

montebravo
Corretora

Carta mensal

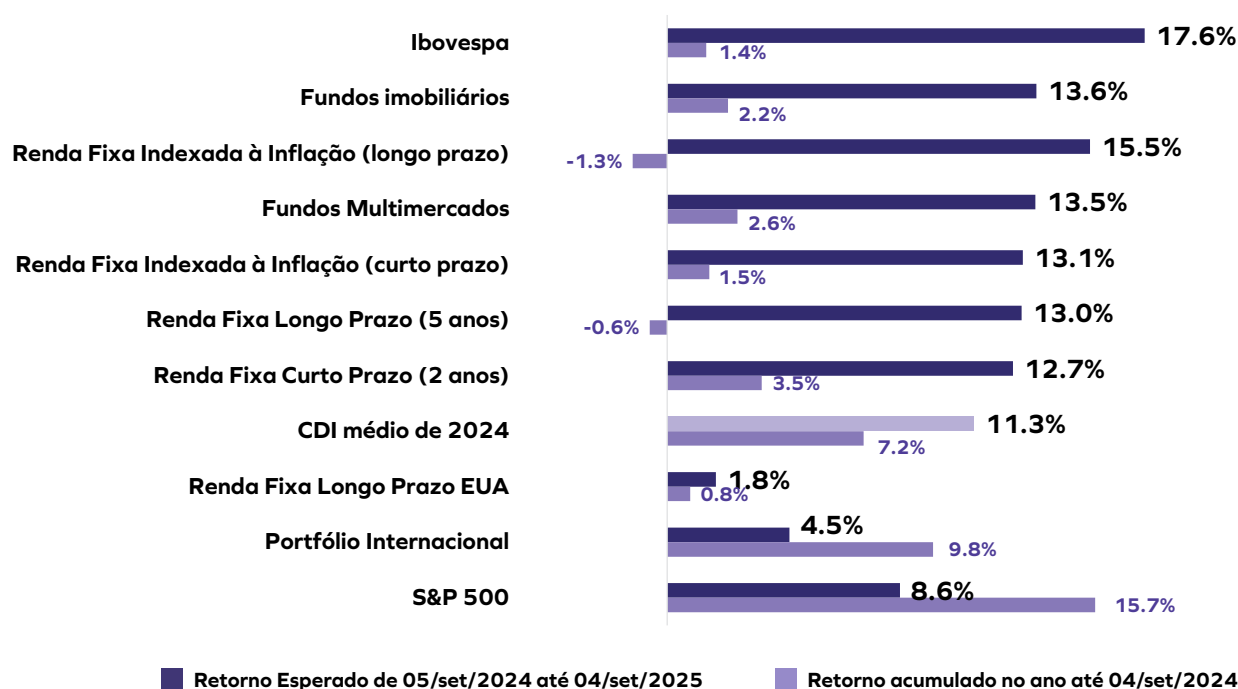
**Rali dos ativos brasileiros
é impulsionado pela
liquidez global, mas risco
fiscal limita ganhos**

Nos EUA, aterrissagem suave da economia preserva a bolsa, enquanto a inflação permite cortes dos juros.

No Brasil, a incerteza fiscal reduz o potencial de alta dos ativos locais, mas ativos domésticos superam CDI projetado.

Retorno esperado dos Investimentos (YTD e projeção) 12 meses à frente

Gráfico 1



Fonte: Bloomberg Elaboração Monte Bravo.

Cenário recomenda carteira diversificada.

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
145.000 Pontos	Carregamento ≈ CDI + Ganho de Capital	Pós, Pré e IPCA com prêmio	Aumente Exposição
Setores Preferidos:	Setores Preferidos:	Ativos Preferidos:	Ativos Preferidos:
Bancos Commodities Exportadoras Utilities Shoppings	Logística Papéis Renda Urbana	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

- **Corte de juros pelo Fed estimula o apetite global ao risco**
- **Fluxo estrangeiro para o Brasil valoriza ativos locais**
- **O ruído político e a incerteza fiscal, no entanto, inibem um rali mais potente**
- **Ainda assim, os ativos brasileiros superarão o CDI nos próximos 12 meses**

Conforme vínhamos antecipando, o Fed vai iniciar o ciclo de corte de juros em setembro. Isso tende a gerar um enfraquecimento do Dólar e a estimular o apetite ao risco no mundo inteiro.

A taxa do título de 10 anos dos EUA recuou para 3,90% no fechamento de agosto. Enquanto isso, o índice DXY perdeu 2,3% e o ouro subiu 2,3%.

O S&P500 fechou em alta de 2,3% em agosto, depois de cair mais de 7% com a súbita valorização do Iene no início do mês — que levou a uma desmontagem de posições financiadas na moeda japonesa e a aplicadas nos ativos de risco globais. O MSCI World subiu 2,4%, enquanto o MSCI Emerging Markets avançou 1,4% no fechamento do mês.

No acumulado de 12 meses, os destaques são o S&P500 (+25,3%), MSCI World (+21,5%) e o Ouro (+29%).

Por aqui, mesmo com a incerteza fiscal elevada e com a expectativa de alta da Selic, o fluxo estrangeiro empurrou a bolsa. O Ibovespa fechou em alta de 6,5%, virando o acumulado do ano para o terreno positivo (+1,4%). Os principais destaques da Bolsa foram o setor financeiro (+12%) e empresas de consumo cíclicas (+17%).

O Dólar caiu 0,10% frente ao real com o ruído fiscal, impedindo uma melhora maior. Os juros tiveram ganhos em linha com a curva dos EUA: o IRF-M subiu 0,66%, o Pré-Fixado de 5 anos avançou 0,30%, o IMA-B ganhou 0,52% e o IMA-B5+ valorizou 0,77%. No mesmo período, o CDI foi de 0,87%.

No acumulado em 12 meses, entre os ativos brasileiros, só o Ibovespa e o índice de debêntures batem o CDI. O Ibovespa apresenta alta de 17,5%, enquanto o Dólar PTAX sobe 14,9%. O IPCA está em +4,3% e os benchmarks da renda fixa têm os seguintes resultados:

- Prefixado de 5 anos: +5,4%
- IMA-B5+: +3,1%
- IRF-M: +8,3%
- CDI: 11,2%

1.1. Estratégia Global

- **Tudo indica que o Fed cumprirá o roteiro do Cenário Monte Bravo, cortando no ritmo de 25 p.b. a partir de setembro**
- Os surtos de pânico pelo risco de recessão têm características mais técnicas do que fundamentais
- **A Renda Fixa nos EUA** segue interessante, com bom carregamento e ainda funciona como um hedge contra uma recessão
- **Ações no Exterior** têm cenário benigno com corte de juros e a aterrissagem suave da economia.

