

montebravo

Corretora

Carta mensal

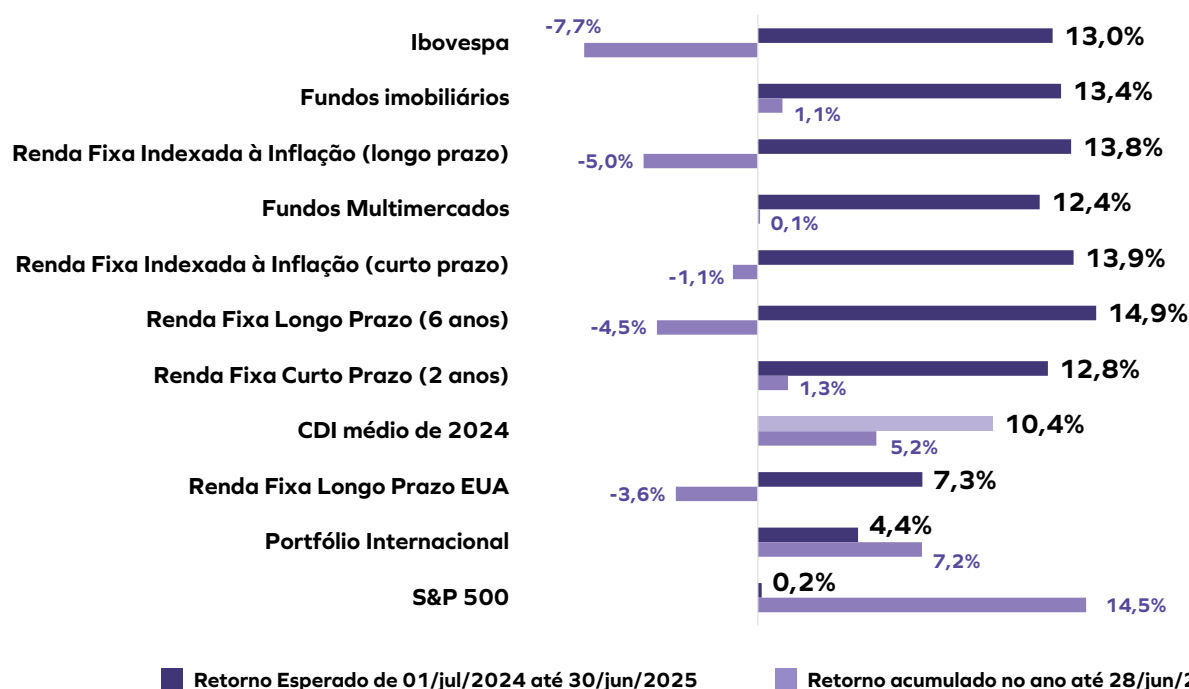
Cenário Global cria perspectiva favorável para os ativos brasileiros, mas as questões domésticas inibem valorização mais forte.

Cenário global caminha para se tornar mais construtivo, mas ruído político comprometeu credibilidade fiscal e monetária deste governo.

Para que os ativos brasileiros se valorizem significativamente será preciso levar a cabo um ajuste fiscal célere e crível.

**Retorno Esperado dos Investimentos
(variação anual)**

Gráfico 1



Fonte: Monte Bravo

Cenário favorece o aumento das posições de risco. Diversifique!

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
145.000 Pontos	Carregamento ≈ CDI + Ganho de Capital	Pós, Pré e IPCA com prêmio	Aumente Exposição: Renda Fixa Agora, Ações Depois
Setores Preferidos:	Setores Preferidos:	Ativos Preferidos:	Ativos Preferidos:
Bancos Commodities Exportadoras Utilities Shoppings	Logística Papéis Renda Urbana Híbridos Shoppings	NTN-B longa Pré-fixado 3-5 anos Crédito Privado CDI+ Crédito Privado IPCA+	Treasuries Bonds Brasil Russell 2000 S&P 500

Estratégia de investimentos

Gráfico 2

Projeções para Preços no Cenário Base			Retornos (%)		Em 2024 (%)	
Ativos Globais	2023	2024p	2023	2024p	YTD*	YTGp*
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,00	3,9	2,8	-1,8	4,7
S&P 500	4.783	5.800	24,6	21,6	16,6	4,3
DXY	101,3	101,0	-2,1	-0,3	-3,7	-5,9
Ativos Brasil						
Ibovespa	134.185	145.000	22,3	8,1	-6,1	15,0
Dólar	4,85	5,30	-8,5	9,5	12,8	-3,0
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	6,15	18,4	3,1	-4,0	7,2

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.

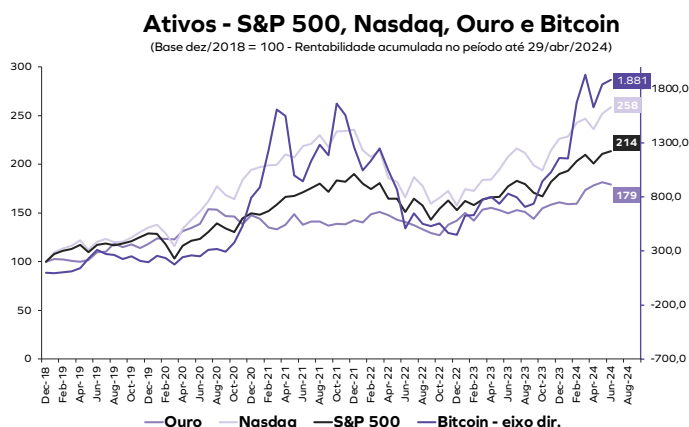
Ativos Globais

- Nos EUA, a acomodação da atividade e a queda da inflação sancionam a expectativa de cortes de juros a partir de setembro
- No entanto, o aumento da probabilidade de vitória de Trump exacerbou a percepção de risco de inflação e fiscal — o que fez as taxas de juros corrigirem para cima
- Juros EUA** – Apesar da volatilidade, nossa visão é de que as taxas dos títulos de 10 anos vão fechar o ano perto de 4% ao ano. Isso **favorece as aplicações pré-fixadas em USD**, seja nas Treasuries ou em Bonds brasileiros de baixo risco de crédito.
- Ações EUA** – A alta recente das ações nos EUA, com S&P500 e Nasdaq em território recorde, **sugere uma postura mais cautelosa. Para quem tem exposição, recomendamos uma redução ou operação de proteção.**
- Nos EUA, o semestre terminou com um desempenho excepcional dos ativos e com um quadro promissor na economia, mas preocupante na política.

