

montebravo

Carta mensal

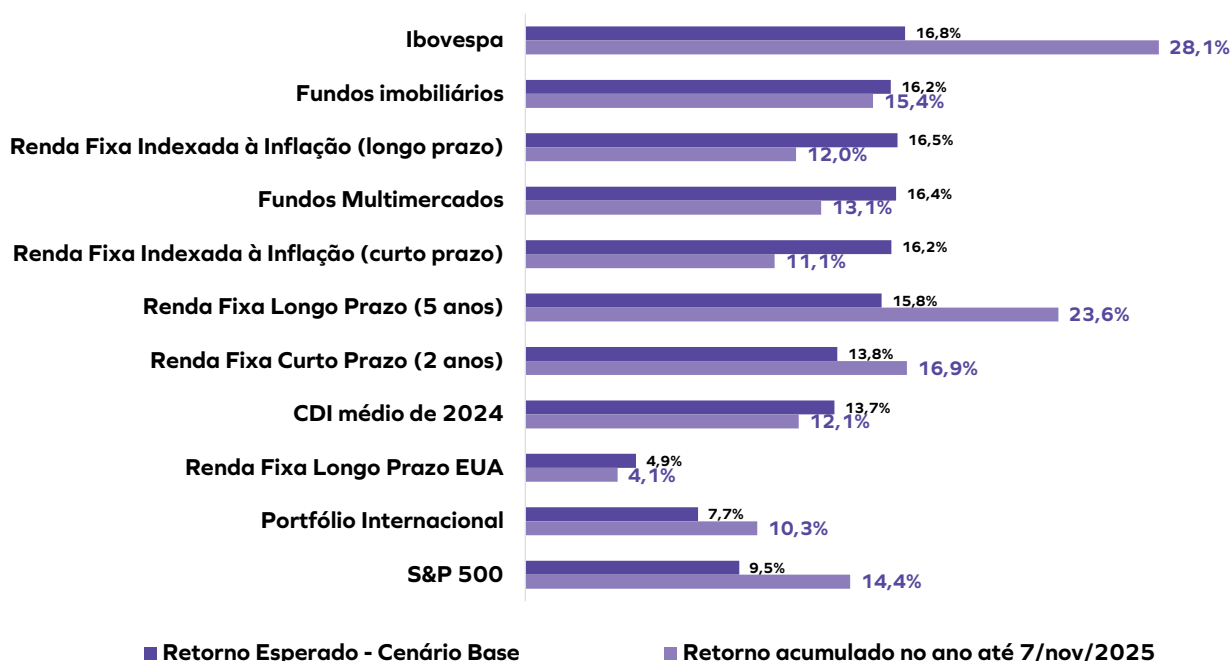
Menos juros, mais risco: com juros em queda nos EUA, ativos de risco estão batendo recordes no mundo.

Fed reduziu os juros, a volatilidade dos Treasuries caiu e o ambiente global ficou muito favorável para ativos de risco. Por aqui, Copom deve iniciar ciclo de cortes de juros em janeiro, fornecendo um impulso adicional para ativos locais.

O cenário é construtivo, pelo menos até agosto, quando a dinâmica eleitoral e a percepção sobre a dinâmica da dívida em 2027-30 ganharão centralidade na trajetória dos preços ativos brasileiros.

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
180.000 Pontos em 12 meses	Logística	Prefixado NTN-B	Manter Exposição
Setores Preferidos:	Setores Preferidos:	Ativos Preferidos:	Ativos Preferidos:
Bancos Small Caps Utilities Shoppings	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

Global: Ativos globais estabelecem recordes na esteira dos cortes do Fed

Outubro foi, de forma geral, um mês positivo para os mercados. Diante da expectativa de queda dos juros, ações e títulos soberanos apresentaram um bom desempenho. Enquanto isso, as tensões geopolíticas iniciais perderam força à medida que as negociações entre EUA e China avançaram, aliviando as preocupações comerciais.

O Federal Reserve, banco central dos Estados Unidos, reduziu a taxa dos Fed Funds em 25 pontos base, para a faixa de 3,75% a 4,00% ao ano na reunião de 28 de outubro. Além disso, o Fed anunciou o fim do Quantitative Tightening — ferramenta de política monetária contracionista — em dezembro.

Na entrevista após a reunião, **o presidente do Fed, Jerome Powell, adotou um tom mais cauteloso e afirmou que um novo corte de juros em dezembro “não é uma conclusão inevitável”.**

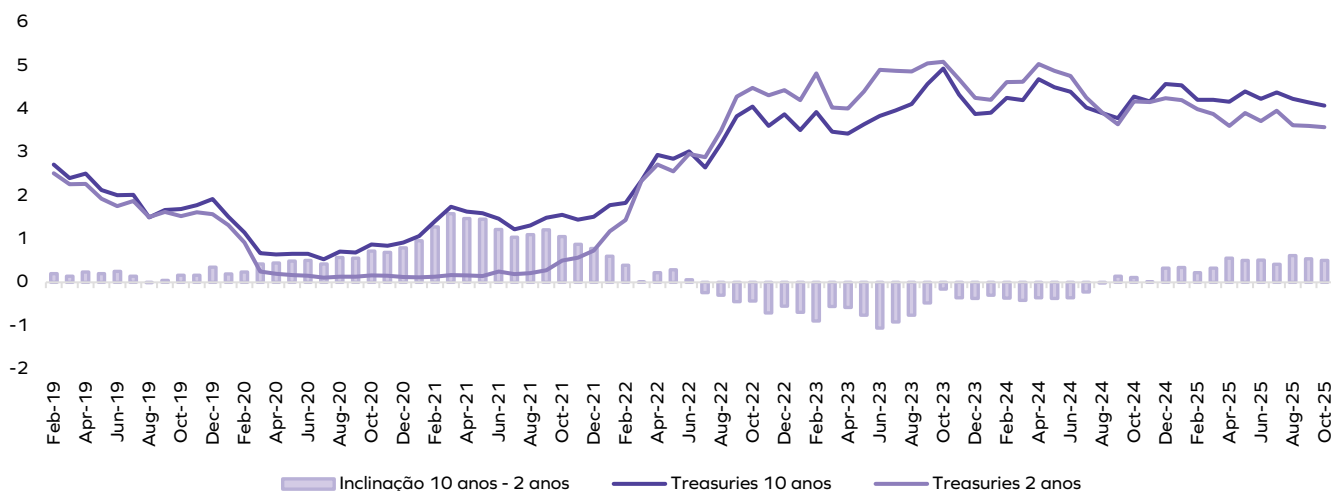
Segundo ele, o comitê está dividido sobre os próximos passos, especialmente após reduções acumuladas de 150 p.b. nos últimos meses. Powell indicou que as taxas atuais já se aproximam do nível neutro — estimado entre 3% e 4% — e que parte dos dirigentes defende uma pausa para avaliar se o crescimento recente da economia é sustentável.

