve.

A configuração do cenário internacional — com o Fed cortando juros e os EUA conseguindo uma aterrissagem suave da economia — cria uma configuração favorável para os ativos de risco no mundo. Esse panorama trouxe vários ativos e mercados para níveis recordes e deve se manter e impulsionar os ativos brasileiros ao longo dos próximos 12 meses.

No Brasil, apesar da deterioração fiscal, os fluxos sustentavam um viés positivo. Ainda que os cortes de juros só venham em 2026, as curvas tendem a antecipar esse movimento no curto prazo.

No entanto, a sociedade brasileira tem um encontro marcado com a restrição orçamentária em 2027. O Brasil vem enfrentando deteriorações simultâneas nos resultados fiscal e nas transações correntes, o clássico caso dos déficits gêmeos. Esta é uma combinação considerada muito perigosa porque amplia a vulnerabilidade macroeconômica e frequentemente resulta em crises cambiais, aumento de juros, fuga de capitais e perda de confiança.

O cenário atual se assemelha ao período que antecedeu a crise do segundo governo Dilma Rousseff, com gastos públicos excessivos, dívida crescente e deterioração das contas externas.

O mecanismo de agravamento é simples de compreender: o déficit fiscal pressiona a dívida pública, o aumento da percepção de risco eleva os juros e ambos resultam em um crescimento menor. Juros mais altos e crescimento menor pioram a dinâmica da dívida — o que retroalimenta a crise.

As taxas de juros dos títulos mais longos da dívida pública brasileira, as NTN-Bs indexadas ao IPCA, pagam hoje juros reais acima de 7,25% — um patamar claramente incompatível com a estabilidade da dívida. Nesse nível de juros, assumindo um crescimento potencial de 2,0% a 2,5%, seria preciso um superávit primário de 4,0% do PIB (veja na tabela abaixo).

O déficit em transações correntes aumenta a vulnerabilidade externa, em 2025, será a primeira vez desde 2015 que o fluxo de investimentos diretos não cobre o déficit em transações correntes — um claro sinal de que algo está profundamente errado.

As crises do Brasil 2014-2015 (Dilma Rousseff), Grécia 2009-2010 (Crise da dívida europeia), Tailândia 1997 (Início da Crise Asiática) e México 1994 (Crise do Tequila) são exemplos das consequências deste roteiro em países emergentes.

A situação atual do Brasil não é confortável. O déficit nominal está em quase 8% do PIB, enquanto o déficit em conta corrente subiu para 3,5% do PIB. A relação dívida sobre o PIB deve saltar de 71,7% em 2022 para 84% ou 85% em 2026 — uma trajetória assustadoramente ascendente.

Desta forma, à medida que o Brasil se aproxima das eleições presidenciais de 2026, o debate sobre o futuro da política fiscal ganha centralidade. Em vez de focar nos nomes dos candidatos ou na ideologia, este artigo analisa três cenários possíveis para a condução da política econômica com base na dinâmica da dívida pública e seus impactos sobre os ativos financeiros.

Hoje, o déficit primário —no conceito econômico que subtrai as despesas das receitas, único número relevante para a dinâmica da dívida — gira em torno de 1% do PIB. Para estabilizar a dívida, considerando um PIB potencial de 2,5% ao ano e juros reais de 5,5%, seria necessário um superávit primário de 2,5% do PIB, conforme a tabela abaixo:

Primário necessário para estabilizar dívida em (%) do PIB

Gráfico 4

Div/PIB = 84,00 Inicial		Taxa de Juros reais (% a.a.)								
		4,50	4,75	5,00	5,25	5,50	6,00	6,50	7,00	7,25
Crescimento real PIB (% a.a.)	1,50	2,5	2,7	2,9	3,2	3,4	3,8	4,2	4,6	4,8
	1,75	2,3	2,5	2,7	2,9	3,2	3,6	4,0	4,4	4,6
	2,00	2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,4	3,8	4,2	4,4
	2,25	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7	3,2	3,6	4,0	4,2
	2,50	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,9	3,4	3,8	4,0
	2,75	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,7	3,2	3,6	3,8
	3,00	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1	2,5	2,9	3,4	3,6
	3,25	1,1	1,3	1,5	1,7	1,9	2,3	2,7	3,2	3,4
	3,50	0,8	1,1	1,3	1,5	1,7	2,1	2,5	2,9	3,2

Elaboração: Monte Bravo.

Com uma dívida de 84% ou 85% do PIB, o próximo presidente terá que agir rápido para evitar a crise. O ajuste exige contenção de despesas e novas regras de indexação das despesas, pois o atual arcabouço permite que uma série de receitas cresçam acima do PIB nominal, o que — por uma questão aritmética — acaba levando a um déficit maior e uma dívida explosiva.

Quanto mais forte e mais crível for o ajuste, menor os juros que o mercado vai exigir para rolar a dívida e, consequentemente, menor o esforço primário, tudo o mais constante.