Nos EUA, tudo indica que o Fed vá confirmar o Cenário Base Monte Bravo, iniciando o ciclo de cortes em setembro.

O presidente do Fed Jerome Powell discursou no dia 23 de agosto — no Simpósio do Fed em Jackson Hole — e praticamente sacramentou um corte de juros em setembro.

Ele reiterou que “a economia continua a crescer em um ritmo sólido”, mas afirmou que “a confiança cresceu de que a inflação está em um caminho sustentável rumo a 2%” e, por isso, **“chegou a hora de ajustar a política (monetária)”**.

O crescimento global está estável, em torno de 3,5%. No entanto, a composição vai mudar à medida que os EUA desacelerarem, ao mesmo tempo em que o resto do mundo acelera. A Europa, o Japão e os Emergentes estão mostrando

mais dinamismo, enquanto a China patina, mas mantém um crescimento próximo a 5%.

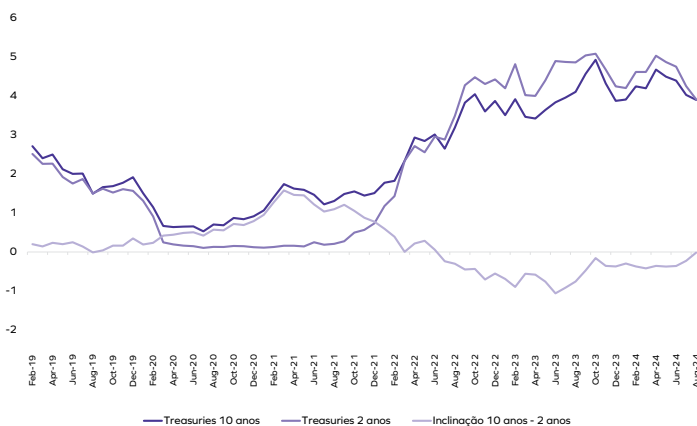
É verdade que a desaceleração nos EUA intensifica o temor de recessão e o mercado vai manter um hiperfoco sobre os dados de atividade e de emprego. O caminho para um pouso suave nunca é linear e, por isso, surtos de pânico recessivo podem acontecer. Os picos de volatilidade de agosto e deste início de setembro refletem essa dinâmica.

No entanto, o movimento de realização em ativos com grandes ganhos acumulados tem característica mais técnica do que fundamental. Os fundamentos não sancionam uma recessão nos EUA, mas os mercados ficam reféns de um ciclo vicioso em que a queda nos preços pede uma narrativa negativa para justificá-la.

O mercado futuro de Fed Funds, agora, embute uma chance de 41% de um corte de 50 pontos-base em 18 de setembro e 59% de um corte de 25 pontos. **Assim, a inclinação da curva de juros dos EUA, que vinha negativa desde 2022, praticamente zerou com as taxas de 10 anos e de 2 anos em torno de 3,80%.**

Gráfico 2

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



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

A nossa visão de uma aterrissagem suave nos EUA se baseia na avaliação de que o consumo deve desacelerar, mas não entrar em colapso — visto que seus fatores condicionantes, emprego, riqueza e crédito, seguem saudáveis. Com o mercado de ações em alta e os juros em queda, a riqueza dá suporte às finanças das famílias.

Nestas condições, à medida que os temores de recessão se dissiparem, a taxa de 10 anos deve se aproximar dos 4,00%.

Desta forma, projetamos que as taxas de juros dos títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA oscilem numa faixa próxima à atual, entre 3,75% e 4,25% a.a., nos próximos 12 meses.

Com exceção do Banco do Japão, que elevou os juros em julho, o restante das economias desenvolvidas está cortando suas taxas. Os EUA começarão o ciclo em setembro, enquanto o Banco da Inglaterra fez o primeiro corte de 25 p.b. em agosto — com expectativa de mais dois cortes ainda em 2024. O Banco Central Europeu, por sua vez, iniciou seu ciclo em junho e deve cortar os juros novamente em setembro.

O ciclo global de relaxamento monetário, antes de um enfraquecimento maior das economias, mitiga o risco de recessão e seria surpreendente se a economia global não reacelerasse em 2025.

No entanto, se os indicadores mostraram que o mercado de trabalho nos EUA está esfriando, o Fed vai atuar. Em Jackson Hole, Powell reconheceu que o mercado de trabalho esfriou. No entanto, segundo ele, “o aumento do desemprego não foi resultado de demissões elevadas [...], (mas) reflete um aumento na oferta de trabalhadores e uma desaceleração no ritmo frenético de contratações”.

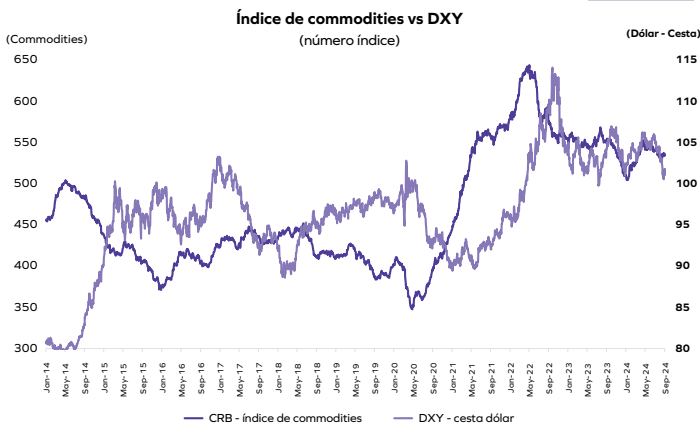
“Não buscamos ou desejamos um esfriamento adicional no mercado de trabalho”, concluiu o presidente do Fed. A fala indica que, caso o mercado de trabalho enfraqueça mais, o Fed reagirá antecipando cortes nos juros.

O afrouxamento da política monetária nos EUA cria a perspectiva de um Dólar mais fraco. A reação mais típica é um rali de metais preciosos e, em renda variável, uma alta nos mercados do Japão, Europa, países emergentes e setores cíclicos nos EUA.

O desenho é de um quadro benigno. A desaceleração nos EUA, porém, eleva o risco de uma recessão e torna a dinâmica mais suscetível aos dados e aos riscos geopolíticos.