A cautela do presidente do Fed torna menos óbvio o corte na reunião de dezembro. Ainda assim, mantemos a expectativa de um corte de 25 p.b. Isso acontece pois o impacto das tarifas na inflação segue moderado, enquanto os sinais de desaceleração do emprego deverão ganhar mais nitidez.

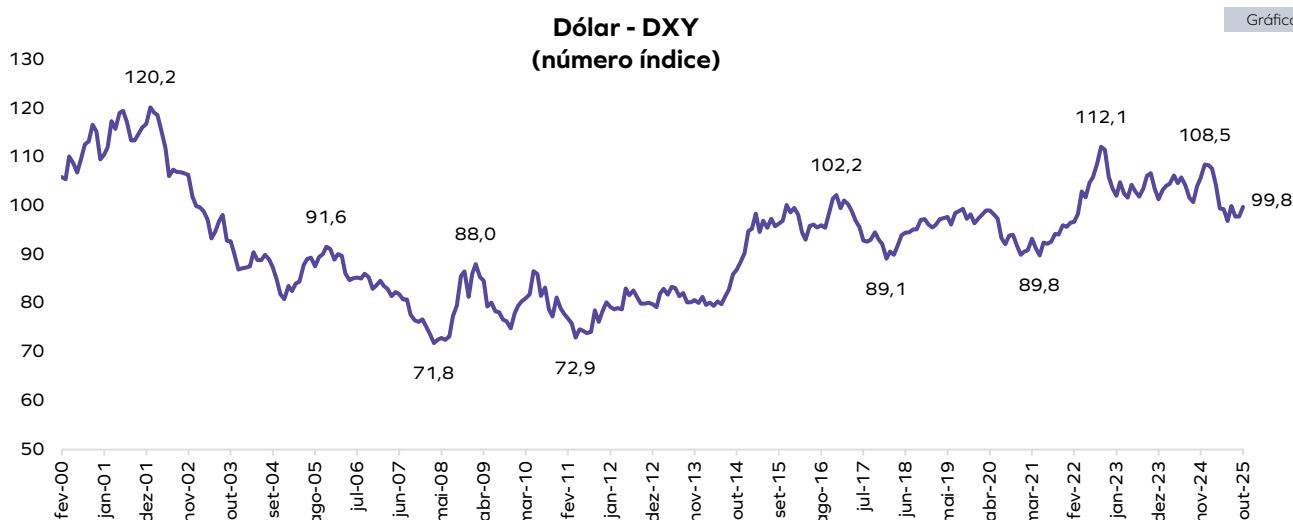
O mercado reagiu com abertura da taxa de juros e com um fortalecimento global do dólar. A taxa do Treasury de 10 anos fechou outubro em queda de 7 p.b. — de 4,15% para 4,08% — depois de bater 3,93% nas vésperas da reunião. Isso ajudou o índice do dólar (DXY) a subir de 97,8 para 99,7 pontos.

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

Gráfico 2



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

O Congresso americano ainda não aprovou o orçamento e nem a extensão temporária para o financiamento da máquina pública. A falta de acordo levou a interrupção (shutdown) das atividades governamentais, como a divulgação de indicadores de atividade e inflação.

O mês terminou com o encontro entre Donald Trump e Xi Jinping em Busan, na Coreia do Sul, que resultou em uma trégua de um ano no conflito comercial entre EUA e China. No entanto, a pauta tecnológica segue sensível: Trump e Xi Jinping sinalizaram disposição para discutir o comércio de semicondutores, mas sem incluir os chips de ponta da Nvidia (Blackwell), que são o principal alvo das restrições americanas. A prorrogação das restrições chinesas às exportações de terras-raras também reduz, por enquanto, o risco de escassez em cadeias industriais estratégicas, como defesa, veículos elétricos e eletrônicos.

Por fim, as Big Techs dominaram o noticiário com uma combinação de resultados sólidos e gastos cada vez mais agressivos em inteligência artificial. Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta e Apple superaram as estimativas de receita e lucro, impulsionadas pelo avanço da nuvem e pelo investimento massivo em data centers e infraestrutura.

Algumas empresas aumentaram suas projeções de CAPEX (gastos com bens de capital, i.e., investimentos em ativos físicos com vida útil longa) para o ano. A Meta estima agora

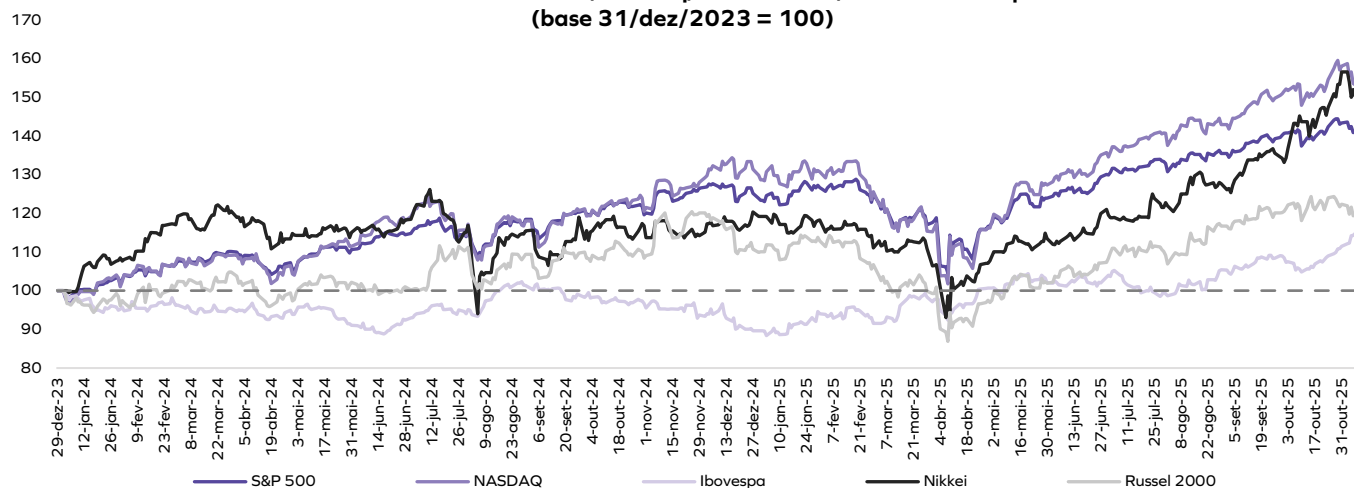
US\$ 71 bilhões em 2025 — ante US\$ 69 bilhões previstos anteriormente — enquanto a Alphabet tem uma projeção ainda mais agressiva de US\$ 92 bilhões — ante US\$ 85 bilhões. Mesmo a Apple, tradicionalmente mais contida, sinalizou aumento nas despesas ligadas a AI.

A nova rodada de resultados confirmou o que o mercado já pressentia: o ciclo de CAPEX em AI está longe de desacelerar. **Diante do volume de investimentos e da valorização das ações, o mercado começa a questionar se os resultados vão crescer o suficiente para justificar a continuidade da alta. Há vários analistas que enxergam uma realização técnica — tipicamente uma queda em torno de 10% — como algo saudável.**

Ao mesmo tempo, os dados de inflação nos EUA mais moderados indicaram que os efeitos dos aumentos tarifários têm sido, até agora, mais contidos do que se temia. O otimismo levou os mercados acionários dos EUA de volta às máximas históricas.