Um boom em inteligência artificial impulsionou o primeiro semestre impressionante para o mercado de ações dos EUA. O S&P500 fechou o semestre em alta de 14,5% e o Nasdaq avançou 18,1%.

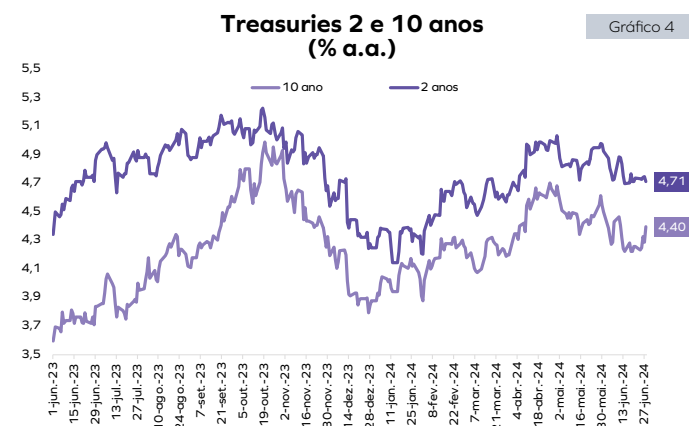
Apesar do desempenho fantástico, a alta do Nasdaq Compuesto ficou concentrado em apenas cinco empresas — com Nvidia, Microsoft, Apple, Amazon e Meta responsáveis por 60% da alta do indicador.

Gráfico 3



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 4



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Nos juros, as taxas das Treasuries subiram até abril, quando a taxa do Tesouro de 10 anos atingiu 4,74%. Os juros regrediram para a faixa de 4,25% nas últimas semanas na esteira de sinais de acomodação da economia e convergência da inflação nos EUA.

No entanto, o movimento de queda das taxas de juros sofreu uma reversão abrupta no dia 28 de junho, dia seguinte ao debate presidencial, com os juros dos títulos de 10 anos subindo para 4,41%. A alta pode ser atribuída à performance desastrosa de Joe Biden no debate, que desencadeou uma comoção por sua substituição.

A perspectiva de vitória de Donald Trump fez o mercado embutir uma inflação mais alta e menos espaço para cortes nos Fed Funds diante das propostas de tributar importações e da incerteza fiscal.

Com o cenário global evoluindo favoravelmente, seria de se esperar uma queda do dólar e uma forte valorização dos ativos brasileiros. Infelizmente, enquanto os ativos de risco no mundo inteiro estão em alta, por aqui o ruído político elevou muito a incerteza fiscal e fomentou dúvidas sobre a conduta a partir de 2025.

Ativos Locais

Não são as falas, mas a deterioração do compromisso fiscal que afetaram o dólar.

"Aqueles que não conseguem se lembrar do passado estão condenados a repeti-lo."

- George Santayana

- Arcabouço fiscal ancorou as expectativas e derrubou o dólar
- Perda de credibilidade fiscal fez dólar disparar para níveis só vistos no pós-pandemia
- Abandono das metas fiscais e das metas de inflação tornou-se um risco real
- Credibilidade da resposta fiscal do governo vai determinar rumo desta administração
- Elevação da percepção de risco piora relação de risco retorno do ativos brasileiros

Depois de um período de bastante tensão após as eleições de 2022, o dólar caiu 8,1% em 2023. Este movimento ganhou impulso com o arcabouço fiscal, que criou a expectativa

de que a custosa dívida brasileira caminharia para a estabilização ante o PIB em 2026 ou 2027.

O Brasil tem uma dívida cara, curta e crescente cuja dinâmica causa preocupação. Com uma taxa de crescimento potencial em torno de 2,25% e juros reais de equilíbrio em torno de 5%, estabilizar a relação entre a dívida líquida e o PIB requer um superávit primário em torno de 2% do PIB.

Embora tenha uma abordagem bem gradual, o arcabouço conquistou um ganho de credibilidade. Em julho, a agência de classificação de risco Fitch elevou a nota de crédito do Brasil de "BB-" para "BB". A partir daí, a redução da percepção de risco derrubou o dólar e criou condições para reduzir a taxa Selic.

O ano de 2023 terminou com um cenário muito melhor do que o esperado. No entanto, muitos integrantes do governo e do partido do presidente seguiram defendendo um esforço fiscal menor e uma política monetária mais relaxada.

Em 27 de outubro de 2023, em um café da manhã com jornalistas, o presidente falou que as metas do arcabouço dificilmente seriam cumpridas. "Até porque não quero fazer cortes em investimentos de obras. Se o Brasil tiver um déficit de 0,5%, o que é? De 0,25%, o que é? Nada. Praticamente nada", apontou na ocasião.

O descompromisso com a meta fiscal deixou claro que o ajuste enfrentava sérias resistências, mas o ministro da Fazenda Fernando Haddad conseguiu adiar a discussão — contribuindo para uma melhora da percepção de risco e levando o dólar para R\$ 4,85 no final de 2023.

No entanto, em 16 de abril de 2024, o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) confirmou a redução da meta de resultado primário de 2024 de zero para um déficit de 0,25% do PIB, com margem de 0,25% do PIB.

A flexibilização para 2024 era esperada. A surpresa veio pela mudança das metas de 2025 e 2026, que passaram de superávits de 0,5% e 1,0% do PIB, respectivamente, para 0% e 0,25. Mudar as metas, já frouxas, menos de um ano depois de aprovadas revelou que o governo não está comprometido com o ajuste.