Cenários

Gráfico 5

O que acontece					Alta credibilidade Mercado antecipa ajuste Ativos disparam		Baixa credibilidade Mercado espera ajuste Ativos caem e estabilizam		Sem ajuste => crise Mercado antecipa crise Ativos afundam	
Cenário					Otimista		Neutro		Pessimista	
Política Fiscal					Ajuste fiscal 27-30		Déficit > -0,90% PIB		Déficit < -1% PIB	
Política Monetária					IPCA converge em 27		BC mira 2027		BC abandona metas	
ANO / Probabilidades					50%		15%		35%	
Variáveis Macro	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2026p	2027p	2026p	2027p
PIB (% a.a.)	3,00	3,20	3,40	1,90	2,25	3,25	2,00	2,00	1,75	0,75
IPCA (% a.a.)	5,80	4,60	4,80	4,90	4,50	3,25	6,00	6,00	8,50	11,00
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	12,25	15,00	10,00	9,00	13,00	13,00	16,00	18,00
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,22	4,84	6,19	5,60	5,00	4,50	6,25	6,50	6,80	9,00
Juro Real (% a.a.)	7,72	6,84	7,11	9,52	5,26	5,57	6,60	6,60	6,91	6,31
Resultado Primário (% PIB)	1,28	-2,30	-0,40	-0,80	-0,90	1,40	-1,00	0,50	-1,50	-1,50
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,7	73,8	76,5	82,0	84,9	85,0	85,9	88,4	89,5	98,2
Variação Anual Dívida / PIB	-6,3	2,1	2,7	5,5	2,9	0,1	3,9	2,5	7,6	8,7

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

Cenário Otimista: Ajuste com alta credibilidade (Probabilidade: 50%)

Neste cenário, o novo governo promove um ajuste fiscal robusto e crível com foco em corte de gastos e reformas estruturais. A dívida/PIB se estabiliza e começa a cair, com resultado primário positivo de 1,4% em 2027 e 2% em 2028.

A credibilidade faz o mercado financeiro antecipar os efeitos do ajuste e, com o retorno da confiança, os preços dos ativos sobem. A queda da percepção de risco derruba os juros e favorece o investimento e o crescimento econômico se mantém próximo ao potencial, com PIB crescendo 2,2% em 2026 e 3,2% em 2027.

A projeção para o final de 2026 neste cenário é que o Ibovespa chegaria aos 225 mil pontos, um retorno da ordem de 55%. O IMA-B5+ e o IFIX avançariam mais de 30%, com o

O Arcabouço Fiscal em 2023 conquistou elevada credibilidade no seu lançamento. A mudança das metas em abril de 2024, porém, levou a uma disparada do risco e, posteriormente, a inclusão de inúmeras despesas fora da regra destruíram completamente a credibilidade da âncora fiscal. Esta é a razão pela qual o custo da dívida está no mesmo patamar da crise de 2013-16.

Assim, se nada for feito, a relação dívida sobre o PIB vai cruzar 90% em 2028 — um limiar que os economistas consideram um teto para países emergentes. Por isso, a opção é entre um ajuste organizado e uma crise fiscal profunda.

câmbio apreciando para R\$ 4,75 e a Selic recuando para 10% ao ano no final de 2026.

Do ponto de vista social e político, este cenário exige decisões difíceis com impactos diretos sobre programas sociais e investimentos públicos. No entanto, o ganho de médio e longo prazo é enorme porque, ao evitar a crise, o crescimento sustentado gera ganhos de renda, emprego e mais inclusão. A aceitação popular dependerá da capacidade do governo de comunicar os benefícios de longo prazo.

Cenário Neutro: Ajuste com baixa credibilidade (Probabilidade: 15%)

Aqui, o governo eleito tenta realizar um ajuste, mas carece de credibilidade para convencer os agentes econômicos. O resultado primário permanece negativo em 2026 (-1%) e apenas marginalmente melhora em 2027 (0,5%). A dívida/

PIB sobe para 85,9% em 2026 e 88,4% em 2027 — um limiar que não é compatível com um país emergente.

O mercado reagiria com cautela e, ao final de 2026, teríamos: o Ibovespa caindo 7%, o IMA-B5+ subindo 15% — devido à inflação e aos juros de carregamento — e o IFIX avançando modestos 5%. O câmbio depreciaria para R\$ 6,80 por dólar e a Selic permaneceria elevada em 13% a.a.

Do ponto de vista social, este cenário gera frustração. A tentativa de ajuste sem entrega concreta pode aumentar a polarização e reduzir a confiança nas instituições. Mas, se o ajuste for implementado, ainda que gradualmente, os resultados vão aparecer e a dinâmica positiva pode se reestabelecer.

Cenário Pessimista: Sem ajuste, economia entra em recessão (Probabilidade: 30%)

Neste cenário, o governo não promove ajuste fiscal. O déficit primário se mantém em -1,5% do PIB, e a dívida/PIB sobe para 89,5% em 2026 e 98,2% em 2027. O crescimento desacelera para 0,8% em 2027 e 1,7% em 2028.

A economia entra em recessão, o desemprego aumenta e o apoio social e político evapora. A dinâmica repete a deterioração econômica e política sob Dilma entre 2013 e 2016. Os ativos reagem negativamente, e ao final de 2026, te-

riamos: o Ibovespa em queda de 31%, o IMA-B5+ subindo 10% — com a inflação compensando a alta das taxas — e o IFIX operando na estabilidade. O câmbio depreciaria rapidamente para R\$ 7,80 por dólar, refletindo uma forte saída de recursos, enquanto a Selic subiria para 18% a.a. — o que seria insuficiente para convergir a inflação para meta ou para deter a deterioração das expectativas.

Do ponto de vista social, este é o cenário mais preocupante. A ausência de ajuste compromete a capacidade do Estado de investir e proteger os mais vulneráveis, aprofundando desigualdades e tensões sociais. A recessão gera tensão social e perda de apoio no Congresso, criando o risco de instabilidade política.