Nos EUA, o S&P 500 avançou 2,27% em outubro, acumulando 16,30% no ano, enquanto o Nasdaq avançou 4,70% no mês, em alta de 23,5% em 2025. Nos mercados globais, o MSCI World avançou 2,18% em outubro e acumula 19,60% no ano. Já os emergentes, representados pelo MSCI Emerging Markets, subiram 4,12% no mês e 30,32% no ano.

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



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

O ouro subiu 3,73% no mês e acumula alta de 52,52% no ano. O Bitcoin caiu 4,55% em outubro, mas ainda acumula valorização de 16,77% no ano.

A perspectiva de juros baixos nos EUA cria uma conformação favorável para os ativos de risco no mundo. No Brasil, ainda que os riscos fiscais e os ruídos políticos possam roubar parte do impulso global positivo, os ativos devem manter uma dinâmica construtiva.

Brasil: Ibovespa bate recordes empurrado pela onda global

No Brasil, graças ao impulso global, o Ibovespa avançou 2,26% em outubro — sustentado pela recuperação dos setores de commodities e bancos — e acumula alta de 24,32% no ano. O principal índice da bolsa brasileira fechou o mês de outubro aos 149.540 pontos, muito próximo do nosso preço alvo de 150 mil pontos — já superado nos primeiros pregões de novembro. O índice de Small Caps (SMLL), mais sensível ao ciclo doméstico, teve leve alta de 0,43% no mês, mantendo valorização de 27,85% em 2025.

Na renda fixa, o CDI fechou em 1,28% em outubro, levando o acumulado do ano para 11,76%.

O IRF-M, referência dos prefixados, subiu 1,37% no mês e acumula 15,93% no ano. Os papéis de prazo mais longo também avançaram: o Pré 5 anos avançou 1,29% em outubro, com alta de 23,46% em 2025. Já o IMA-B, benchmark dos títulos indexados à inflação, subiu 1,05% no mês, com alta de 10,57% no ano. O IMA-B5+, mais sensível à curva longa, teve alta de 1,06% em outubro, acumulando 11,30% no ano.

O IFIX, índice dos fundos imobiliários, teve leve alta de 0,12% no mês, e acumula valorização de 15,32% no ano. No câmbio, o dólar PTAX subiu 1,24% em outubro, mas ainda acumula queda de 13,05% no ano.

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

Há elementos que indicam uma desaceleração da atividade econômica doméstica e as expectativas de inflação passaram a ter uma dinâmica favorável nas últimas semanas. O mercado de trabalho, porém, permanece robusto e a inflação de serviços continua bem acima da meta.

A queda da inflação projetada no horizonte relevante da política monetária provoca um aperto passivo dos juros — à medida que a Selic permanece em 15% frente a uma inflação futura cadente. Por essa razão, mantemos a visão de

que o Copom iniciará o ciclo de relaxamento monetário em janeiro de 2026, mantendo uma sequência de cortes de 50 p.b. que levará a Selic para algo entre 10% e 11% a.a. no final de 2026.

Neste contexto, **as posições em renda fixa doméstica — tanto prefixados quanto indexados ao IPCA — continuam com potencial de ganho relevante nos próximos meses**, pois o mercado tem apenas 250 pontos base de cortes, enquanto nosso cenário tem de 400 a 500 pontos.

As posições **pós-fixadas continuarão a proporcionar um ganho relevante mesmo no cenário de cortes**, sendo uma alternativa para perfis mais conservadores e para uma alocação redutora de risco para todos os perfis.

Com relação às ações, o mês de outubro terminou apenas 0,5% abaixo do nosso preço-alvo para o Ibovespa, de 150 mil pontos. **Com um quadro global favorável e a expectativa de queda da Selic a partir de janeiro, continuamos a ver o Ibovespa buscando 180 mil pontos em meados de 2026.**

A **proteção com opções sobre ações segue como uma excelente alternativa**. Os juros elevados e a volatilidade reduzida diminuíram o custo de proteção. Assim, proteger contra uma queda de 30% do Ibovespa até novembro de 2026 custa cerca de 5% — menos do que o cupom da NTN-B ou os dividendos da Carteira de Ações Monte Bravo.

Os Fundos Imobiliários — especialmente de tijolos — já estão embutindo o cenário de juros em queda, tendo reduzido substancialmente o desconto da cota para o patrimonial nos fundos de logística e de shoppings. Os fundos de lajes, por sua vez, permanecem descontados devido ao dividendo

mensal mais baixo. **Olhando para frente, a materialização dos cortes e queda do CDI devem impulsionar ganhos de capital relevantes nos fundos de lajes no primeiro semestre de 2026.**

Crédito segue com carregamento atraente pelos juros elevados, mas é essencial uma curadoria criteriosa da carteira com foco em emissores *high grade*.

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

Assim — com o quadro global que reúne juros moderados com baixa volatilidade dos Treasuries nos EUA, ajudando a impulsionar os ativos de risco no mundo —, o cenário segue favorável também para os ativos brasileiros.

Gráfico 5

PROJEÇÃO DE RETORNO NO CENÁRIO OTIMISTA						Retornos (%)		Em 2025 (%)		Até 2026
Ativos Globais	2023	2024	7-nov-25	2025p	2026p	2025p	2026p	YTD*	YTGp*	(%) Acum.
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,57	4,12	4,00	4,00	9,2	4,0	7,7	1,5	5,6
S&P 500	4.770	5.882	6.729	6.900	7.400	17,3	7,2	14,4	2,5	10,0
DXV	101,3	108,5	99,6	98,0	96,0	-9,7	-2,0	-8,2	-1,6	-3,6
Ativos Brasil										
Ibovespa	134.185	120.283	154.064	150.000	225.000	24,7	50,0	28,1	-2,6	46,0
Dólar	4,84	6,19	5,34	5,60	5,00	-9,6	-10,7	-13,8	4,9	-6,3
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	7,38	7,22	7,00	5,25	16,4	32,2	12,0	4,4	38,0

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

Permanece verdade, no entanto, que o Brasil tem um encontro marcado com a restrição orçamentária em 2027. Diante da deterioração fiscal, com um governo que manteve o déficit primário próximo a 1% do PIB — fazendo a relação dívida/PIB saltar cerca de 13 pontos percentuais no 3º mandato do presidente Lula —, o custo da dívida já é de um país em crise fiscal na antessala da dominância fiscal.

As taxas de juros dos títulos mais longos da dívida pública brasileira, as NTN-Bs indexadas ao IPCA, seguem com juros

reais na casa de 7,25% — um patamar incompatível com a estabilidade da dívida. **Os preços dos ativos no Brasil, depois da eleição, reagirão à perspectiva e à credibilidade do ajuste fiscal que o presidente eleito sinalizar.**

Assim, à medida que o Brasil se aproxima das eleições presidenciais de 2026, o debate sobre o futuro da política fiscal ganhará centralidade na determinação dos preços dos ativos.