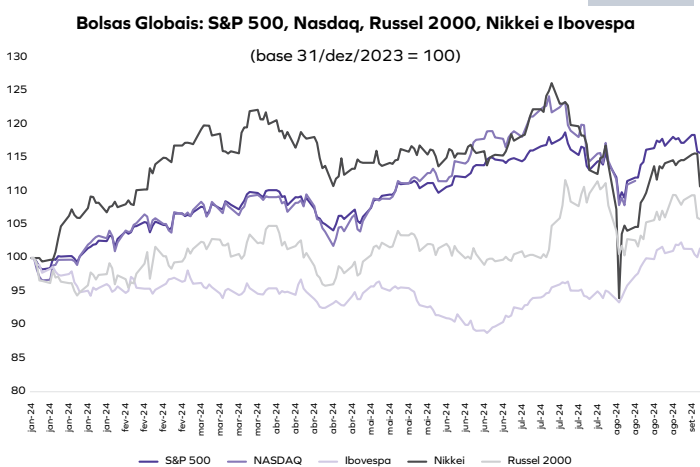
A Renda Fixa nos EUA proporciona um **carregamento positivo**, com as taxas de 20 e 30 anos acima de 4% ante uma inflação inferior a 2,5%. Além disso, a posição aplicada longa **funciona como hedge contra recessão**, pois, caso a economia desacelere de forma pronunciada — a curva fecharia e produziria ganhos de capital.

Gráfico 3



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 4



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Ações nos EUA seguem com cenário favorável diante da perspectiva de corte de juros em uma economia em processo de aterrissagem suave.

Por isso, o portfólio padrão para investimento no exterior — que propõe 60% de ações nos EUA e 40% de renda fixa em títulos do Tesouro dos EUA ou Bonds highgrade brasileiros — segue como a alocação preferencial.

No que tange à composição da carteira de ações nos EUA, é provável que as “Sete Magníficas” passem por uma consolidação. O grupo composto por Apple (AAPL), Microsoft (MSFT), Alphabet (GOOGL), Amazon (AMZN), Nvidia (NVDA), Meta Platforms (META) e Tesla (TSLA) liderou a alta do mercado nos últimos 18 meses.

Diante do valuation esticado no setor de tecnologia, é natural que os fluxos se dirijam para outros setores. Esta perspectiva de rotação rumo às ações tradicionais e de menor capitalização — que serão mais beneficiadas pela redução dos juros — nos leva a sugerir um aumento da exposição a ações cíclicas e de menor capitalização, representadas pelo índice

Russell 2000, no portfólio.

As “Sete Magníficas” têm conciliado crescimento forte com geração de caixa. Com exceção da Tesla, elas devem continuar a crescer, gerar lucros e ter excedente de caixa para investir em IA, ou seja, devem continuar ‘magníficas’.

Riscos Geopolíticos a monitorar

Eleições nos EUA: ainda muito difícil diferenciar o que é programa de governo e o que é estratégia eleitoral. A proposta de taxar as importações de Trump é o elemento mais disruptivo e, caso seja percebida como realidade, pode gerar uma alta da curva de juros pelo risco de inflação, além de um fortalecimento do Dólar

Guerras: a dinâmica do conflito no Oriente Médio segue ensejando preocupações, assim como existe o risco de um agravamento da guerra Rússia-Ucrânia

Visão sobre Commodities

Petróleo: equação de oferta e demanda está sazonalmente apertada. No entanto, a tendência é que o Brent permaneça entre US\$ 70 e US\$ 80 por barril em 2025

Minério de Ferro: o balanço de oferta e demanda deve ficar mais equilibrado até o final do ano e o preço deve ficar entre US\$ 80 e US\$ 95 por tonelada em 2025

Cobre: deve recuperar a recente queda enquanto o mercado permanece em déficit. Preço médio do cobre deve ficar em torno de US\$ 10.000 por tonelada

Ouro: tem se beneficiado das compras dos bancos centrais e da forte demanda física. Os cortes de juros podem dar mais fôlego aos preços. O ouro deve ter um preço médio em torno US\$ 2.600 por onça troy.

1.2. Estratégia Brasil

- **Ativos brasileiros vão se beneficiar do fluxo estrangeiro por conta dos cortes do Fed;**
- No entanto, a incerteza fiscal continua mantendo o risco Brasil elevado — o que limita uma arrancada mais forte dos ativos domésticos;
- **Juros Brasil** – mesmo com elevação da Selic, a renda fixa doméstica segue com ótima relação de risco e retorno em todas as modalidades de indexador (CDI, IPCA e Pré)

- **Crédito Brasil** – segue com perspectiva favorável e representa uma oportunidade para adicionar prêmio e/ou usufruir de veículos com isenção de IR;
- **Fundos Imobiliários** – combinam renda isenta com chance de ganho de capital;
- **Ações Brasil** – visão otimista da Monte Bravo está virando consenso e o Ibovespa pode superar os 145.000 pontos com o fluxo estrangeiro;
- **Dólar** – soma das incertezas fiscal e monetária explica a desvalorização do Real mesmo com o cenário externo favorável. Alta da Selic e o reforço do compromisso fiscal, juntamente com a redução de juros nos EUA, podem trazer o Dólar para R\$ 5,20.

Se o cenário global caminha para uma configuração benigna, o **cenário doméstico contém elementos de pesadelo com o risco fiscal cada vez mais proeminente**. O comportamento do câmbio, mesmo diante do quadro global construtivo, revela a extensão da contaminação do risco fiscal.

Os ativos brasileiros sofreram com a corrosão da credibilidade da política fiscal e da política monetária.

No caso da política fiscal, a falta de apoio do governo às iniciativas da Fazenda minou a credibilidade da regra fiscal. A política monetária perdeu credibilidade depois das declarações do presidente Lula de que o próximo presidente do BC — indicado por ele — cortaria os juros.

A conduta fiscal e as declarações do presidente Lula remetem ao último governo do PT. Na ocasião, uma combinação de políticas fiscal expansionista e monetária frouxa gerou inflação alta e uma crise fiscal sem precedentes.

O governo enfrenta um momento decisivo. **O Cenário Base assume um freio de arrumação fiscal e monetária** que, com os cortes nos EUA, favorece uma apreciação do Real — **sem isso, o Cenário Pessimista vai ganhar mais chance de se concretizar**.

Para 2025, o orçamento trouxe a sensação de que, em breve, voltaremos a enfrentar alterações das metas de superávit primário, pois o crescimento das despesas é certo, enquanto o crescimento das receitas parece fantasioso.

No que tange à política monetária, a elevação da Selic ajudará a consolidar a percepção de que o novo presidente do BC vai buscar a meta de inflação sem usar a margem de tolerância para acomodar desvios.