A política é repleta de ritos e liturgias e a forma como se anunciou o recuo na MP que compensava a desoneração, à revelia do Ministro da Fazenda, levou a uma leitura de que o ministro estava enfraquecido e a Fazenda isolada na luta pelo equilíbrio fiscal.

A credibilidade da âncora fiscal foi abalada com a percepção de que a ala política passou a dominar as decisões sobre a economia — impedindo o ajuste necessário para cumprir o arcabouço.

Além disso, **o presidente passou a sinalizar que a política monetária seria flexibilizada**. Ao dizer que “juros vão melhorar” quando indicar o presidente do BC e qualificar a Selic em 10,5% ao ano como “irreal”, a crise mudou de patamar.

A combinação de um fiscal expansionista com um BC leniente com a inflação é a política que o governo do PT implementou de 2009 a 2015. O que traz perplexidade a quem conhece a história é que tal política não fez bem ao Brasil e tampouco ao partido que a patrocinou.

O dólar disparou, a inflação atingiu 10,7% em 2015 — levando a uma crise fiscal e a maior recessão da história, que culminou numa crise político-institucional sem precedentes. A mesma política só pode levar ao mesmo desfecho.

Analistas políticos defendem a tese de que o presidente é assim mesmo: fala o que sente, mas seu governo faz o que precisa. Se isso for verdade, chegou a hora de deixar o ministro Haddad tentar recuperar parte da credibilidade com medidas concretas, efetivas e críveis. Palavras já não bastam.

O dólar fechou junho cotado a R\$ 5,5884 — maior valor desde janeiro de 2022, ainda no pós-pandemia — e acumulou alta de 15,2% no primeiro semestre de 2024. Se é verdade que a elevação dos juros nos EUA contribuiu para a alta do dólar nos cinco primeiros meses do ano, a alta de junho é predominante doméstica, pois as Treasuries caíram no mês.

Esse patamar de câmbio, se mantido por alguns meses, contratará quase 1 p.p. a mais de inflação em 2025 e levaria a uma elevação da taxa Selic se a meta de inflação for levada a sério.

Diante do aumento da percepção de risco, os juros dispararam com o contrato futuro para janeiro de 2027 em 11,97% — em alta de 225 p.b. no ano. O benchmark dos títulos indexados à inflação é o IMA-B, cuja taxa de juros oscilava em torno de 5,60% no ano passado e terminou o semestre em 6,70%. O Ibovespa perdeu 7,7% na primeira metade do ano. Houve uma deterioração importante e, em alguma medida, irreversível do cenário. **Os novos cenários refletem um governo que não quer ou não consegue buscar o equilíbrio fiscal com a determinação que este desafio requer**.

Um país que tem uma carga tributária bruta de quase 35% do PIB e no qual a União gasta R\$ 2,35 trilhões, certamente, tem onde cortar. Mas isso exigiria conter a ala política que propõe a reedição da expansão fiscal com um BC leniente, além de enfrentar grupos de interesse e construir apoio político no Congresso.

No novo desenho, a diferenciação dos cenários não se dá mais pela perspectiva de juros nos EUA, onde o corte em setembro está cada vez mais provável. **O cenário para o restante deste mandato presidencial será definido: (a) pela extensão do ajuste fiscal mensurado pela evolução do déficit primário e seu impacto sobre a trajetória da dívida, e (b) pela percepção sobre a política monetária que pode ser aferida pela evolução das expectativas do Focus, a partir das trajetórias esperadas para a Selic e para o IPCA.**

Gráfico 5

Cenário	Otimista				Base		Pessimista	
Fiscal - déficit primário	≈ 0,6% do PIB				≈ 1% do PIB		≈ 1,5% do PIB	
Monetário - atuação do BC	busca meta				usa banda		supera o teto	
Probabilidades	5%				65%		30%	
Variáveis Macro	2022	2023	2024p	2025p	2024p	2025p	2024p	2025p
PIB (% a.a.)	3,00	2,90	2,50	1,80	2,30	2,00	2,00	1,20
IPCA (% a.a.)	5,80	4,62	4,00	3,50	4,30	4,20	5,50	6,30
Selic (%a.a. final de ano)	13,75	11,75	10,50	9,50	10,50	9,75	10,50	12,00
Câmbio (R\$ / USD final de ano)	5,22	4,84	5,00	5,08	5,30	5,42	6,00	6,26
Juro Real (% a.a.)	7,72	6,84	6,05	5,31	5,94	5,33	4,74	5,36
Resultado Primário (% PIB)	1,28	-2,30	-0,70	-0,60	-0,80	-0,90	-1,10	-1,50
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,70	74,30	76,91	80,09	77,10	80,43	76,88	81,13
Varição Anual Dívida / PIB	-6,31	2,60	5,21	3,17	2,80	3,33	2,58	4,25

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

Cenário Base: Com 65% de chance, é o cenário dominante e o que, mais provavelmente, trilharemos nos próximos meses.

Este cenário assume medidas fiscais limitadas que mantém o primário pouco abaixo de 1% de déficit e um BC que aceita uma inflação perto do teto em 2025, cortando a Selic até 9,75% - conforme o presidente indicou nas entrevistas recentes.

Nesse contexto, o prêmio de risco teria uma melhora impulsionada pelo exterior e depois estabilizaria em um nível abaixo do atual, assim os ativos brasileiros teriam espaço para uma valorização limitada pela perda de credibilidade fiscal e monetária.

Visão sobre as principais classes de ativos sob o Cenário Base:

Juros Brasil – Com o estresse e a consequente abertura das curvas, a renda fixa tornou-se bastante atraente em todos as modalidades (CDI, IPCA e Pré).

Crédito Brasil – O mercado de crédito segue com perspectiva favorável e representa uma oportunidade para o investidor.