Cenários

Gráfico 6

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	4,70	4,20	3,25	4,50	6,00	8,50	11,00
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	12,25	15,00	11,00	9,00	12,00	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	6,53	5,57	7,18	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	85,8	85,9	86,2	88,8	89,5	98,2
Variação Anual Dívida / PIB	-6,3	2,1	2,7	5,5	3,9	0,1	4,3	2,6	7,6	8,7

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

No cenário de Ajuste com alta credibilidade (Probabilidade: 50%), o novo governo promove um ajuste fiscal robusto, com foco em corte de gastos e reformas estruturais apostando para um superávit primário de 2% do PIB 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 projeção para o final de 2026 neste cenário é que o Ibovespa chegaria aos 225 mil pontos, um retorno da ordem de 50%, o IMA-B5+ subiria 40% e o IFIX avançaria cerca de 30%. O câmbio apreciaria para R\$ 5,00 ou menos e a Selic poderia recuar para 10% a.a. ao fim de 2026 e 9% a.a., ou menos, em 2027.

A opção por um ajuste gradual (Probabilidade: 15%) é mais complexa. A abordagem gradual do Arcabouço Fiscal foi comprometida pela mudança da meta apenas seis meses depois da aprovação e, pior, pela permissividade com que governo e Congresso ampliaram despesas “fora da meta”, como se isso não impactasse a dívida.

Sem credibilidade, o mercado vai cobrar um prêmio e esperar para ver se o ajuste não segue o mesmo caminho do Arcabouço. O resultado primário permanece negativo em 2026 (-1%) e melhora em 2027 (-0,3%). A dívida/PIB sobe para 89,2% em 2026 e 92,8% em 2027 — um limiar que não é compatível com um país emergente. 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% ao ano.

O pior cenário seria tentar seguir sem ajuste (Probabilidade: 35%). O déficit primário se manteria em -1,2% do PIB e a dívida/PIB avançaria para 88,6% em 2026 e 92,9% em 2027. O crescimento desacelera para 0,8% em 2026 e 1,7% em 2027, criando um cenário de recessão e crise similar ao final do governo Dilma.

Os ativos antecipam negativamente o desfecho e, ao final de 2026, o Ibovespa cairia 35%, o IMA-B5+ subiria 10% com a inflação compensando a alta das taxas e o IFIX ficaria zerado no ano. O câmbio depreciaria para R\$ 6,80 por dólar, refletindo forte saída de recursos. Enquanto isso, a Selic subiria para 18% a.a., o que seria insuficiente para convergir a inflação para meta.

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.

A eleição de 2026 será decisiva. Mais do que nomes, o que estará em jogo é a capacidade do próximo governo de enfrentar o desafio de uma dívida pública explosiva com legitimidade, algo que requer alguma sinalização na campanha.

Está claro que o Brasil está no limite de crescimento da dívida. Os mercados já apreçam 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.

Há um consenso crescente entre analistas, empresários e formadores de opinião de que o país enfrenta um problema estrutural nas finanças públicas. O próximo presidente terá como missão central costurar um pacto fiscal entre os três poderes, para construir um ajuste que leve a superávits primários críveis e persistentes, construídos com viabilidade política.

A perspectiva, portanto, é de que o debate fiscal ganhe centralidade a partir de 2026, com impactos diretos sobre a precificação dos ativos brasileiros. O cenário atual — mar-

cado por cortes de juros e apetite por risco — pode ser substituído pela percepção de que vamos reprisar a dinâmica de uma crise fiscal, com recessão e instabilidade política caso a trajetória de crescimento explosivo da dívida pública não seja endereçada adequadamente.

Até meados de 2026, no entanto, os riscos parecem sob controle e a onda global favorável domina a dinâmica dos ativos. A partir daí, a percepção sobre a conduta fiscal será o fator mais importante na formação dos preços dos ativos brasileiros.

Visão das Commodities

Ouro: Refúgio em meio às incertezas geopolíticas e inflação

O ouro acumula alta superior a 55,00% no ano, impulsionado por cortes de juros nos EUA, dólar mais fraco, tensões comerciais e riscos geopolíticos.

A demanda física permanece robusta, com destaque para compras de bancos centrais e fluxos crescentes para ETFs. A projeção é de acomodação dos preços diante da reversão de alguns desses 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: estoques baixos e demanda resiliente sustentam preços elevados, com projeções para 2025 variando entre US\$ 8.000 e US\$ 10.750 por tonelada. A transição energética e o boom dos veículos elétricos são os principais motores dessa valorização.

O minério de ferro deve manter preços relativamente elevados em 2025, com estimativas entre US\$ 95 e US\$ 115 por tonelada, sustentadas por estímulos chineses e demanda resiliente fora da China. Para 2026, a expectativa é de leve queda para a faixa entre US\$ 90 e US\$ 100, refletindo aumento da oferta global e menor ritmo de crescimento da demanda.

Petróleo: Oferta abundante e demanda em transição

O mercado global de petróleo atravessa um ciclo de ajuste marcado por oferta crescente e demanda moderada, em um contexto de transição energética e incertezas geopolíticas. Após anos de volatilidade, as projeções indicam preços mais contidos para Brent e WTI, com tendência de queda gradual até 2026.

Para 2025, estimativas convergem para uma faixa entre US\$ 63 e US\$ 74 por barril no Brent e cerca de US\$ 59 para o WTI. Em 2026, a tendência é de acomodação, com preços médios entre US\$ 60 e US\$ 70 para o Brent.

A pressão vem da expansão da oferta — estimada em 1,90 milhão de barris/dia em 2025 e 1,60 milhão em 2026 —, impulsionada por produtores fora da Opep+, enquanto a demanda cresce apenas 300 mil barris/dia, um reflexo de desaceleração econômica e avanços na eletrificação.

Cenário Macroeconômico

Internacional

O Federal Reserve confirmou as expectativas de redução da taxa de juros em 25 pontos base na reunião de outubro.

A entrevista de Jerome Powell após a decisão, no entanto, trouxe maior incerteza em relação à decisão da próxima reunião.

Em um discurso que provavelmente reflete a visão média do comitê, o presidente do Fed disse que o curso da política monetária não está pré-estabelecido e que uma nova redução de juros na reunião de dezembro não é uma certeza.

“Não é uma conclusão inevitável — longe disso”, afirmou Powell.

Powell argumentou que o comitê está dividido sobre a trajetória futura da taxa de juros após o movimento total de 150 p.b. em cortes desde o início do ciclo. Na visão do comitê, as taxas de juros atuais já estão próximas do nível neutro — estimado entre 3,0% e 4,0% ao ano em termos nominais. Com isso, parte dos membros defende que é melhor pausar o ciclo para avaliar se o crescimento recente da economia é sustentável e se há riscos de desaceleração no mercado de trabalho.

O presidente do Fed também fez considerações sobre o impacto das tarifas na inflação, citando que o efeito tem sido moderado.