Com o PIB crescendo forte, com o hiato do produto positivo e expectativas de inflação desancoradas, a alta da Selic é absolutamente necessária. O movimento reforçará a credencial anti-inflacionária. No entanto, com o fiscal frouxo repleto de medidas que não tem credibilidade, a percepção de risco seguirá elevada.

O BC está sinalizando uma alta gradual, começando com um movimento de 25 p.b. em setembro, que deve ser seguido por duas altas de 50 p.b. e um ajuste final de 25 p.b. levando a taxa Selic para 12% a.a. em janeiro de 2025.

Este aperto de juros reduz o risco de inflação e deve permitir um fechamento a partir de 2027 da curva de juros. No entanto, o risco inflacionário é o menor dos componentes que mantém a curva de juros doméstica tão inclinada e o câmbio pressionado. O fator mais importante é a falta de ajuste fiscal.

O PLOA 2025 reforçou a percepção de que as metas do arcabouço, já alteradas e bastante folgadas, não serão cumpridas.

Por isso, **o cenário otimista — no qual as metas do arcabouço são cumpridas — segue com chance zero**. Enquanto isso, **o Cenário Base Monte Bravo, onde os déficits primários ficam abaixo de 1% do PIB, segue com 65% de probabilidade.**

O relaxamento monetário e a aterrissagem da economia americana contribuirão para uma depreciação global do Dólar na ordem de 3% — o que deveria ajudar o Real a apreciar e impulsionar a valorização dos ativos domésticos. Contudo, o tema fiscal limita o potencial de queda dos juros longos e de apreciação do Real.

A premissa de menos ruído político em torno do orçamento — permitindo à equipe econômica realizar ajustes para trazer o déficit primário efetivo para algo entre 0,7% e 0,9% do PIB em 2025 — não está evoluindo bem.

Em que pese atribuímos 65% de probabilidade para o Cenário Base, o PLOA 2025 não contribuiu para reduzir o risco do **Cenário Pessimista, que segue com 35% de chance de concretização**.

Trata-se de uma probabilidade desconfortavelmente alta, mas que reflete a facilidade com que medidas nocivas às contas públicas — como o subsídio ao gás de cozinha — ganham tração, enquanto o ajuste fiscal não tem apoio algum fora da área econômica.

Gráfico 5

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	2,53	4,14	-1,55
S&P 500	4.783	5.800	24,6	21,60	15,25	5,51
DXY	101,3	98,0	-2,1	-3,29	-0,14	-3,16
Ativos Brasil						
Ibovespa	134.185	145.000	22,3	8,06	1,31	6,66
Dólar	4,85	5,20	-8,5	9,28	14,93	-4,92
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	5,80	18,4	7,23	-1,26	8,49

Fonte: Broadcast. Projeções Monte Bravo em vermelho.

(*) YTD - Year to Date é o acumulado do ano e YTG (Year to Go) é o restante do ano a decorrer.

1.3. Estratégia de Alocação

Gráfico 6

Agosto - 24

Classe	Benchmark	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	60,0	20,0	10,0	7,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	15,0	20,0	20,0	20,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	25,0	20,0	28,0	29,0
Multimercado	IHFA		12,0	9,0	5,0
Fundos Imobiliários	IFIX		11,0	12,0	14,0
Renda Variável	Ibovespa		10,0	15,0	18,0
Alternativos	Não possui		2,0	3,0	4,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds		5,0	3,0	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

* Referência para uma carteira de investimentos diversificada para 4 perfis genéricos no horizonte de 3 anos.

A sugestão deve ser personalizada, pois necessidades específicas somente podem ser capturadas numa conversa pessoal.

** A meta de CDI+ é um objetivo perseguido em janelas longas de tempo, não se configurando como promessas de rentabilidade.

Em que pese o ceticismo, o Ibovespa acumula alta de 17,5% nos últimos 12 meses e nossas projeções sob o Cenário Base apontam que a Bolsa deve seguir superando o CDI — assim como os demais ativos domésticos.

Mesmo com o risco fiscal elevado, carteiras diversificadas tendem a proporcionar ganhos acima do CDI de 11,3% projetado para os próximos 12 meses.

A sugestão de alocação deste mês traz ajustes que refletem as mudanças recentes de preços e uma perspectiva de valorização clara, mas limitada pelas incertezas fiscal, dos ativos sob o Cenário Base.

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 no Cenário Base, o risco subjacente — representado pelo Cenário Pessimista — segue elevado, o que impõe certa cautela.

Para setembro, nossa proposta de ajustes para a Carteira Dinâmica (que visa superar o CDI em 3 a 5 p.p. com uma volatilidade entre 4% e 8% ao ano) é a seguinte:

- Redução em Renda Variável, fazendo uma realização de lucros na posição overweight de bolsa que aproveita a alta de 15% do Ibovespa desde junho

- Redução em Prefixados, em especial nos mais curtos, face à alta da Selic
- Aumento em Pós-Fixados beneficiados pelo carregamento melhor
- Aumento em Títulos Indexados à Inflação, em especial nos termos médios e longos, pois a alta da Selic reduz o risco inflacionário da curva
- Aumento em Multimercados que tendem a performar melhor no cenário base

Gráfico 7

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			0%		65%		35%	
Variáveis Macro	2022	2023	2024p	2025p	2024p	2025p	2024p	2025p
PIB (% a.a.)	3,00	2,90	3,25	2,25	3,00	2,00	2,00	1,20
IPCA (% a.a.)	5,80	4,62	4,00	3,50	4,70	4,00	5,50	6,30
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	11,50	9,50	11,75	10,25	10,50	12,00
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,22	4,84	5,00	5,08	5,20	5,45	6,00	6,26
Juro Real (% a.a.)	7,72	6,84	6,05	5,31	6,39	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	78,85	82,24	76,88	81,13
Varição Anual Dívida / PIB	-6,31	2,60	5,21	3,17	4,20	3,39	2,58	4,25

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

Cenário Macroeconômico

Internacional

O desempenho da economia americana segue animador à medida que a desinflação avança, o mercado de trabalho se reequilibra e a economia cresce em um ritmo saudável. Os núcleos do CPI e do PCE têm mantido suas trajetórias de desaceleração, observadas desde abril com a redução das pressões temporárias de preços da virada do ano.

Houve ainda uma intensificação da deflação de bens e a menor inflação de serviços, especialmente os ligados ao mercado de trabalho. O núcleo do PCE atingiu 2,6% em termos anuais em julho, com a média móvel de 3 meses anualizada recuando para 1,7% — reforçando a confiança da convergência da inflação para a meta de 2,0%.