Fundos Imobiliários – Combinam renda (isenta) com potencial de ganho de capital.

Ações Brasil – Nosso preço-alvo para o Ibovespa foi reduzido para 145.000 pontos, mas muitos papéis deverão apresentar desempenho bem superior ao índice.

Dólar – Escalada verbal gerou pressão cambial, uma postura mais serena e o reforço do compromisso fiscal, juntamente com a perspectiva de redução de juros nos EUA devem trazer o dólar para perto de R\$ 5,30.

Cenário pessimista: Introduzimos essa alternativa, muito pior e inexistente nas edições anteriores, com 30% de probabilidade, para refletir a perda de credibilidade decorrente dos ataques à condução da política monetária e, principalmente, a falta de comprometimento da liderança política do governo com o ajuste fiscal.

Ainda que diante da deterioração provocada pela escalada do dólar tenha havido uma moderação, ficou evidente o isolamento da Fazenda face às preferências do partido do governo que segue defendendo a repetição da Nova Matriz Econômica (mais gasto e menos juros).

Neste cenário, a ala política triunfa e o déficit primário se mantém acima de 1% do PIB, o risco sobe e o dólar dispara para R\$ 6,00 gerando mais inflação.

Contudo, um BC permissivo com os riscos inflacionários repetiria 2013 e 2015, deixando a inflação superar a meta sem uma reação apropriada.

Cenário otimista: O arcabouço fiscal é reforçado como uma política de governo e um esforço de receitas e despesas leva a déficits primários ante o PIB de 0,7%, 0,6% e 0,5% em 2024, 2025 e 2026 — respectivamente. As metas do arcabouço não são atingidas, mas o esforço é nítido ao mesmo tempo, o BC recebe apoio para trazer a inflação e as expectativas para a meta. Nesse cenário, o dólar cai para R\$ 5,00, inflação converge para a meta, o BC reduz a Selic e a economia cresce em torno do potencial.

Infelizmente, ficou difícil imaginar esse cenário se materializando, por isso, atribuímos uma probabilidade de apenas 5%. Somente medidas fiscais substanciais com o apoio claro do presidente e de todo governo nos faria elevar a probabilidade deste cenário.

Gráfico 6

Estratégia de Alocação | Carteiras Sugeridas Monte Bravo

Julho - 24

Classe	Benchmark	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	60,0	18,0	10,0	6,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	15,0	16,0	18,0	17,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	25,0	19,0	27,0	30,0
Multimercado	IHFA		15,0	6,0	4,0
Fundos Imobiários	IFIX		14,0	15,0	16,0
Renda Variável	Ibovespa		12,0	18,0	20,0
Alternativos	Não possui		2,0	3,0	4,0
Internacional	60 Ações /40 Bonds		4,0	6,0	3,0
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

* O objetivo é fornecer uma 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.

Mesmo com a piora dos cenários, uma carteira diversificada tende a proporcionar ganhos acima do CDI. A sugestão de alocação deste mês, traz ajustes que refletem a deterioração do cenário e uma perspectiva de ganhos mais limitados que fazem com que a relação de risco e retorno para os ativos brasileiros tenha piorado.

As carteiras desse mês trazem:

- Redução na exposição à Renda Variável e à Ativos Alternativos
- Redução na alocação em Investimentos no Exterior devido à forte alta do dólar
- Aumento nas posições de renda fixa nas três subclasses (pós, pré e inflação)

É importante lembrar que o exercício de alocação de ativos busca as melhores relações de risco e retorno para a carteira. Embora **todos os ativos domésticos tenham retornos projetados superiores ao CDI de 10,4% nos próximos 12 meses, o risco subjacente aumentou.** E isso deve se refletir em uma redução de nos ativos de maior risco, mesmo quando o retorno esperado para eles ainda é maior que o CDI.

Por exemplo, o novo preço alvo do Ibovespa para o final de 2024 é de 145.000 pontos, uma alta de 17% sobre o fechamento do semestre, com o índice atingindo 150.000 em 12 meses (21% de alta). Assim, o investimento no índice ainda bate o CDI com boa margem, mas dada a elevação do risco, optamos por incrementar a exposição na renda fixa cuja relação de risco e retorno ficou mais favorecida.

Cenário Macroeconômico

Internacional

A dinâmica da **economia americana ao longo do 2º trimestre vem confirmando nossa expectativa de moderação da atividade, maior equilíbrio do mercado de trabalho e retomada da trajetória de desinflação.**

As vendas do varejo e os dados do consumo das famílias de abril e maio indicam continuidade de crescimento, mas em ritmo inferior ao observado no 1º trimestre. O endividamento das famílias e o impacto da alta dos juros estão restringindo o consumo das famílias, em especial, das classes de menor renda.

O mercado de trabalho também tem dado sinais de maior equilíbrio, com a abertura de vagas pelas empresas recuando para os níveis pré-pandemia, as demissões voluntárias desacelerando e os ganhos salariais moderando para patamares compatíveis com a meta de inflação de 2,0%. O número de vagas geradas mensalmente pela economia segue em ritmo robusto, com as médias móveis de 3 e 6 meses permanecendo em torno de 250 mil vagas — ainda acima do nível de cerca de 180 mil vagas que mantém a taxa de

desemprego estável. Essa dinâmica da geração de emprego segue sendo um desafio para a acomodação definitiva da economia.

A inflação teve um comportamento benigno a partir de abril, o que foi confirmado pelos resultados de maio. Os núcleos de inflação tiveram resultados promissores após a pressão observada no 1º trimestre. A deflação de bens e a menor inflação de serviços ligados ao mercado de trabalho resultaram na desaceleração do **núcleo do PCE de 2,8% em abril para 2,6% em maio — atingindo um patamar abaixo da projeção do Fed de 2,8% para dezembro.** Avaliamos que o núcleo de inflação deverá permanecer bem-comportado até o final do ano, registrando alta de 0,1% a 0,2% em média entre junho e dezembro, o que levará o núcleo do PCE para 2,5% no encerramento de 2024.