Assim, a eleição de 2026 será decisiva para o futuro fiscal do Brasil. Mais do que nomes, o que estará em jogo é a capacidade do próximo governo de enfrentar o desafio de estabilizar a dívida pública. Os mercados já ponderam os riscos e a sociedade começa a entender que o ajuste fiscal não é apenas uma questão técnica — é uma escolha política com profundas implicações sociais.

Para os próximos 12 meses, no entanto, os riscos parecem sob controle e a onda global favorável domina a dinâmica dos ativos.

Gráfico 6

PROJEÇÃO DE RETORNO NO CENÁRIO BASE						Retornos (%)		Em 2025 (%)		Até 2026
Ativos Globais	2023	2024	7-out-25	2025p	2026p	2025p	2026p	YTD*	YTGP*	(%) Acum.
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,57	4,15	4,00	4,00	9,5	4,0	7,2	2,2	6,3
S&P 500	4.770	5.882	6.755	6.900	7.400	17,3	7,2	14,8	2,1	9,5
DXV	101,3	108,5	98,1	97,0	95,0	-10,6	-2,1	-9,6	-1,1	-3,2
Ativos Brasil										
Ibovespa	134.185	120.283	143.608	150.000	225.000	24,7	50,0	19,4	4,5	56,7
Dólar	4,84	6,19	5,31	5,60	5,00	-9,6	-10,7	-14,2	5,4	-5,9
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	7,38	7,29	7,00	5,25	16,5	32,2	9,9	6,6	40,9

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)	14,2	5,9	11,8	2,2	8,2
Portfólio 60 / 40 (em R\$)	3,3	-5,4	-4,1	7,7	1,9

Dado o cenário global favorável, a dinâmica dos próximos 12 meses — que terminam justamente em setembro — deve seguir o ritmo recente. Com um CDI projetado de 13,70% para os próximos 12 meses implica em uma taxa real de juros de 8,70%, considerando um IPCA de 4,60%, a recomendação segue sendo manter um portfólio diversificado, com parcela relevante exposta ao dólar.

Renda Fixa Brasil: A classe tem um histórico de entregar algo próximo de IPCA + 5% a.a. em períodos longos (10 anos). Com a taxa Selic em 15% a.a., a renda fixa segue como pilar das alocações por oferecer uma relação risco-retorno bastante atrativa.

Os títulos prefixados estão atraentes com a perspectiva de cortes de juros no início de 2026. Enquanto isso, os papéis indexados ao IPCA (NTN-B) oferecem um cupom de mais de 7% acima da inflação, com potencial de ganhos de capital em caso de ajuste fiscal em 2027.

Ações Brasil: O cenário global continua favorecendo os ativos emergentes. Mantemos a projeção de que o Ibovespa alcance 150 mil pontos até o final de 2025 e 175 mil pontos em 12 meses.

Proteção: A proteção com opções sobre ações segue como excelente alternativa. Os juros elevados e a volatilidade reduzida diminuíram o custo de proteção. Com isso, proteger contra 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 de Ações Monte Bravo.

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. No entanto, é essencial uma curadoria criteriosa da carteira.

Dólar: O cenário global pode permitir a apreciação do real até R\$ 5,25 por dólar, mas o final do ano deve registrar um dólar mais próximo de R\$ 5,60 por conta do risco fiscal e das incertezas eleitorais.

Alocação de ativos: Cenário global favorável sugere manter alocação diversificada em risco

Nesse contexto, a recomendação segue de um portfólio diversificado, com uma parcela relevante exposta ao dólar.

Em outubro, a alocação foi ajustada com uma leve redução na exposição internacional e na posição em renda fixa prefixada em favor de fundos imobiliários e de fundos multi-

mercados. A decisão reflete a expectativa de que o ciclo de afrouxamento monetário impulse os retornos desse segmento — à medida que os cortes de juros ficam mais próximos e a percepção de que a classe de multimercados deve voltar a gerar um alfa significativo com boa relação entre risco e retorno.

Gráfico 7

Carteira Sugerida Monte Bravo

Outubro - 25

Cenário Base			Perfil			
Classe	Benchmark	R[E] 12 m	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	13,7%	80,0	20,0	5,0	3,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	14,3%	5,0	15,0	12,0	10,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	16,3%	15,0	28,0	32,0	35,0
Multimercado	IHFA	16,4%		8,0	8,0	7,0
Fundos Imobiliários	IFIX	17,4%		8,0	10,0	7,0
Renda Variável	Ibovespa	21,9%		7,0	15,0	20,0
Alternativos	Não possui	18,7%		2,0	3,0	4,0
Internacional	60 /40	13,3%		12,0	15,0	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.

Cenário Macroeconômico

Internacional

Nos Estados Unidos, o Federal Reserve confirmou nossa expectativa e reduziu a taxa de juros em 25 pontos base na sua última reunião, em setembro. O Fed também sinalizou dois cortes nas suas próximas reuniões, em outubro e dezembro, conforme a mediana das projeções do comitê divulgada após a decisão, que devem levar a taxa de juros para 3,75% ao ano em dezembro.

Embora a paralização (shutdown) do governo norte-americano tenha adicionado uma fonte de incerteza no curto prazo — com impactos no emprego e serviços públicos —, avaliamos que a natureza temporária desse choque não altera a tendência vista nos dados, que apontam enfraquecimento do mercado de trabalho e impacto moderado das tarifas na inflação.