O ritmo de abertura de vagas desacelerou de forma mais pronunciada a partir do 2º trimestre de 2024. A média móvel de 3 meses recuou de 220 mil em abril para 170 mil em julho desse ano.

Essa menor abertura de vagas, associada ao aumento da procura por emprego, resultou no aumento da taxa de desemprego — que subiu 0,6 ponto percentual desde a virada do ano e atingiu 4,3% em julho. Além disso, os pedidos de demissão voluntária, que indicam o grau de aquecimento do mercado de trabalho, recuaram para o patamar abaixo do pré-pandemia. Os salários também têm moderado os ganhos e registraram alta de 3,6% em termos anuais em julho — atingindo um ritmo de alta compatível com os ganhos de produtividade e uma inflação rodando em torno da meta de 2,0%.

A demanda doméstica, que engloba o consumo e o investimento, cresceu 2,9% durante o 2º trimestre. Os números ajudaram a afastar o temor de uma desaceleração abrupta da atividade.

Com o cenário atual de aterrissagem suave da economia, mercado de trabalho mais equilibrado e inflação convergindo para a meta, o início do ciclo de corte de juros em setembro passou a ser uma certeza. Agora, resta apenas a discussão sobre o ritmo dos cortes.

Nós avaliamos que o quadro descrito acima não exige que o Fed corte os juros agressivamente. Portanto, mantemos a expectativa de cortes contínuos de 25 pontos-base nas próximas três reuniões desse ano.

Com relação ao ciclo total, **acreditamos que o Fed terá espaço para cortar os juros em pelo menos 200 ponto-base.** Desta forma, **a taxa básica de juros chegaria em 3,5% a.a. até meados de 2025.**

Na China, os dados de atividade e confiança têm decepcionado — com sinais de fraca demanda doméstica e mercado imobiliário ainda sem sinais de reação. As exportações têm crescido, em especial de veículos elétricos, mas não têm sido capaz de compensar o fraco mercado doméstico.

O governo tem acelerado a emissão de dívida, que atingiu o recorde de 1,8 trilhão de yuans em agosto, ante uma média de 600 bilhões ao mês de janeiro a julho. Essa emissão de títulos será usada para reduzir o estoque de imóveis à venda e permitir refinanciamento das hipotecas em taxas de juros mais baixas.

As medidas anunciadas estão no sentido certo, mas provavelmente a recuperação da economia demandará novas medidas — que deverão ser corte de juros e aumento do gasto público. Mantemos nossa expectativa de crescimento da economia chinesa em 4,9% para 2024, considerando que novas medidas de estímulo serão anunciadas, em especial a redução de compulsórios e dos juros pelo Banco Central chinês.

Brasil

A robustez da demanda doméstica ficou evidente no forte crescimento de 1,4% na margem do PIB no 2º trimestre. O consumo das famílias teve forte expansão, refletindo o aumento da massa salarial, do crédito e das transferências de renda — o que não deve mudar no curto prazo.

Os investimentos também tiveram um desempenho favorável, com crescimento da produção doméstica de bens capital, em especial de veículos pesados. Tivemos ainda um desempenho positivo da construção civil e dos investimentos em

desenvolvimento de sistemas de informática pelas empresas. Os gastos do governo também registraram aceleração relevante no 2º trimestre, refletindo o aumento das despesas em saúde pública e a dinâmica eleitoral. Quando consideramos a demanda doméstica — que engloba o consumo das famílias, do governo e os investimentos —, o crescimento se intensificou de 1,6% no 1º trimestre para 2,3%, na margem, no 2º trimestre.

Após a divulgação do PIB do 2º trimestre, revisamos a projeção de crescimento da economia brasileira de 2,5% para 3,0% em 2024. O mercado de trabalho aquecido, a alta dos gastos públicos e da concessão de crédito seguirão sustentando a expansão do consumo e os investimentos ao longo do 2º semestre deste ano.

O forte ritmo de expansão do PIB se confronta com o potencial de crescimento da economia, que estimamos em torno de 2,25%. Obviamente que o crescimento do trimestre corrente acima do potencial não indica que a economia está operando acima da sua capacidade.

No entanto, a trajetória do PIB — que cresceu em média 0,8% por trimestre entre o 1º trimestre de 2022 e o 2º trimestre de 2024 — levou a atividade a ultrapassar o nível de crescimento potencial da economia. A implicação dessa dinâmica é que a continuidade do crescimento desse ponto em diante passará a pressionar mais claramente a inflação, visto que o limite de produção da economia foi superado.

Os indícios do comportamento da inflação, em especial dos núcleos, da inflação de bens e dos serviços, reforçam essa fase do impacto do ciclo de crescimento. Quando avaliamos a trajetória dos núcleos e dos serviços, observamos que o melhor momento desses indicadores já ocorreu e a tendência é de elevação.

No caso dos bens, a depreciação do câmbio se soma ao cenário de crescimento acelerado e a tendência recente — em especial dos bens duráveis — tem sido de alta da inflação. A projeção para o IPCA de 2024 foi revista de 4,5% para 4,7% após a revisão do crescimento e a expectativa de que os custos de energia permanecerão elevados com a bandeira vermelha sendo mantida até dezembro desse ano.

Diante desse cenário de revisão de crescimento, com impactos na trajetória da ociosidade da economia, e permanência de um balanço de riscos assimétrico para a inflação à frente, revisamos nossas expectativas para a taxa Selic. Agora, projetamos um ciclo de alta de 150 p.b. a partir da reunião de setembro.

Os discursos oficiais dos diretores e do presidente do Banco Central têm sinalizado a opção por um início gradual do ciclo de aumento dos juros. Isso indica uma alta de 25 p.b. na reunião de setembro. Nas demais reuniões de 2024, a opção deve ser pelo ritmo de 50 p.b., seguido por uma alta de 25 p.b. na reunião de janeiro de 2025 — elevando a Selic para 12,0% ao ano.

O governo anunciou o projeto de orçamento para 2025. A meta de resultado primário zero segue sendo um desafio. Assim como em 2024, o projeto apresentado segue superestimando as receitas e subestimando as despesas para 2025.

As projeções indicam um aumento de R\$ 168 bilhões em arrecadação no próximo ano, com medidas relativas aos contenciosos jurídicos sobre cobrança de impostos representando R\$ 121,5 bilhões dessa estimativa. Os outros R\$ 46,7 bilhões são referentes a projetos que exigem a aprovação do Congresso, entre eles o aumento da Contribuição sobre Lucro Líquido (CSLL) e o Imposto de Renda sobre os Juros sobre Capital Próprio (JCP). Avaliamos como difícil a execução desses valores, em especial os referentes aos contenciosos jurídicos, o que exigirá outras fontes de receita para atingir a arrecadação pretendida.