A retomada da trajetória de desinflação, a acomodação do emprego e a desaceleração da atividade deverão elevar a confiança do Fed para iniciar o ciclo de corte de juros a partir de setembro. Mantemos a expectativa de 3 cortes de 25 p.b. até dezembro, levando a taxa de juros básica para 4,75% a.a. no final de 2024.

Na China, os dados mais recentes até maio indicam acomodação da atividade devido à demanda doméstica fraca e ao menor crescimento da indústria. Por outro lado, o crescimento das exportações e dos investimentos em infraestrutura e na indústria estão compensando parte de perda de ímpeto da atividade doméstica. O PIB deverá crescer 5,3% na comparação anual no 2º trimestre liderado pelo setor externo e pelos investimentos.

O governo anunciou medidas de estímulo ao setor imobiliário no mês passado e, na sua reunião do final de junho, o Banco Central chinês anunciou que um programa de reembolso de 300 bilhões de yuans para apoiar a compra pelos governos locais do estoque existente de imóveis à venda e a conversão em habitação popular.

Durante o mês de julho, ocorrerão a 3ª reunião plenária do partido comunista chinês e a reunião de economia do Politburo, que são instâncias importantes de definição de políticas e de medidas de estímulo para a economia. Mantemos a expectativa de crescimento de 5,0% da economia chinesa em 2024. O mercado tem revisado o cenário de crescimento para o PIB chinês continuamente e — após iniciar o ano projetando alta de 4,5% — o consenso do mercado subiu para 5,0% na última semana de junho.

Brasil

As recentes **sinalizações do governo a favor de uma política fiscal expansionista — com o relaxamento do arcabouço fiscal, juntamente com uma política monetária menos restritiva a partir de 2025 — resultaram na alteração do cenário base.**

As mudanças principais foram nas hipóteses do resultado primário para os próximos anos e a condução da política monetária pelo Banco Central. Com relação à política fiscal, a resistência do governo em adotar medidas de restrição de gastos indica que será difícil cumprir as metas de resultado primário equilibrado para 2025 e de superávit primário de 0,25% em 2026. O atual ritmo de crescimento das despesas de previdência e benefícios sociais — alta de 13,1% no acumulado do ano até maio de 2024 ante o mesmo período do ano passado — requer que haja desvinculação dos benefícios e pensões do salário-mínimo, algo que parece improvável.

Acreditamos que o governo deverá apresentar um conjunto de medidas de ajuste que, no entanto, serão insuficientes para atingir as metas de resultado primário. Sem a expectativa de repetir o aumento de tributação ocorrido em 2024,

revisamos nossa expectativa de déficit primário de 0,6% e 0,5% para 0,9% tanto em 2025 como em 2026. Essa alteração da trajetória do resultado primário também impactou a dinâmica esperada para a dívida bruta em relação ao PIB, que foi revisada de 82,1% para 84,1% do PIB em 2026, ou seja, a dívida bruta subirá 12 p.p. durante o mandato do atual governo.

O comportamento da política monetária também deve ser alterado nesse cenário com o **Banco Central passando a mirar não o centro da meta para a inflação, mas uma inflação abaixo do teto da banda.** A política fiscal expansionista deverá manter a inflação pressionada e, como consequência, revisamos as projeções de inflação de 2024 e 2025 de 4,2% e 3,5% para 4,3% e 4,2%, respectivamente.

Neste cenário, apesar da inflação acima do centro da meta, o Banco Central reduz a taxa de juros ao longo do próximo ano para 9,75% a.a. até dezembro de 2025.

A política fiscal expansionista e a monetária menos restritiva deverão manter um crescimento maior no curto prazo. Esse crescimento deverá ser liderado pelo consumo do governo e das famílias, em detrimento dos investimentos privados. A projeção para o crescimento do PIB desse ano foi mantida em 2,3% devido ao mercado de trabalho aquecido e a rápida recuperação da economia do Rio Grande do Sul após as enchentes.

Para 2025, a expectativa é que a economia cresça em torno de 2,0% suportada pela política econômica expansionista. Entretanto, essa dinâmica de crescimento suportada pela política fiscal e monetária frouxa não é uma combinação sustentável. Estimular o consumo sem gerar a oferta só produz inflação e faz a percepção de risco crescer.

O novo equilíbrio das políticas fiscal e monetária expansionistas resultará em uma taxa de câmbio mais depreciada que a esperada no cenário base original. Embora os fundamentos externos da economia sigam robustos, a ausência de ajuste fiscal, a inflação mais elevada e a demanda doméstica aquecida implicam em um prêmio sobre a taxa de câmbio. Nesse cenário, **a taxa de câmbio deverá atingir R\$ 5,30 por dólar em dezembro, ficando significativamente mais depreciada que a projeção anterior, que era de R\$ 4,90 por dólar.**

Renda Variável

Chegamos ao final do primeiro semestre de 2024 com um **resultado bastante aquém do que imaginávamos para os investimentos em Renda Variável.**

O Ibovespa teve queda de 7,7% em reais e 19,5% em dólares nos seis primeiros meses do ano. O índice Small Caps, mais sensível a juros e liquidez, caiu 12%.

As explicações sobre mau desempenho dos ativos brasileiros podem ser resumidas em uma palavra: expectativas. Apesar da foto parecer bonita, o filme pode estar caminhando para se tornar um filme de terror. As próximas decisões sobre o futuro da trajetória fiscal podem tornar essa expectativa realidade, ou não.

Dado o cenário de incertezas, acabamos por modificar o nosso cenário mais uma vez. Apesar dessas novas modificações, fizemos alterações marginais em nossos targets para o **Ibovespa, realizando uma redução em nosso cenário base, saindo dos 150 mil para os 145 mil pontos ao final de 2024.** Nosso Cenário Alternativo — apresentado na Carta Mensal de Maio — foi reduzido dos 130 mil para os 120 mil pontos.