“A inflação, excluindo o impacto das tarifas, na verdade não está muito distante da nossa meta de 2%”, comentou. “Se o núcleo do PCE estiver em torno de 2,8%, isso significaria algo próximo de 2,3% ou 2,4% ao desconsiderar os efeitos das tarifas — portanto, não muito longe do objetivo”.

Desta forma, a inflação sem o choque das tarifas estaria em trajetória de convergência para a meta de 2,0%. O cenário base do Fed aponta que “a inflação provocada por tarifas ocorrerá e provavelmente aumentará um pouco mais, mas de forma pontual”, segundo Powell — reforçando uma avaliação mais benigna do cenário de inflação.

Apesar da ausência de dados oficiais, os indicadores alternativos estão sugerindo que o mercado de trabalho segue fraco. Em outubro, a pesquisa da ADP apontou a geração

de 42 mil vagas no setor privado em outubro, após resultados negativos de agosto e setembro. A média móvel de três meses atingiu 3 mil vagas em outubro, reforçando a perda de força do emprego.

As estimativas do patamar mínimo de abertura de vagas mensais para manter o desemprego estável estão em torno de 80 a 100 mil vagas. Desta forma, o ritmo de criação de empregos implica em um aumento da taxa de desemprego.

Os dados do CPI de setembro foram divulgados excepcionalmente, apesar da paralisação do governo norte-americano. O núcleo do CPI registrou alta de 0,2% na margem em setembro, mantendo a baixa contaminação das tarifas. Em termos anuais, o núcleo ficou estável em 2,9%.

Os bens sensíveis às tarifas — como vestuário, automóveis novos e eletroeletrônicos — subiram, mas os produtos menos sensíveis às tarifas ficaram estáveis ou em deflação. Paralelamente, o núcleo de serviços surpreendeu com a desaceleração de aluguéis e amorteceu a pressão das tarifas no núcleo.

Apesar da maior incerteza em relação ao próximo corte de juros pelo Fed, avaliamos que a continuidade da baixa contaminação nos índices de inflação e o enfraquecimento do mercado de trabalho deverão levar o comitê a reduzir a taxa de juros em mais 25 p.b. em dezembro, levando a taxa dos Fed Funds para 3,75% a.a.

Além desse patamar, o Fed deverá ficar mais dependente dos dados a partir da reunião de janeiro de 2026. Mantemos a projeção de uma taxa terminal de 3,5% a.a. para o atual ciclo de cortes, patamar que deve ser alcançado na reunião de janeiro de 2026. O comitê pode, porém, optar por cortes alternados a partir do ano que vem e voltar a cortar os juros somente na reunião de março ou abril de 2026.

Na China, os dados do terceiro trimestre tiveram um desempenho ligeiramente melhor que o esperado — em especial na indústria —, fazendo com que a economia registrasse crescimento de 4,8% em termos anuais no período. A produção industrial cresceu 6,5% em termos anuais em setembro, acelerando o ritmo em relação ao crescimento médio de 5,4% entre julho e agosto.

Por outro lado, os investimentos contraíram 0,5% no acumulado do ano até setembro, com destaque para a desaceleração dos investimentos em construção e infraestrutura. As vendas do varejo também desaceleraram e registraram alta de 3,0% em termos anuais em setembro, ficando abaixo do ritmo médio anual de 4,9% entre janeiro e agosto.

O desafio do governo chinês é estimular a economia para que a demanda doméstica acelere e reduza a dependência do crescimento voltado à indústria e exportações. A dinâmica de crescimento observada na economia chinesa até esse momento causa um desequilíbrio, com o excesso de produção gerando deflações contínuas nos preços no atacado — o que afeta a rentabilidade das empresas chinesas.

Para resolver isso, o governo tem anunciado medidas de estímulo ao consumo doméstico, ao setor de construção civil e de infraestrutura. O crescimento da economia deverá terminar em 5,0% esse ano, que é a meta do governo. Entretanto, o ano de 2026 é mais desafiador porque manter o ritmo de crescimento próximo de 5,0% vai requerer medidas de estímulo adicionais do governo. Projetamos crescimento de 4,5% em 2026 para a economia chinesa.

Brasil

A trajetória de desaceleração da atividade se consolidou com a divulgação dos dados do terceiro trimestre. A indústria registrou ligeira alta de 0,1% na margem no período, desacelerando em relação ao resultado de 0,2% do segundo trimestre.

O fraco desempenho da indústria é explicado pelos setores mais sensíveis à taxa de juros, como a produção de bens de capital e bens de consumo duráveis, que registraram, quedas de 1,5% e 0,8% na margem, respectivamente, no 3º trimestre. A indústria geral não registrou contração no trimestre devido ao bom desempenho da indústria de bens intermediários, com destaque para a produção de petróleo e produtos alimentícios.

As vendas do varejo tiveram recuperação entre julho e agosto, em especial nas vendas do comércio ampliado, que incluem automóveis e material de construção. As vendas do comércio restrito, no entanto, permaneceram fracas no período.

A recuperação das vendas ampliadas se deve ao aumento das vendas de automóveis com o programa Carro Sustentável — no qual o governo zerou o IPI para automóveis mais eficientes. As vendas de veículos cresceram 3,7% entre agosto e junho com o resultado do programa de incentivo.

Com o fim do incentivo, porém, as vendas de automóveis registraram queda de 0,7% na margem em setembro, indicando o efeito temporário da recuperação das vendas. No 3T25, as vendas ampliadas deverão registrar leve alta de 0,2% na margem, reforçando os sinais de acomodação da demanda.

O setor de serviços tem sido mais resiliente no período sustentado pelos ganhos de emprego e renda. Apesar da continuidade do crescimento até agosto, o ritmo de expansão do setor arrefeceu, passando de 0,4% na média no 2T25 para 0,2% na média de julho e agosto. A acomodação do ritmo de crescimento foi resultado do arrefecimento dos serviços de tecnologia e transportes. Por outro lado, os serviços ligados às famílias e às empresas aceleraram no período.

No mercado de trabalho, os sinais foram mistos, com recuperação da abertura de vagas, mas reversão da tendência de queda da taxa de desemprego observada até setembro. A economia registrou abertura de 101 mil vagas em setembro com ajuste sazonal — recuperando-se do fraco desempenho de agosto, que registrou 42 mil empregos abertos.

Apesar da recuperação, a tendência de acomodação da geração de vagas fica clara na média móvel de três meses terminada em setembro, que indicou 82,7 mil vagas — queda ante o ritmo médio de 154 mil empregos no primeiro semestre desse ano.

A taxa de desemprego interrompeu a trajetória de queda observada desde o início do ano. Após atingir o patamar mínimo de 5,7% em julho com ajuste sazonal, a taxa voltou a subir para 5,8% em setembro. Essa reversão da tendência de melhora ocorreu pelo menor crescimento do emprego — que passou da média de 2,4% em termos anuais observada no primeiro semestre para um crescimento anual de 1,4% em setembro.