No caso das despesas, há uma subestimação das despesas de previdência e de pessoal. Isso pode exigir cortes de gastos e contingenciamentos ao longo de 2025 para viabilizar o orçamento.

O governo detalhou o corte de R\$ 25,9 bilhões de gastos em 2025. No entanto, as medidas são de correção de fraudes e reorganização de gastos com programas sociais e não englobam medidas de médio prazo para conter o crescimento das despesas — como a discussão da desindexação das despesas.

Desta forma, seguimos avaliando como desafiador o cumprimento da meta de superávit primário tanto para 2024 quanto para 2025. Nossa expectativa é que o resultado primário seja deficitário em 0,8% e 0,9% do PIB em 2024 e 2025, respectivamente.

A dívida bruta deverá seguir em trajetória de alta e atingir 78,8% e 82,2% do PIB em 2024 e 2025, respectivamente.

A ausência de convergência da dívida bruta segue como o principal fator de risco do cenário para os próximos anos.

As contas externas seguem em posição favorável com o déficit em conta corrente em torno de US\$ 39,8 bilhões (1,7%

do PIB) — que é totalmente financiado pela entrada de investimento direto estrangeiro de US\$ 75 bilhões. A taxa de câmbio sofreu uma depreciação acima do esperado devido às incertezas fiscais, ao impacto da reversão das operações de carry trade e aos ruídos de comunicação.

Avaliando o cenário, há fatores que deverão resultar no fortalecimento do Real ante o Dólar até o final do ano. Por um lado, a expectativa de que o Fed inicie o ciclo de corte de ju-

ros a partir de setembro deverá enfraquecer o Dólar frente às principais moedas e o Real deve ser beneficiado.

Além disso, o início do ciclo de alta de juros pelo Banco Central também deverá contribuir para a apreciação do Real devido à redução do prêmio de risco relacionado à política econômica. Considerando esses fatores, revisamos nossa projeção cambial de R\$ 5,30 para R\$ 5,20 por dólar ao final do ano.

Renda Variável

Após meses mais desafiadores para Renda Variável, tivemos um alívio no mês de agosto. **O Ibovespa subiu 6,5% no período e reverteu sua queda no ano para uma ligeira valorização.**

Em nossas últimas interações, comentamos que o mercado parecia em níveis de preço bastante depreciados e que, apesar de não enxergarmos grandes catalizadores, existia uma assimetria muito grande naqueles patamares.

As análises após os fatos são obviamente muito mais simples de fazer, pois é possível criar qualquer narrativa para explicar o que aconteceu. No entanto, achamos que é importante tentar explicar o motivo da performance positiva do Ibovespa nesses últimos tempos.

Um dos principais fatores que explicam a performance é a volta da entrada do investidor estrangeiro. A entrada de capital estrangeiro foi positiva em R\$ 3 bilhões em julho, valor que saltou para R\$ 10 bilhões em agosto.

A descompressão de risco global iniciada em julho continuou em agosto, apesar de alguns sustos, como o processo de desalavancagem provocado pela desmontagem de posições que se financiavam em lene. Dados recentes, principalmente nos EUA, reforçam a nossa tese de que o processo de desinflação deve continuar nos próximos meses — levando o Fed a iniciar um ciclo de corte dos juros em setembro.

Outro ponto que ajuda a explicar a performance positiva do Ibovespa no mês é **a temporada de resultados** do segundo trimestre de 2024. **O 2T24 foi bastante positivo, em especial para Bancos, Proteínas, Utilidades Públicas e alguns cíclicos domésticos.**

Comentamos diversos resultados durante o trimestre, e alguns realmente chamaram nossa atenção. Para nós, os principais destaques foram: Bradesco, JBS, BRF, Eletrobras e Suzano.

Então, como comentamos algumas vezes, além dos ativos estarem baratos — e os múltiplos do Ibovespa — indicavam isso, era preciso algum gatilho para que o índice não continuasse barato para sempre. A combinação da descompressão de risco global com uma forte temporada de resultados explica a performance positiva nos últimos dois meses.

O cenário para os próximos meses nos parece ligeiramente mais desafiador. O fluxo de investidores estrangeiros deve continuar e até ser acentuado após o início dos cortes nos EUA, mas temos um cenário doméstico mais complexo — existem dúvidas sobre a condução da política monetária e, principalmente, fiscal.

Ainda mantemos nossa visão de que a política fiscal, apesar de não ser a ótima, vai manter certa convergência com o que é esperado pelo mercado. Enxergamos que os déficits não devem superar 1% do PIB e que o Banco Central deve realizar um ciclo de alta nos juros após as surpresas positivas na atividade — buscando ancorar as expectativas de inflação.

Mantemos essa possibilidade como nosso cenário base. Esse contexto deve possibilitar que o Ibovespa continue se aproveitando, mesmo que em menor intensidade, do cenário global positivo com a descompressão de risco.

Por último, achamos oportuno reservar um espaço desta seção para explicar por que acreditamos que um ciclo de alta

dos juros pode ser positiva para o IBOV, pois parece contraindutivo.

Nosso cenário base se apoia na ideia de que a recuperação da credibilidade do BC terá um efeito positivo que diminuirá as taxas de juros futuros, que são usadas para modelos de análise de ações. Esse impacto positivo, na nossa visão, será maior do que o impacto negativo causado pelo aumento de custo de funding das empresas com um CDI mais elevado no curto prazo.

Nosso cenário alternativo tem um fiscal muito pior do que o projetado e um BC mais leniente com a inflação. Se concre-

tizado, teria um peso maior sobre o Ibovespa do que a melhora externa.

Em resumo, estamos ligeiramente construtivos com investimentos em ações e termos um cenário base que pressupõe a continuidade do rally nos próximos meses. No entanto, mantemos uma postura mais defensiva.