No cenário base, estamos reduzindo nosso múltiplo justo para o Ibovespa, porém aumentamos o Lucro Por Ação, uma vez que enxergamos a possibilidade de — com um câmbio depreciado — termos uma revisão de lucros para cima.

No cenário alternativo, estamos trabalhando com um múltiplo de saída ainda mais baixo e um cenário em que o desarranjo fiscal acabaria afetando a performance das empresas domésticas de maneira mais relevante do que um câmbio de equilíbrio mais alto beneficiaria as companhias exportadoras. Vale ressaltar que o fator dinâmico do cenário deixou de ser a política monetária dos EUA e passou a ser ditada pelas políticas fiscal e monetária até 2026.

A deterioração da percepção fiscal gera alguma dificuldade de estimar o impacto sobre o Ibovespa. Isto ocorre pelo IBOV ser um índice muito concentrado em commodities, com empresas que tendem a se beneficiar de um real mais fraco. Mas, se o câmbio mais depreciado favorece commodities e exportadores em geral, nos demais papéis o impacto é mais ambíguo.

Gráfico 7

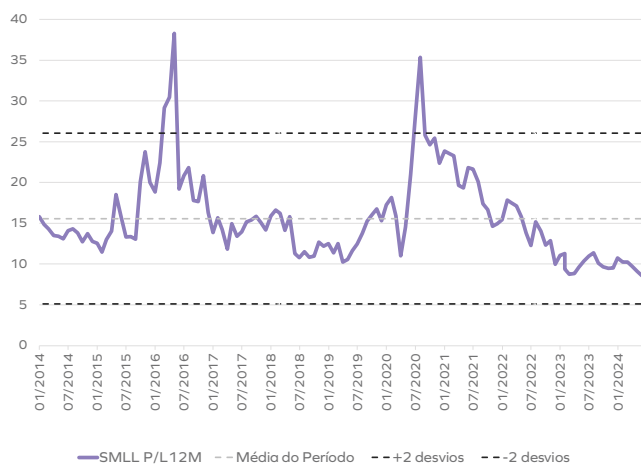
Cenários IBOVESPA Base - 2024	
Projeção LPA 2025 (R\$/ ação)	17.500
Múltiplo - Preço/Lucro	8,25
IBOVESPA projetado por cenário ≈	145.000

Cenários IBOVESPA Alternativo - 2024	
Projeção LPA 2025 (R\$/ ação)	17.350
Múltiplo - Preço/Lucro	6,75
IBOVESPA projetado por cenário ≈	120.000

Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 8

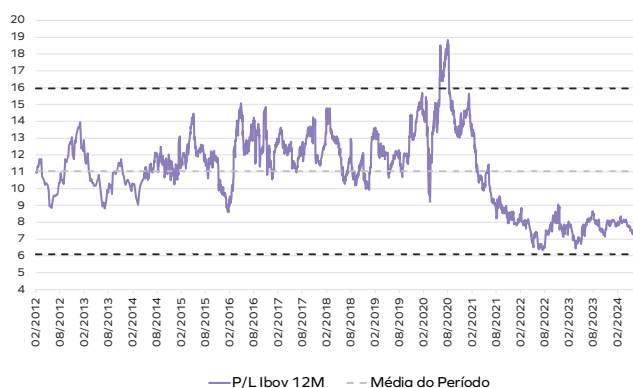
Índice Small Caps = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 8b

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



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

O novo cenário seria bastante desafiador para empresas dependentes de juros e da economia doméstica. Poderia, porém, apresentar uma dinâmica positiva para empresas de consumo com pouca alavancagem.

Entender como será a dinâmica do índice no novo cenário é bastante desafiador, de um lado teremos um aumento do custo de capital das empresas (juros mais altos por mais tempo) e, do outro, um aumento de receitas já que dados uma performance neutra/positiva de commodities e um câmbio mais depreciado.

Presumindo que teremos o mínimo do equilíbrio institucional, a performance das empresas de commodities e exportadoras — que são 40% da carteira do IBOV — deveria ser positiva.

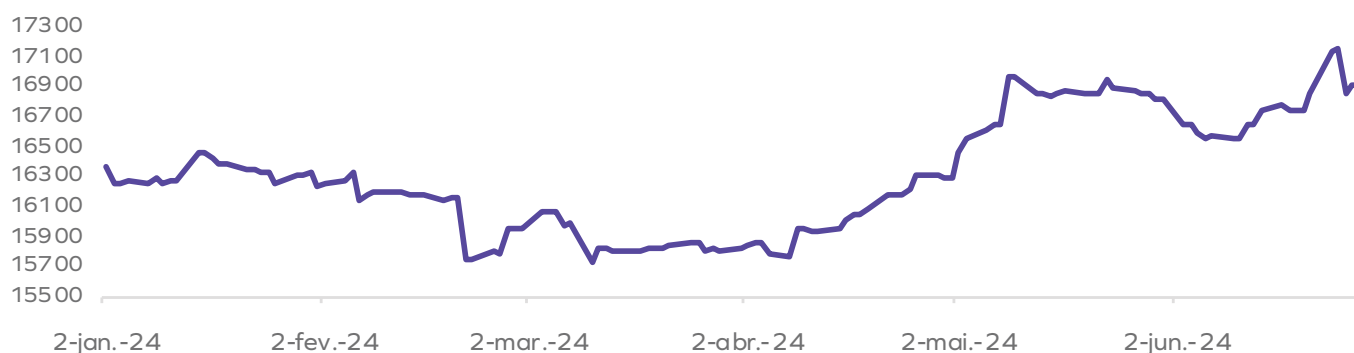
Dado a complexidade do cenário, gostaríamos de propor uma alternativa, já que entendemos que pode existir uma assimetria e um carregamento positivo para o mercado de ações dentro da carteira dos clientes.