O núcleo do PCE e do CPI de agosto se mantiveram bem-comportados, com a contaminação das tarifas seguindo contida em ambos os indicadores. O núcleo do PCE registrou alta de 0,2% na margem em agosto, com o núcleo de bens registrando deflação de 0,11% na margem devido à queda de itens menos sensíveis às tarifas.

Em termos anuais, o núcleo do PCE acumula alta de 2,9% em agosto, abaixo das expectativas de que o núcleo atingiria 3,3% a 3,4% nesse período do ano no auge do impacto das tarifas. Essa diferença ressalta o comportamento benigno dos preços até esse momento e indica que o repasse será menos intenso e de modo mais gradual do que o esperado.

O mercado de trabalho registrou desaceleração relevante até agosto. A geração de empregos atingiu 22 mil vagas — reduzindo as médias móveis de 3 e 6 meses para 29 e 64 mil vagas, respectivamente.

Apesar da postergação da divulgação do relatório de emprego de setembro, as estimativas indicam recuperação para cerca de 80 mil vagas no período — ainda abaixo do nível de equilíbrio de 185 mil empregos necessário para manter a taxa de desemprego estável.

Mesmo com o arrefecimento dos dados de emprego, a renda manteve ganhos sólidos, o que sustentou o consumo. Assim,

o acompanhamento (tracking) do crescimento aponta alta em torno de 3,0% na margem no terceiro trimestre. Esse desempenho acima do esperado levou à revisão da projeção do PIB de 1,9% para 2,1% em 2025.

Em relação à política monetária, mantemos a expectativa de continuidade dos cortes de juros pelo Fed, com duas novas reduções de 25 p.b. na taxa de juros nas reuniões de outubro e dezembro. Em janeiro de 2026, esperamos uma redução adicional de 25 p.b., levando a taxa de juros para 3,50% a.a. no final do ciclo de cortes.

Na China, os indicadores de confiança melhoraram em setembro, especialmente na indústria e na construção.

O PMI industrial superou as expectativas e subiu para 49,8 pontos, impulsionado por avanços nos componentes de produção, novas ordens e emprego. Já o PMI de serviços enfraqueceu na margem, reforçando sinais de demanda doméstica fraca, refletidos no baixo crescimento das vendas do varejo.

O governo tem reagido aos dados mais fracos, anunciando no fim de setembro uma nova ferramenta financeira de 500 bilhões de yuans para financiar investimentos de governos locais. Esse montante equivale a cerca de 20% a 25% dos investimentos totais e poderá alavancar aproximadamente 2 trilhões de yuans em novos projetos.

Esperamos que novas medidas de estímulo sejam anunciadas entre 20 e 23 de outubro, durante a 4ª Reunião Plenária do Politburo — principal instância de decisões econômicas do governo. As medidas devem focar em objetivos de longo prazo, como a reforma do sistema tributário, a compra de estoques de moradias para conversão em habitação social e a melhoria dos sistemas de saúde e previdência.

Os indicadores divulgados até setembro confirmam a expectativa de moderação do crescimento do PIB chinês, que deve avançar 4,5% em termos anuais no terceiro trimestre. A projeção de crescimento para 2025 se mantém em 4,7%.

Brasil

Os dados de atividade divulgados referentes ao 3º trimestre têm reforçado os sinais de desaceleração da atividade no 2º semestre desse ano. A indústria tem sofrido mais claramente nos últimos meses, com a desaceleração da produção de bens de consumo e de capital.

Apesar da recuperação observada, com a alta de 0,8% na margem em agosto, a indústria acumula queda de 0,3% em termos trimestrais no período. A produção de bens de consumo e de capital contraíram 2,4% e 1,1%, respectivamente, na mesma base de comparação.

Os segmentos mais sensíveis às taxas de juros — como máquinas, equipamentos, produtos eletroeletrônicos e automóveis — têm sido particularmente impactados, evidenciando a transmissão da política monetária. As vendas do varejo também vêm sentindo o aperto monetário.

As vendas ligadas ao crédito desaceleraram significativamente nos últimos meses, acumulando queda de 3,4% em termos trimestrais até julho. Desde o pico observado em janeiro, as vendas sensíveis aos juros recuaram 5,1%, enquanto as sensíveis à renda caíram 1,1% entre março e julho.

O mercado de trabalho também mostrou moderação no terceiro trimestre. O ritmo médio de geração de vagas foi de 71 mil entre julho e agosto — abaixo da média de 126 mil do segundo trimestre. A perda de dinamismo é disseminada entre os setores, mas indústria e construção civil apresentaram forte desaceleração e passaram de 26 mil vagas na média móvel de três meses até junho para 9,9 mil até agosto.

Os dados já divulgados reforçam nosso cenário de forte redução do crescimento no 2º semestre, com o crescimento do PIB desacelerando para 0,1% na margem no 3º trimestre. Mantemos a expectativa que a economia manterá um ritmo de 0,1% de alta no 4º trimestre, encerrando com alta de 1,9% em 2025. Para 2026, a expectativa é de ligeira aceleração do crescimento com os cortes de juros, elevando o crescimento do PIB para 2,0%.