Postura essa que tem se mostrado assertiva nos últimos meses. **Por isso, privilegiamos o investimento em Instituições Financeiras, Utilidades Públicas, Commodities e no cenário de cíclicos domésticos com exposição em shoppings e incorporação mais focada nas faixas do Minha Casa Minha Vida.**

Gráfico 8

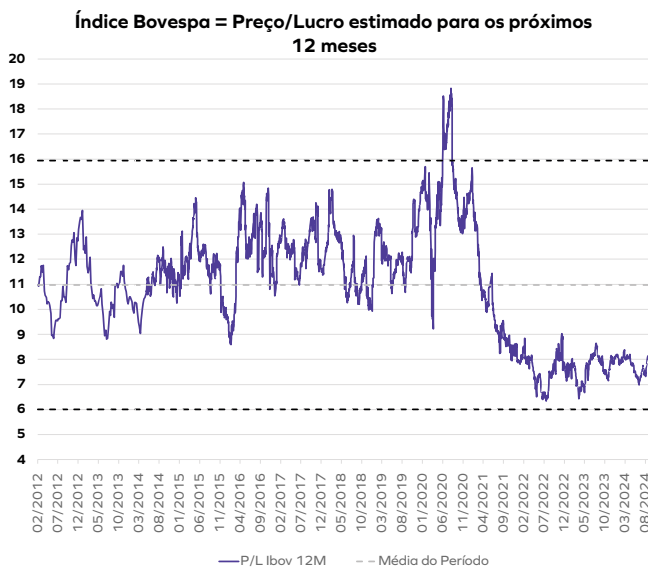
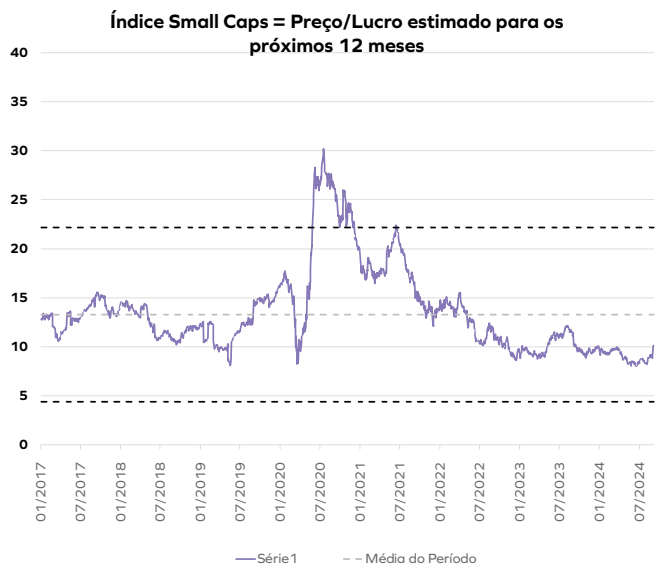


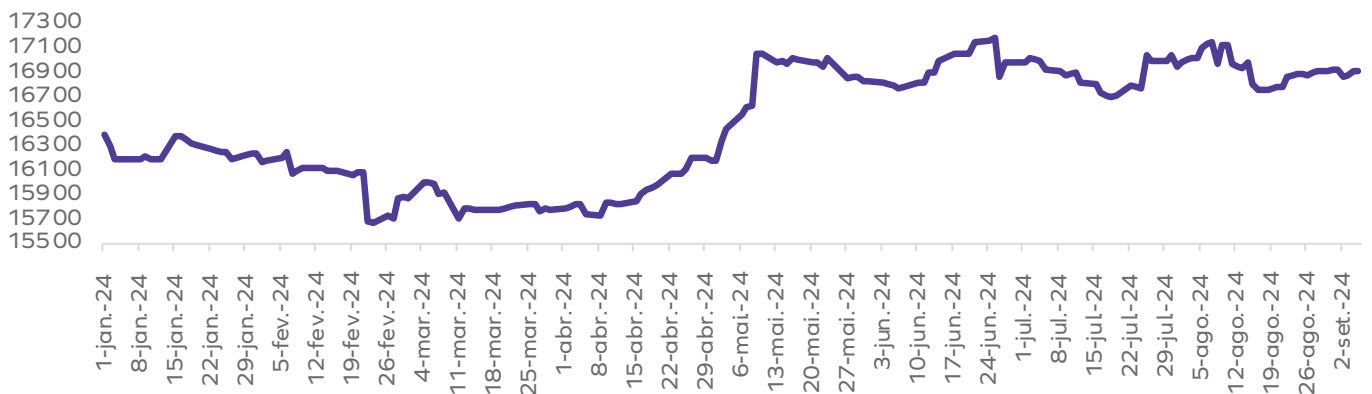
Gráfico 8b



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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 agosto com uma valorização de 0,7%. Com isso, a performance acumulada em 2024 subiu para +2,3%.

Agosto foi positivo para a maior parte das classes de ativos, com destaque para Recebíveis e Logística. O destaque negativo ficou para Lajes Corporativas, que, como comentamos nos nossos últimos relatórios, tínhamos um posicionamento mais seletivo mesmo com a recente melhora operacional — aumento de renda imobiliária de vários deles.

Considerando a revisão de nossas projeções em algumas variáveis macroeconômicas importantes — principalmente Selic — e esperando que o Banco Central esteja mais focado em trazer a inflação a meta, voltamos a priorizar a alocação em fundos com maior exposição ao CDI. O carregamento se tornou mais interessante e, além disso, também vimos o desconto ante o valor patrimonial nos fundos mais atrelados ao IPCA+ diminuir ao longo de agosto.

Julgamos importante reservar um espaço para explicar o que nossas preferências significam nesse momento. **Quando falamos que estamos priorizando a alocação em algum indexador ou classe de fundos, nossa avaliação diz respeito principalmente a próximos aportes — e não necessariamente a uma realocação generalizada da carteira.** Uma eventual realocação pode ser realizada somente em casos em que a carteira do investidor não tem exposição à classe de ativos que estamos sugerindo.

Em fundos de **Tijolo, voltamos a ser seletivos** com quase todas as classes de ativos por dois motivos: (i) performance positiva de muitos ativos que gostamos e que hoje estão negociando com uma margem de segurança ligeiramente menor; e (ii) volta de um carregamento maior em fundos atrelados ao CDI+, seja nos FIIs de recebíveis ou em outros ativos de Renda Fixa.

Reiterando: isso não significa que não gostamos das teses. No entanto, entendemos que o momento para alocação pode ser melhor nos próximos meses.

Em Logística, continuamos vendo redução de vacância, com diversos fundos apresentando a menor vacância histórica e boas renegociações em suas revisionais.