Essa moderação do emprego reforça o sinal de acomodação do mercado de trabalho, que deve levar a taxa de desemprego a seguir em alta nos próximos meses partir da desaceleração adicional do emprego e do aumento da procura por trabalho. **Esperamos que a taxa de desemprego se eleve da média de 6,2% em 2025 para 6,7% em 2026.**

Considerando os dados da indústria, serviços, vendas do varejo e mercado de trabalho, o crescimento da economia deverá desacelerar para ligeira alta de 0,1% na margem no 3º trimestre, após ter crescido 0,4% na margem no 2º trimestre. A economia deverá manter um ritmo fraco de crescimento de 0,1% no quarto trimestre na margem, o que resultará em alta de 1,9% do PIB em 2025. Para 2026, a projeção é que a economia cresça 2,0% com a expectativa de corte de juros e termos de troca mais favoráveis.

A inflação, por sua vez, teve dinâmica benigna no curto prazo, com surpresas favoráveis no índice cheio e nas medidas qualitativas da inflação.

Após os núcleos permanecerem acima de 5,0% em termos anuais até setembro, eles desaceleraram para 4,9% em outubro, com a média móvel de 3 meses anualizada atingindo 3,7%. Essa dinâmica favorável foi resultado da menor pressão do núcleo de bens — que desacelerou para 3,5% em termos anuais em outubro, com a média móvel de 3 meses recuando para 2,9%.

Além disso, o núcleo de serviços — que passou boa parte do ano em trajetória de alta — também reverteu a tendência em outubro. A variação anual recuou para 6,3% e a média móvel de 3 meses arrefeceu para 4,9%.

Considerando as surpresas de curto prazo, a projeção para o IPCA de 2025 foi revisada de 4,8% para 4,6%. A projeção para 2026 foi mantida em 4,5%.

Diante desse cenário de desaceleração da atividade e arrefecimento da inflação, mantemos a expectativa de que esse cenário cria um ambiente propício para o Banco Central iniciar o ciclo de corte de juros no início do próximo ano. Em janeiro de 2026, a inflação projetada pelo Banco Central no horizonte relevante vai estar próxima da meta, o que deve levar o comitê a promover um corte de 50 p.b. na primeira reunião do 2026, levando a taxa Selic para 11% a.a. ao final do ciclo.

Após as perdas de receitas e corte de gastos esperados com a rejeição da Medida Provisória 1303/2025 — que buscava compensar a perda de arrecadação decorrente da limitação do aumento do IOF —, o governo tem um desafio para o cumprimento da meta de resultado primário de 2025.

A MP estimava medidas de arrecadação de R\$ 10,6 bilhões, como a norma que restringia o uso de créditos de compensações tributárias. A rejeição da MP requer que o governo busque fontes de recursos e novos cortes de gastos.

Nós mantemos a expectativa de que o governo central registre um déficit primário de 0,6% do PIB, o que — juntamente com o resultado negativo de 0,2% do PIB de Estados e Municípios — resultará em resultado consolidado do setor público de 0,8% do PIB em 2025.

Para 2026, a MP 1303/25 previa ganhos de receita e cortes de gastos equivalentes a R\$ 31,6 bilhões (0,2% do PIB). O governo conseguiu recompor cerca de R\$ 25 bilhões ao passar as medidas de controle de gastos e restringir o uso de

créditos de compensações tributárias. Ainda assim, o governo precisa de novas medidas de arrecadação e de corte de gastos para conseguir entregar a meta de superávit primário de 0,25% do PIB.

Além disso, o projeto de orçamento para 2026 tem reafirmado uma prática recorrente do governo: superestimar as receitas e subestimar as despesas, especialmente com benefícios previdenciários, abono salarial, seguro-desemprego e BPC. Em 2026, projetamos uma deterioração adicional do resultado do governo central, com 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 seguem em patamar deteriorado. O déficit em conta corrente atingiu 3,6% do PIB em setembro, com a redução do saldo comercial e a pressão de saída de recursos da conta de serviços e rendas. Como já discutido em nossa última Carta Mensal, o patamar do déficit em conta corrente é elevado e preocupante, pois patamares semelhantes no passado exigiram correções através de desvalorização do câmbio.

Outro ponto de atenção é a situação na qual os investimentos diretos estrangeiros — que é um capital de boa qualidade e longo prazo — não financia o déficit em conta corrente. Esses investimentos totalizaram 3,5% do PIB até setembro.

Considerando a sazonalidade do final do ano, marcado por resultados mais fracos na balança comercial e a maior remessa de lucros e dividendos, mantemos a expectativa que o real deverá depreciar até o fechamento do ano.

Além disso, a aprovação do projeto de lei da isenção do Imposto de Renda para rendas de até R\$ 5 mil no Senado — que instituiu a cobrança de 10% de IR sobre as remessas de lucros e dividendos para não residentes a partir de 2026 — deverá pressionar o fluxo cambial até dezembro. Isso ocorre porque as empresas deverão buscar acelerar a remessa de lucros e dividendos retidos esse ano para evitar a nova tributação.

Desta forma, avaliamos que haverá pressão para a depreciação do câmbio. Essa pressão deve levar o real para o patamar de R\$ 5,60 por dólar no final do ano, ou seja, mantemos a projeção da nossa última Carta Mensal.

Renda Variável

O mês de outubro foi novamente positivo para as ações no Brasil. **O Ibovespa subiu 2,26% em reais no período**, levando o índice de referência da Bolsa para uma alta de 24,3% no ano.

O movimento continuou refletindo o aumento do apetite ao risco global com a continuidade dos cortes de juros pelo Fed e uma atividade global desacelerando, porém resiliente.

O mês de outubro ainda contou com boa parte da temporada de resultados dos EUA, que ajudou a afastar receios sobre possíveis impactos das tarifas nas margens e, consequentemente, na lucratividade das empresas. Nós, inclusive, tínhamos essa expectativa e, por isso, preferíamos ter uma posição mais concentrada em tech.

O que vimos, no entanto, foi novamente as companhias americanas entregando números fortes de maneira geral. 82% das 452 empresas que reportaram resultados até agora superaram as estimativas de lucro.

O setor de tech continuou sendo destaque, com as empresas entregando bons números. As performances negativas (Microsoft e Meta) vieram principalmente de suas projeções de investimento para os próximos anos, refletindo as dúvidas que o mercado continua tendo sobre se todo o investimento realizado será capaz de ser lucrativo.

Do lado positivo, tivemos a Amazon e Google, empresas que tinham ficado para trás e se tornando menos atraentes. Dúvidas sobre o Search no Google, impactos tarifários no e-commerce e desaceleração na AWS na Amazon, pesaram sobre as ações durante o ano. Os resultados mostram que os receios dos investidores eram demais.

Depois do rali dos últimos meses, estamos um pouco mais cautelosos com o investimento nas bolsas americanas e entendemos que, talvez, o momento enseje um pouco mais de cautela. Isso acontece pois — apesar de continuarmos gostando da tese de tech — os mercados precificam a perfeição e que qualquer frustração pode resultar em uma correção, o que é diferente de enxergarmos o cenário como sendo de bolha.