A inflação apresentou comportamento mais favorável em setembro, embora seja necessária confirmação dessa tendência nos próximos meses. Os núcleos de inflação desaceleraram, com a média trimestral anualizada recuando para 4,4%, abaixo do teto da meta. O núcleo de bens caiu de 0,49% em agosto para 0,09% em setembro. Nos serviços, a média móvel trimestral também arrefeceu, de 5,8% em agosto para 4,8% em setembro — ainda elevada, mas inferior aos 6% observados no primeiro semestre.

O cenário de inflação menos pressionada, combinada com sinais de desaceleração da atividade econômica — refletidos na perda de fôlego da indústria, na fraqueza das vendas do varejo e na moderação do mercado de trabalho — cria um ambiente mais propício para que o Banco Central considere o início de um ciclo de cortes de juros nos próximos meses.

Nossa visão é que até o início de 2026 a inflação projetada pelo Banco Central no horizonte relevante vai estar na meta. Isso deve levar o Banco Central a promover o início do ciclo de cortes de juros a partir de janeiro de 2026, levando a taxa Selic para 11% a.a. no final do ciclo.

O ajuste fiscal continua sendo o principal desafio. Após a derrota do governo na medida provisória que buscava compensar a perda de arrecadação decorrente da limitação do aumento do IOF, surgem dois desafios centrais.

No curto prazo, a MP previa um impacto positivo de R\$ 15 bilhões (0,1% do PIB), entre aumento de receitas e cortes de despesas. Assim, será essencial que o governo encontre alternativas para recompor essa perda. Entre as opções está o envio de projetos de lei com partes das medidas, como a norma que restringe o uso de créditos de compensações tributárias, que — segundo estimativas oficiais — poderia gerar cerca de R\$ 10 bilhões. Além disso, há R\$ 4,3 bilhões em medidas de contenção de despesas, como a limitação do auxílio por incapacidade temporária via Atestmed, do seguro-defeso e da compensação previdenciária. Essas medidas poderiam ser votadas separadamente com baixa resistência no Congresso.

Para 2026, a MP previa ganhos de receita e cortes de gastos equivalentes a R\$ 31,6 bilhões (0,2% do PIB), o que torna o desafio de recomposição ainda maior. Considerando o projeto de orçamento para 2026, o governo continua superestimando receitas e subestimando despesas — especialmente com benefícios previdenciários, abono, seguro-desemprego e BPC. Assim, a queda da MP eleva o risco fiscal e exige a apresentação de alternativas para compensar a perda de receitas e reduzir despesas no próximo ano.

Mantemos a projeção de déficit primário consolidado de 0,8% do PIB em 2025, sendo 0,6% do PIB para o governo central e 0,2% para Estados e municípios. Em 2026, projetamos deterioração adicional do resultado do governo central para um déficit de 0,8% do PIB, enquanto Estados e municípios devem manter déficit de 0,2% — resultando em déficit consolidado de 1,0% do PIB.

As contas externas também se deterioraram nos últimos trimestres, refletindo a redução do superávit comercial, o aumento das despesas com serviços e a elevação das remessas

de lucros e dividendos. O déficit em conta corrente atingiu 3,5% do PIB em agosto, contra 1,9% em agosto de 2024.

A entrada de investimento direto no país também desacelerou, passando de 3,6% do PIB em fevereiro para 3,2% em 12 meses até agosto, o que faz com que esses fluxos já não cubram integralmente o déficit em conta corrente. Essa situação deixa o financiamento externo mais vulnerável, dependente de captações corporativas e do apetite estrangeiro por ativos de renda fixa e variável.

A vulnerabilidade é ainda mais evidente ao se considerar que o déficit nominal, que inclui o pagamento de juros, está em 7,8% do PIB. Assim, os chamados “déficits gêmeos” — soma do déficit nominal e do déficit em conta corrente — chegam a 11,3% do PIB. Em economias emergentes como a brasilei-

ra, patamares dessa magnitude costumam resultar em forte correção da taxa de câmbio real caso não haja ajuste fiscal.

O aumento do risco fiscal, combinado à sazonalidade negativa das contas externas — marcada por menor superávit comercial, maiores remessas de lucros e dividendos e aumento das despesas com serviços, como viagens e fretes — tende a pressionar o câmbio.

Embora a valorização recente do real tenha sido mais forte do que o previsto, alterando o ponto de partida para os próximos meses, seguimos esperando uma depreciação de 4% a 5% até o fim de 2025. Assim, revisamos a projeção de câmbio para o fechamento de 2025 de R\$ 5,80 para R\$ 5,60 por dólar.

Renda Variável

Setembro foi mais um mês positivo para as ações no Brasil, com o **Ibovespa subindo 3,4% em reais**. O movimento refletiu o **aumento do apetite global por risco após o Federal Reserve iniciar o ciclo de cortes de juros nos Estados Unidos em setembro**, evento que reaqueceu os fluxos para mercados emergentes.

A combinação entre **desaceleração da atividade doméstica e inflação ligeiramente acima do teto da meta** sustenta um cenário de início gradual dos cortes de juros por aqui — estimados em **até 400 pontos base ao longo de 2026, levando a Selic para cerca de 11% ao final do ano**. Entretanto, a manutenção de **juros reais longos em torno de 7,5%** segue sendo um dos principais entraves a uma reprecificação mais intensa dos ativos locais.