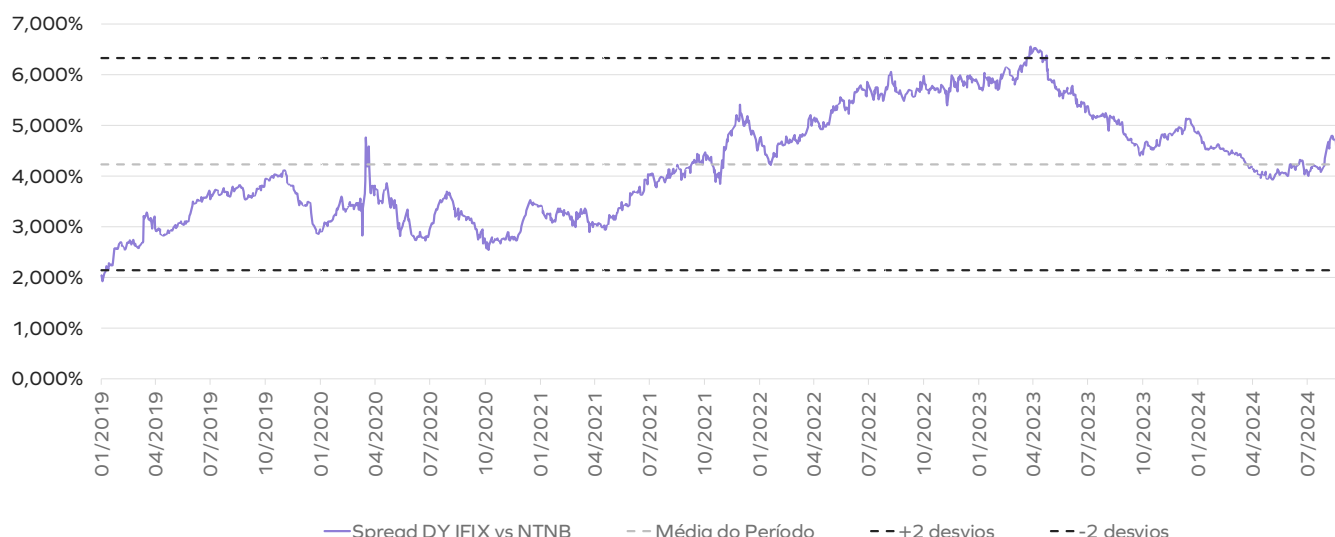
Em Shoppings, continuamos tendo preferência pelo XP Malls e temos visto a distribuição de dividendos de alguns fundos diminuindo. Já observamos e comentamos esse movimento algumas vezes e esperamos que essa diminuição de renda tenha algum impacto nas cotas.

Apesar da nossa maior seletividade, **Lajes** ainda possui fundos que continuam fazendo a lição de casa. **Dois fundos grandes, RBRP e JSRE, conseguiram reduzir a vacância em áreas secundárias e desafiadoras.**

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

Spread DY IFIX vs NTN35

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

As curvas de juros futuras no mercado americano recuaram ao longo de agosto. O movimento aconteceu após a divulgação do relatório de emprego de julho, mais fraco que o esperado, e dos núcleos de inflação — CPI e PCE — confirmando a convergência para a meta de 2,0%.

No cenário doméstico, as curvas de juros dos contratos futuros tiveram um comportamento oposto e subiram ao longo de agosto. A sinalização de aperto de juros pelo Banco Central e as incertezas fiscais contribuíam para a alta dos juros.

As curvas de juros futuras doméstica ficaram pressionadas com a mudança de discurso dos diretores e do presidente do BC a respeito do balanço de riscos para a inflação, que se tornou assimétrico na visão do Copom.

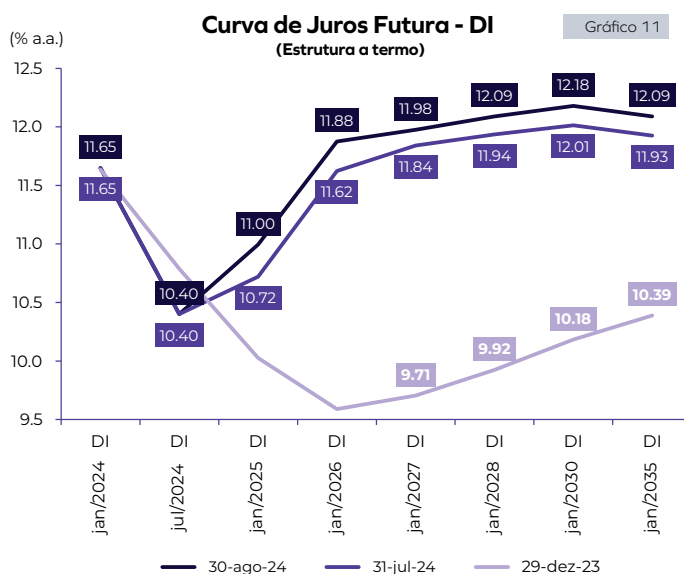
No final de agosto, o contrato de juros futuros com vencimento em janeiro de 2026 precificava um ciclo de aperto monetário de 186 pontos-base até o início de 2025. Houve um aumento desse prêmio em relação ao fechamento de julho após a ata da última reunião do Copom, em julho, e os discursos passaram a sinalizar que o ciclo de aumento dos juros poderia ser retomado na reunião de setembro.

Dentro do contexto atual, **a confirmação do cenário de aperto de juros pelo BC deverá reduzir o risco percebido da política econômica, em especial com relação à inflação. Isso levaria ao fechamento dos vértices médios e longos da curva de juros doméstica.**

No caso das curvas de juros futuras dos EUA, o mercado segue precificando a chance de pelo menos um corte 50 p.b. nas três reuniões restantes do Fed em 2024. Mantemos a avaliação de que o banco central americano será mais cauteloso nos cortes e deverá optar por fazer 3 cortes de 25 p.b. até dezembro desse ano.

Os cupons das NTN-Bs de longo prazo tiveram um comportamento favorável e acompanharam a queda das taxas de juros de longo prazo americana. **A NTN-B com vencimento em 2050 registrou queda de 6,33% a.a. no final de julho para 6,24% a.a. no fechamento de agosto.**

Seguimos avaliando que o patamar atual dos cupons não é sustentável do ponto de vista fiscal e que a confirmação do ciclo de aperto de juros pelo Copom favorecerá os títulos de longo prazo devido à queda da percepção de risco. Nesse sentido, mantemos a nossa expectativa de que os cupons das NTN-Bs de longo prazo deverão recuar para 5,80% a.a. no horizonte dos próximos 12 meses.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Como já citamos nas últimas cartas, seguimos **avaliando favoravelmente os créditos privados com boa avaliação de rating. A nossa preferência é alocar em operações que possuem como benchmark o CDI ou IPCA mais um prêmio.**

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

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 da Área de Análise
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.