No Brasil, tivemos o início da temporada de resultados. Até agora, fomos surpreendidos de maneira positiva — é importante lembrarmos que tínhamos uma visão mais neutra para os números que seriam reportados. No entanto, até agora temos gostado do que temos visto.

Na próxima carta, quando termos a temporada finalizada, traremos uma visão mais consolidada e com os principais destaques. Apesar disso, achamos importante adiantar sobre o que já acompanhamos.

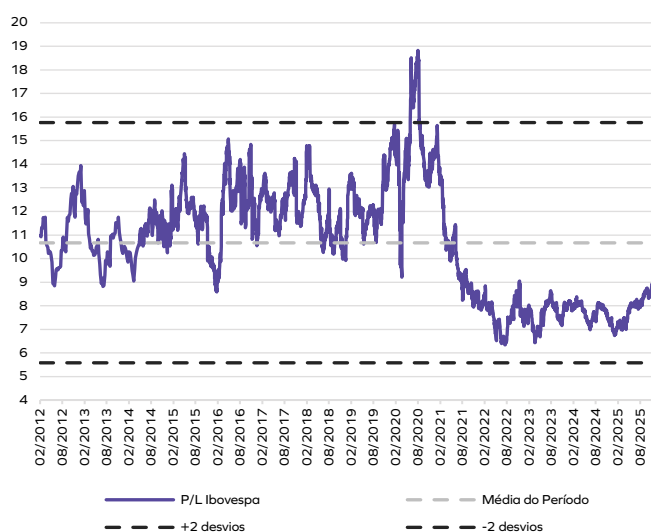
Com os números sendo divulgados — e aproveitando da atualização de variáveis macroeconômicas chave para o ano de 2026 —, estamos aproveitando para atualizar nosso preço alvo para os próximos 12 meses.

Estamos atualizando nossa projeção de lucros para o Ibovespa para 18.878,40 e, dado o cenário de Selic e inflação, aumentamos um pouco o P/L que consideramos como justo para 9,5. Com isso, chegamos em um target de 180 mil pontos.

Esperamos que esse patamar seja atingindo até meados de setembro de 2026, quando devemos ter a entrada do cenário eleitoral em cena. A partir disso, os movimentos do índice devem refletir de maneira mais firme as oscilações sobre o sentimento e reação às pesquisas que ditarão o possível vencedor do pleito presidencial.

Gráfico 7a

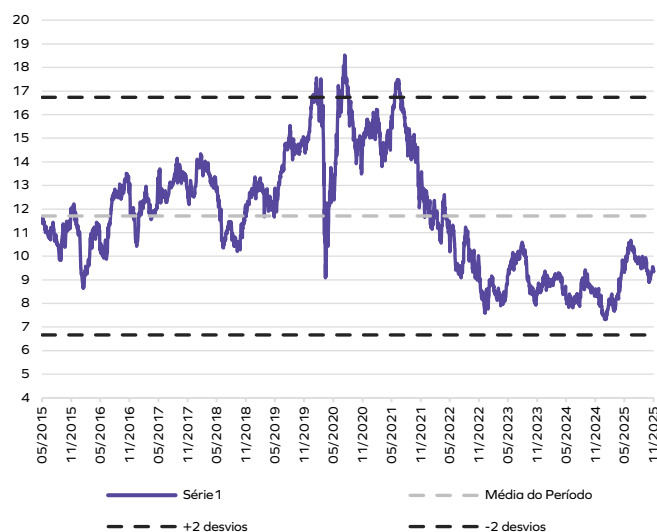
Índice Bovespa = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 7b

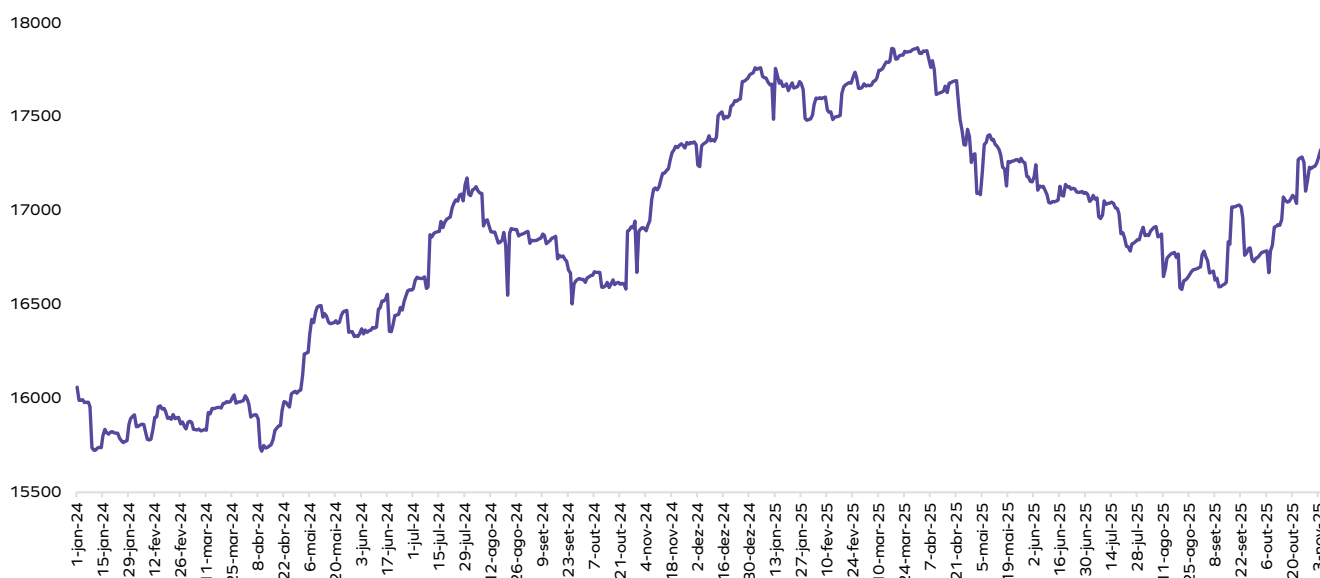
Índice Small Caps = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

Gráfico 8



Fundos Imobiliários

Outubro foi mais um mês positivo para a indústria de Fundos Imobiliários. **O IFIX — índice de referência do segmento — registrou uma ligeira alta de 0,11% no período e ampliou os ganhos acumulados em 2025 para 15,33%.**

Os FIs tiveram uma performance tímida no mês, com uma dispersão grande entre os resultados. Do lado positivo, o destaque foi o segmento de Renda Urbana, enquanto os maiores detratores foram FIAgros e Lajes Corporativas.

No acumulado do ano, a classe de melhor desempenho continua sendo a dos **FIAgros, com valorização de 22,6% e em recuperação após um 2024 bastante desafiador.** Nós 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 de redução das posições em FIAgros: (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 22,6%.** 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, **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.