Esse rali do Ibovespa — em grande parte reflexo de uma reprecificação global de risco — poderia ser ainda mais vigoroso **não fosse a persistência dos desafios fiscais domésticos**, que continuam elevando o prêmio exigido sobre as taxas de longo prazo e limitando a expansão dos múltiplos de valuation. Ainda assim, **as entradas líquidas de capital estrangeiro permaneceram robustas**, com **R\$6,2 bilhões em setembro e R\$27,5 bilhões no acumulado do ano**, o que tem oferecido sustentação adicional à bolsa.

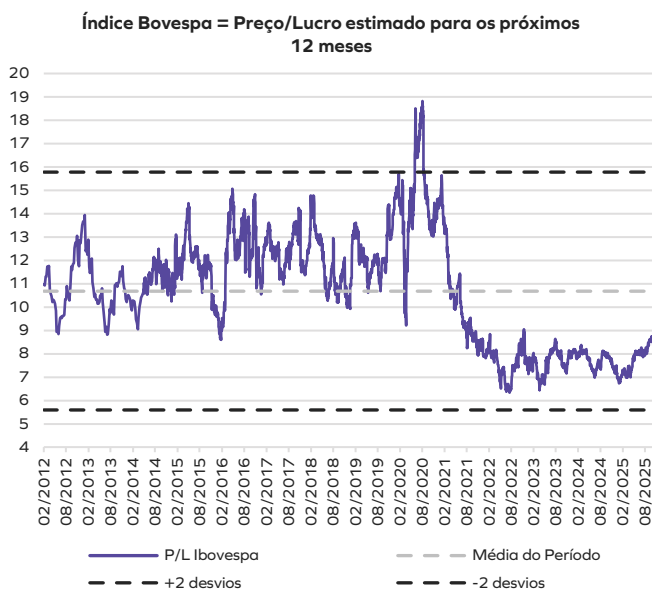
Nesse contexto, as decisões de alocação exigem equilíbrio: **ficar fora do rali pode custar performance**, mas **ignorar os riscos estruturais**, especialmente os fiscais, pode levar a armadilhas de alocação em papéis mais vulneráveis a uma eventual reversão do humor global. Assim, mantemos **exposição relevante à Bolsa**, mas com preferência por **companhias menos sensíveis ao ciclo doméstico** e com **drivers idiossincráticos de valor**.

O mês reforçou a assertividade da nossa estratégia: a **redução de posições em commodities** mostrou-se acertada, enquanto o **aumento em teses mais específicas** contribuiu positivamente para o desempenho.

Por fim, ainda que os **valuations permaneçam atrativos** — o Ibovespa negocia a **10x P/L projetado 12 meses ex-Petrobras e Vale**, um desvio-padrão abaixo da média histórica. Seguimos entendendo que **prudência e seletividade** são as melhores defesas neste momento.

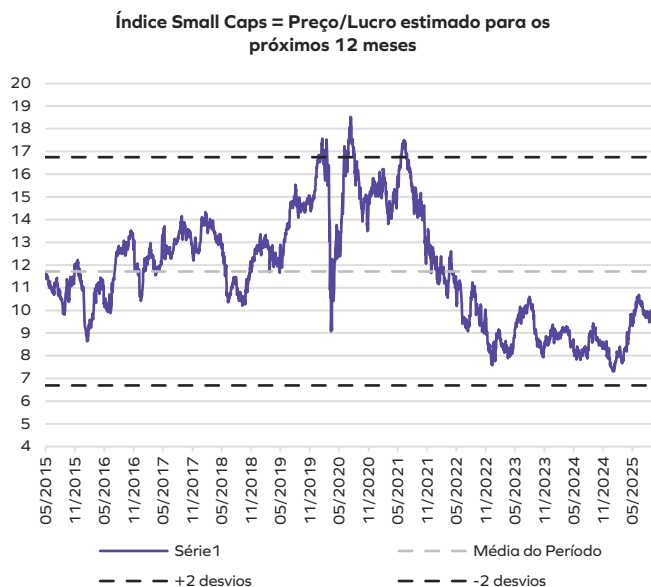
Empresas de qualidade, com geração de caixa sólida e estabilidade operacional continuam sendo a nossa prioridade e estamos evitando teses que dependam de múltiplos gatilhos para destravar valor. Em um ambiente de transição para um ciclo de afrouxamento monetário, a disciplina na alocação segue sendo a estratégia mais adequada.