Nossa proposição é a construção de um portfólio defensivo, composto por empresas Exportadoras, Commodities, Bancos e Utilidades Públicas — que tem maiores chances de atravessar esse momento mais conturbado com menores solavancos.

Caso estejamos errados e o desfecho seja mais positivo, a compressão nos prêmios de risco deveria fazer as empresas de utilidades públicas performarem bem, assim como os bancos. Enquanto isso, companhias de commodities e exportadoras teriam uma performance mais tímida.

Lucro por Ação - Ibovespa
(Próximos 12 Meses)

Gráfico 9



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O IFIX, principal índice de Fundos Imobiliários do Brasil, fechou junho com queda de 1,04%. O prejuízo no mês diminuiu a performance positiva no ano para 1,1%.

O destaque do mês foram, novamente, os fundos de recebíveis, que continuam tendo uma performance positiva no ano. Enquanto isso, os fundos de tijolos continuam tendo performance negativa.

É importante ressaltar que o mês foi bastante desafiador

para teses problemáticas em crédito high yields com exposição a multipropriedades e turnarounds mais complexos.

Conforme discutimos nas outras sessões de nossa Carta Mensal, reprecificamos algumas variáveis macroeconômicas importantes no cenário brasileiro. Essa reprecificação nos obriga a ser mais seletivos com nossas preferências.

Como já vem sendo debatido em nossas últimas cartas, continuamos com ligeira preferência por alocações em ativos

com uma carteira mais indexada ao CDI. Alocações em IPCA não estão descartadas, porém estamos mais seletivos e preferimos fundos de ótima qualidade de crédito e com algum desconto em relação ao seu valor patrimonial.

Em Tijolos, vimos uma correção acentuada, o que abriu outra janela para alocações em bons ativos em preços que julgamos interessantes. Entendemos que o momento é desafiador, porém comprar bons fundos de tijolos com carregos interessantes (dividendo) é uma oportunidade que gostamos.

Lajes é o segmento que estamos sendo mais seletivos, e entendemos quem quer comprar vacância ou turn around. No entanto, a janela de oportunidade para alocar em ativos premium merece destaque.

Nos últimos meses inclusive, temos visto movimentações interessantes dentro do PVBI, conseguindo revisionais acima do que prevíamos em nossos modelos. Desta forma, podemos ter alguma surpresa em relação a Renda Imobiliária gerada.

Em shoppings, temos visto bons fundos voltarem a negociar com desconto em relação ao seu valor patrimonial em um momento que tem apresentado melhora operacional relevante, gostamos também de algumas das aquisições que foram realizadas nos últimos meses.

No entanto, como temos comentado em nossas últimas cartas, há fundos que estão com a distribuição acima de sua

capacidade operacional, pois parte da distribuição de dividendos vinha da venda de ativos — eventos que não são recorrentes.

Em logística, apesar de nossa seletividade, enxergamos mais nomes como sendo passíveis de escolha, pois uma quantidade maior de fundos com bons imóveis está com vacância muito perto de suas mínimas históricas.

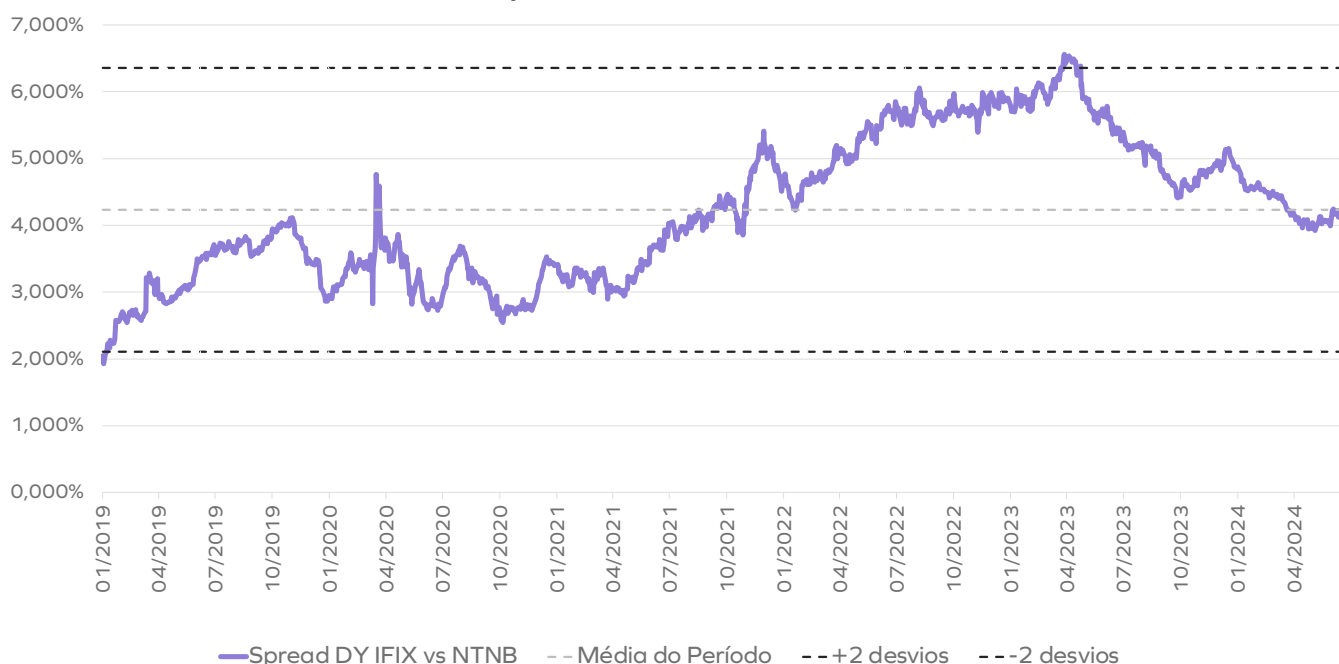
Temos visto um movimento de aumento do valor do aluguel por m² que também não esperávamos, com o aluguel em São Paulo chegando próximo dos R\$ 26/m². Bons fundos estão negociando com desconto ou em linha com o Valor Patrimonial.