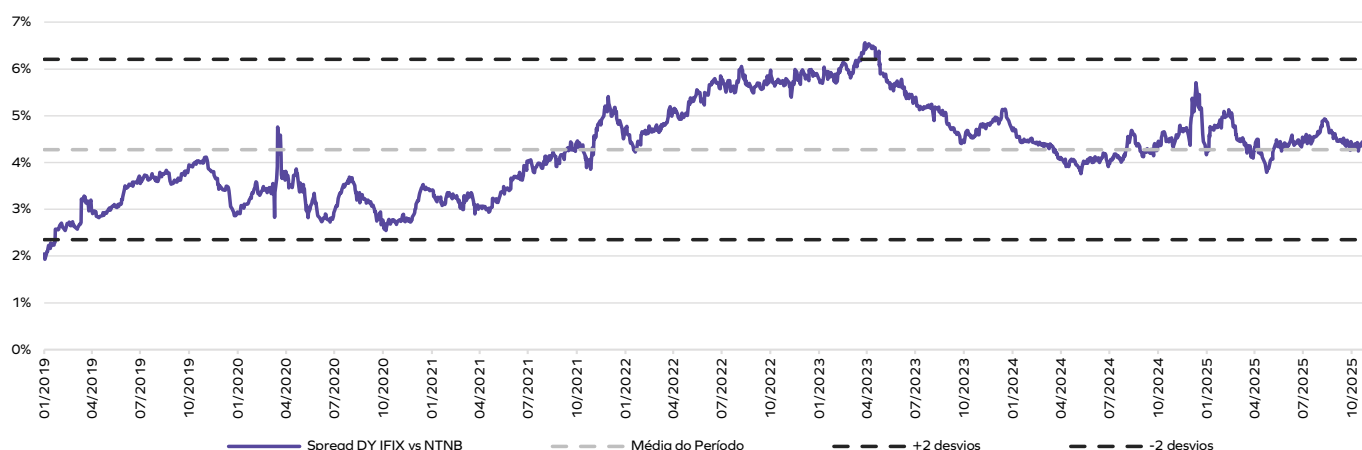
No caso das **lajes corporativas**, continuamos vendo **assimetria positiva**, com **redução consistente da vacância nos últimos trimestres.** Ainda assim, **mantemos uma alocação menor na classe**, dado o **carrego mais limitado e o número reduzido de ativos com perfil de investimento adequado.** Para 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 FIs 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.** No entanto, ainda há um longo caminho pela frente.

Spread DY IFIX vs NTNB 35

Gráfico 9



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

Nos Estados Unidos, a curva de juros dos Treasuries seguiu a tendência de fechamento ao longo de outubro e início de novembro. No entanto, o discurso mais duro do presidente do Federal Reserve, Jerome Powell, limitou o movimento de queda dos juros.

Ao sinalizar que a próxima decisão de juros está em aberto, o mercado de juros futuros diminuiu a expectativa de corte para 16 pontos base na reunião de dezembro, ficando mais dependentes dos dados e dos discursos dos membros do comitê de política monetária do Fed.

No Brasil, o Banco Central segue com a taxa de juros estável em 15% ao ano, sem sinais de cortes no curto prazo. No comunicado da decisão de novembro, houve o reconhecimento do enfraquecimento da atividade e a melhora do cenário de inflação, mas o Copom optou por manter o forward guidance inalterado, com sinalização de manutenção da taxa de juros por um período prolongado.

No fechamento de 7 de novembro, os contratos futuros precificavam 233 pontos base de cortes até o fim de 2026, levando a Selic a 12,57% a.a. O Focus projeta 12,25% para dezembro de 2026, ou seja, 275 p.b. de redução a partir de janeiro de 2026.

Em nossa avaliação, os juros permanecerão em 15% a.a. até o fim de 2025. No início de 2026, o horizonte relevante da política monetária será deslocado para o segundo semestre de 2027 — quando as projeções de inflação do BC 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, a entrevista após a decisão de juros — na qual o presidente do Fed, Jerome Powell, indica que o corte de juros na decisão de dezembro não é consenso no comitê —, levou a uma correção de parte do movimento de fechamento da curva de juros.

As taxas de juros dos Treasuries de 2 e 10 anos atingiram 3,43% e 3,95% a.a., respectivamente, nos seus pontos de mínimos ao longo de outubro. No entanto, a entrevista do presidente do Fed deflagrou um movimento de correção da curva de juros, o que levou a um aumento de mais de 10 pontos base nos vencimentos de 2 e 10 anos — que atingiram 3,56% e 4,09% a.a., respectivamente, no fechamento de 7 de novembro.

No Brasil, os cupons das NTN-Bs tiveram elevação ao longo de outubro, mas reverteram parte da deterioração na segunda metade de outubro e início de novembro. 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. Em 16 de outubro, os cupons da NTN-B de vencimento 2045 e 2050 atingiram 7,52% e 7,41% a.a., respectivamente.

No entanto, com a aprovação das medidas de cortes de despesas pela Câmara para 2026 — que haviam sido rejeitas na Medida Provisória 1303 de compensação do IOF — e a redução do volume de leilões do Tesouro Nacional, os cupons da NTN-B de vencimento 2045 e 2050 cederam na segunda quinzena de outubro e início de novembro, com as taxas atingindo 7,24% e 7,17% 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, ressaltando a importância de uma seleção criteriosa desses ativos — sobretudo no cenário atual.

Gráfico 10

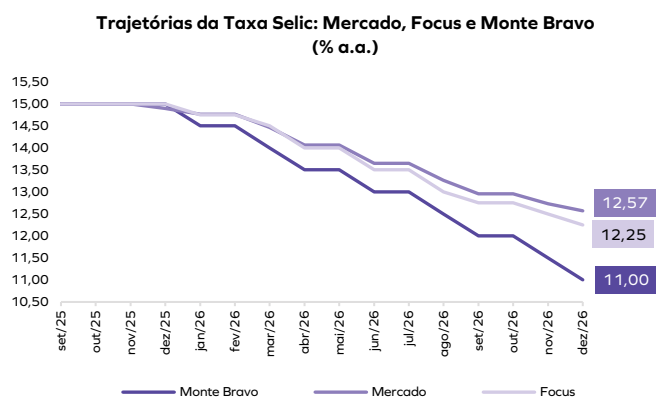
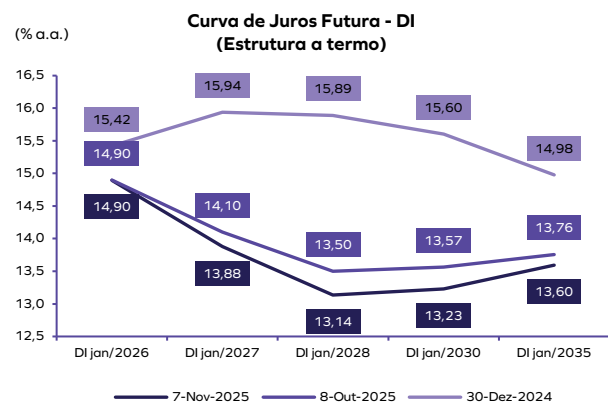


Gráfico 11



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.