Gráfico 8a



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

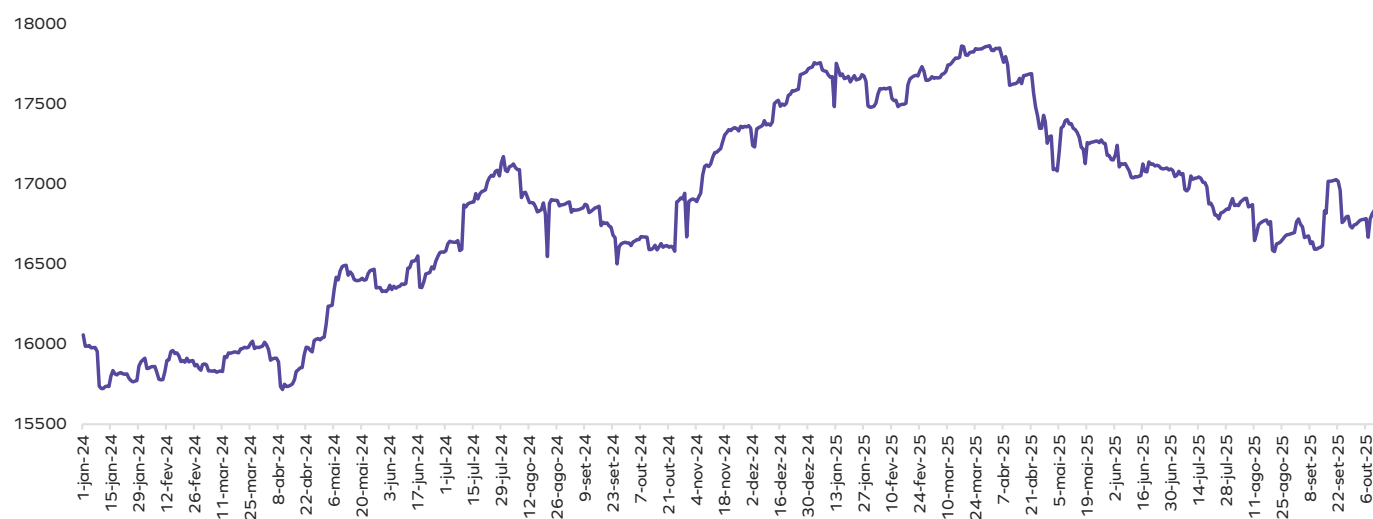
Gráfico 8b



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

Gráfico 9



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O mês de setembro foi novamente positivo para a indústria de Fundos Imobiliários. O **IFIX, índice de referência do segmento, registrou alta de 3,3% no período e ampliou os ganhos acumulados em 2025 para 15,2%.**

Os **fundos de tijolo** foram os principais destaques no mês, em especial os **segmentos de logística e shoppings**. Já os **fundos de recebíveis**, conforme havíamos comentado em nossas últimas interações, mantiveram uma **performance mais tímida**.

No acumulado do ano, a classe de melhor desempenho continua sendo a dos **FIAgros**, com valorização de **25,2%**, em recuperação após um **2024 bastante desafiador**. Surfamos parte desse movimento, mas **reduzimos nossas posições há algum tempo pois já não enxergamos uma assimetria relevante** na classe. Temos três motivos para esse movimento: (i) a forte valorização diminuiu a assimetria; (ii) temos algumas dúvidas quanto à **saúde financeira do agronegócio** como um todo; e (iii) **mudanças regulatórias em discussão** podem gerar impactos para o setor.

Outro destaque positivo no ano vem dos **fundos de logística**, com **alta acumulada de 22,2%**. Essa é uma classe na qual **mantivemos exposição com conforto**, pois os fundamentos permanecem sólidos: **queda na vacância, absorção líquida positiva, aumento nos aluguéis por metro quadrado** e, principalmente, uma **assimetria de preços bastante atrativa** em nossa avaliação.

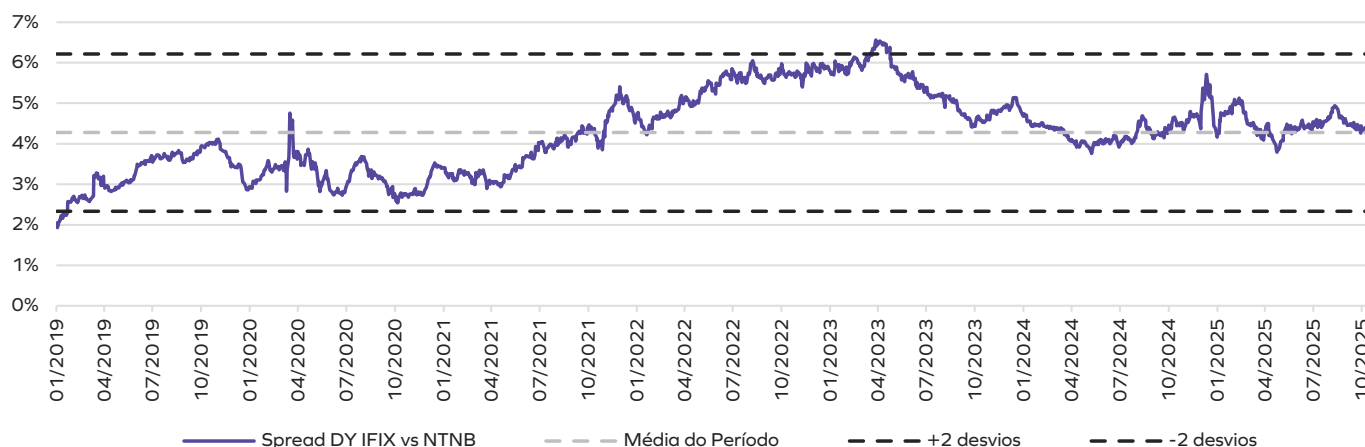
Nos **fundos de recebíveis**, segmento que tem apresentado performance abaixo do IFIX, continuamos adotando uma **postura conservadora**. Temos **reduzido gradualmente a alocação em fundos high yield** e mantido uma **carteira equilibrada entre indexadores CDI e IPCA**, buscando preservar o equilíbrio entre retorno e risco de crédito.

No caso das lajes corporativas, continuamos vendo **assimetria positiva**, com **redução consistente da vacância nos últimos trimestres**. Ainda assim, **mantemos uma alocação menor na classe**, dado o **carrego mais limitado e o número reduzido de ativos com perfil de investimento adequado**. Para investidores com maior familiaridade com o segmento e disposição para buscar **ganhos de capital**, ainda há **boas oportunidades pontuais**.