Em resumo, entendemos o momento desafiador, porém acreditamos que pode existir uma janela de oportunidade interessante para alocação em bons ativos que tem passado por uma melhora operacional acima de alguma de nossas expectativas, o que deve ser traduzido em dividendos crescentes ao longo do tempo, tornando o carregos mais interessante.

Uma carteira diversificada entre as classes de ativos continua sendo o último 'almoço grátis' do mercado.

Spread DY IFIX vs NTNB 35

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

As curvas de juros futuras no mercado internacional recuaram ao longo de junho devido às surpresas favoráveis nos núcleos do CPI e do PCE e aos sinais de enfraquecimento do consumo das famílias. No cenário doméstico, houve forte alta das taxas de juros devido à intensificação das incertezas fiscais e à desencorajagem das expectativas de inflação.

As curvas de juros futuras domésticas sofreram um forte ajuste na parte curta. O contrato de juros futuros com vencimento em janeiro de 2025 precifica um total de 85 p.b. de aumento da taxa Selic até dezembro desse ano, refletindo o aumento das incertezas fiscais e a forte aversão ao risco dos investidores em relação aos ativos locais.

Essa precificação indica um prêmio elevado para o nosso cenário base, no qual o Banco Central deve manter os juros estáveis em 10,50% até o final de 2024. Além disso, contratos de juros futuros com vencimento em janeiro de 2026 precifica um ciclo de cerca de 100 p.b. ao longo de 2025. Obviamente, uma parte relevante dessa precificação de alta de juros ao longo de 2025 é um prêmio de alongamento e de incerteza sobre a mudança na presidência do BC.

No caso das curvas de juros futuras dos EUA, o mercado voltou a precificar dois cortes de juros até o final de 2024. O movimento aconteceu após dados de inflação melhores que o esperado, o discurso menos duro do presidente do Fed e a perda de força da demanda doméstica americana.

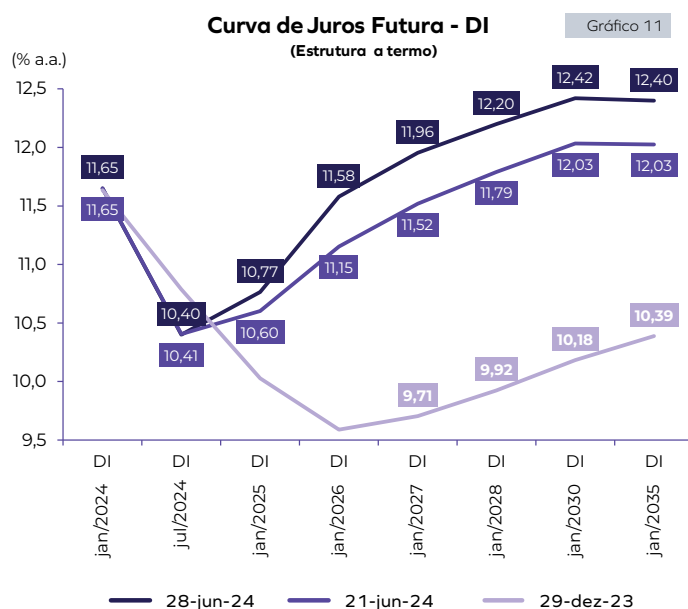
Considerando o cenário base de 3 cortes de juros pelo Fed até dezembro e a estabilidade da taxa Selic pelo Copom em 10,50% a.a. esse ano e a retomada dos cortes de juros ao longo de 2025, mantemos a visão de que o mercado de renda fixa possui prêmios tanto na parte curta quanto na parte longa da curva de juros. Nossa preferência é pelos vértices de curto prazo devido aos prêmios em relação ao nosso cenário.

Os cupons das NTN-Bs de longo prazo ficaram pressionados em junho conforme o risco fiscal foi intensificando, o que resultou na elevação dos cupons do patamar já elevado de 6,20% no final de maio para 6,50% no fechamento de junho. Seguimos avaliando que o patamar atual dos cupons não é sustentável do ponto de vista fiscal, mas, por outro lado, hou-

ve uma deterioração do cenário que implica em um patamar mais elevado do rendimento dos títulos indexados à inflação de longo prazo. Nesse sentido, revisamos nossa expectativa para os cupons das NTN-Bs de longo prazo de 5,80% a.a. para 6,15% a.a. em dezembro desse ano.

Como já citamos nas últimas cartas, seguimos avaliando favoravelmente os créditos privados com boa avaliação de rating. No entanto, considerando a deterioração de risco do cenário, a nossa preferência é alocar em operações que possuem como benchmark o CDI ou IPCA mais um prêmio.

No caso da curva pré-fixada, os prêmios são elevados em relação ao nosso cenário, mas nesse momento os créditos com benchmark pré-fixado estão sujeitos a maior volatilidade — o que indica uma relação risco-retorno menos favorável em relação às operações com benchmark CDI ou IPCA.



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 pré-fixados a parcela prefixada.

IDA é o Índice de Debêntures ANBIMA (IDA) reflete o comportamento de uma carteira de dívida privada, mais especificamente das debêntures negociados no Brasil.

Ibovespa é o Índice Bovespa, índice de referência de cerca de 86 ações negociadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão).

IFIX é Índice de Fundos Imobiliários da B3 cujo objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários.

S&P500, ou Standard & Poor's 500, é o índice ponderado por capitalização de mercado de 500 das principais empresas negociadas nos EUA.

Magnificent Seven - grupo é composto por Alphabet (GOOGL), Amazon (AMZN), Apple (AAPL34), Meta (M1TA34), Microsoft (MSFT34), Nvidia (NVDC34) e Tesla (TSLA)

montebravo

Corretora

Alexandre Mathias

Estrategista-Chefe
e Head do Research

Luciano Costa

Economista-chefe

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.