De forma mais ampla, seguimos entendendo que a **indústria de FIIs atravessa um momento desafiador**, marcado por **desequilíbrios típicos de um setor que cresceu rapidamente antes de amadurecer**. É importante que, ao longo dos próximos anos, o mercado passe por um processo de **consolidação e aprimoramento institucional**, capaz de **eleva a qualidade da gestão, a transparência e a comunicação com o investidor**. Essa evolução beneficiará todos os participantes e poderá representar um **marco de maturidade para os investimentos no Brasil** — mas ainda há um longo caminho pela frente.

Spread DY IFIX vs NTNB 35

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

Nos Estados Unidos, a curva de juros dos Treasuries seguiu na tendência de fechamento após a confirmação do início do ciclo de corte de juros pelo Federal Reserve na reunião de setembro e a sinalização de que deverão ocorrer dois cortes adicionais nas reuniões de outubro e dezembro. Além disso, o anúncio pelo presidente Donald Trump de tarifas de 100% sobre as importações chinesas como resposta à decisão do governo chinês de impor restrições à exportação de terras raras teve forte impacto na curva de juros — o que também contribuiu para a intensificação do fechamento da curva de juros americana.

No Brasil, o Banco Central segue com a taxa de juros estável em 15% ao ano e sem sinais de cortes no curto prazo, com a sinalização de estabilidade da política monetária por um período prolongado para avaliar os efeitos do ciclo de aperto. A queda da Medida Provisória 1303 — que buscava alternativas para compensar a impossibilidade de aumento do IOF — implicou no aumento do risco fiscal, especialmente para 2026. Considerando a perda de arrecadação e de medidas de corte de gastos, o prejuízo total para os cofres públicos é de R\$ 31,6 bilhões.

No fechamento de 10 de outubro, os contratos futuros precificavam 204 pontos base de cortes até o fim de 2026, levando a Selic para 12,91% ao ano. O Focus projeta os juros a 12,25% a.a. em dezembro de 2026, ou seja, 275 pontos-base de redução a partir de janeiro de 2026, alta de 25 p.b. ante o patamar do início de setembro.

Em nossa avaliação, a Selic permanecerá em 15% a.a. 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 do Banco Central devem ficar abaixo do centro da meta —, abrindo espaço para o início dos cortes. Projetamos a Selic em 11% a.a. em dezembro de 2026, patamar abaixo das expectativas do mercado e do Focus, como mostra o gráfico abaixo.

Nos EUA, o início do corte de juros pelo Fed e o anúncio de tarifas de importação sobre os produtos chineses tiveram impacto na curva de juros. Desde o início de setembro, a curva de juros americana caiu em todos os vértices, com os rendimentos dos Treasuries de 2 e 10 anos recuando 12 e 20 p.b.,

respectivamente, para 3,50% e 4,03% em 10 de outubro. Os títulos de 30 anos cederam 31 p.b., para 4,62%.

No Brasil, os cupons das NTN-Bs tiveram uma dinâmica de deterioração ao longo de setembro e no início de outubro, acompanhando a curva de juros prefixada. O aumento do risco fiscal e o volume elevado de leilões do Tesouro Nacional de NTN-Bs com prazo mais longo pressionaram a curva de cupons dos papéis. Entre o começo de setembro e 10 de outubro, os títulos indexados à inflação com vencimentos em 2045 e 2050 registraram alta dos cupons de 8 e 7 p.b., para 7,45% e 7,36% a.a., respectivamente.

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. Ressaltamos também a importância de uma seleção criteriosa desses ativos, sobretudo no cenário atual.

Gráfico 11

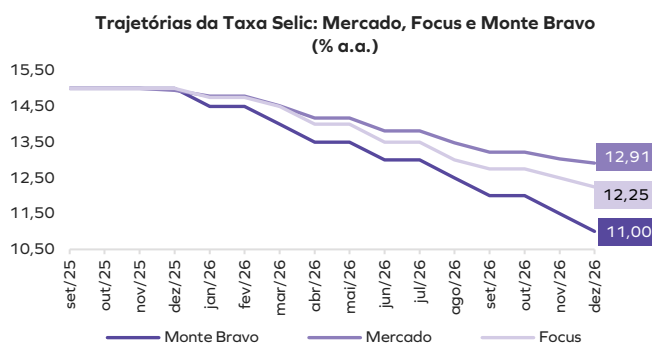
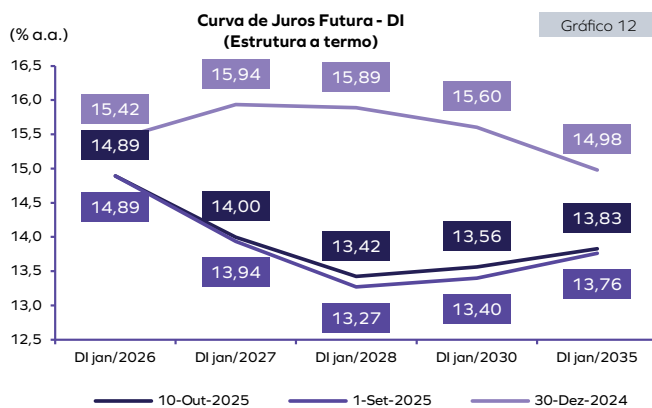


Gráfico 12



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.