

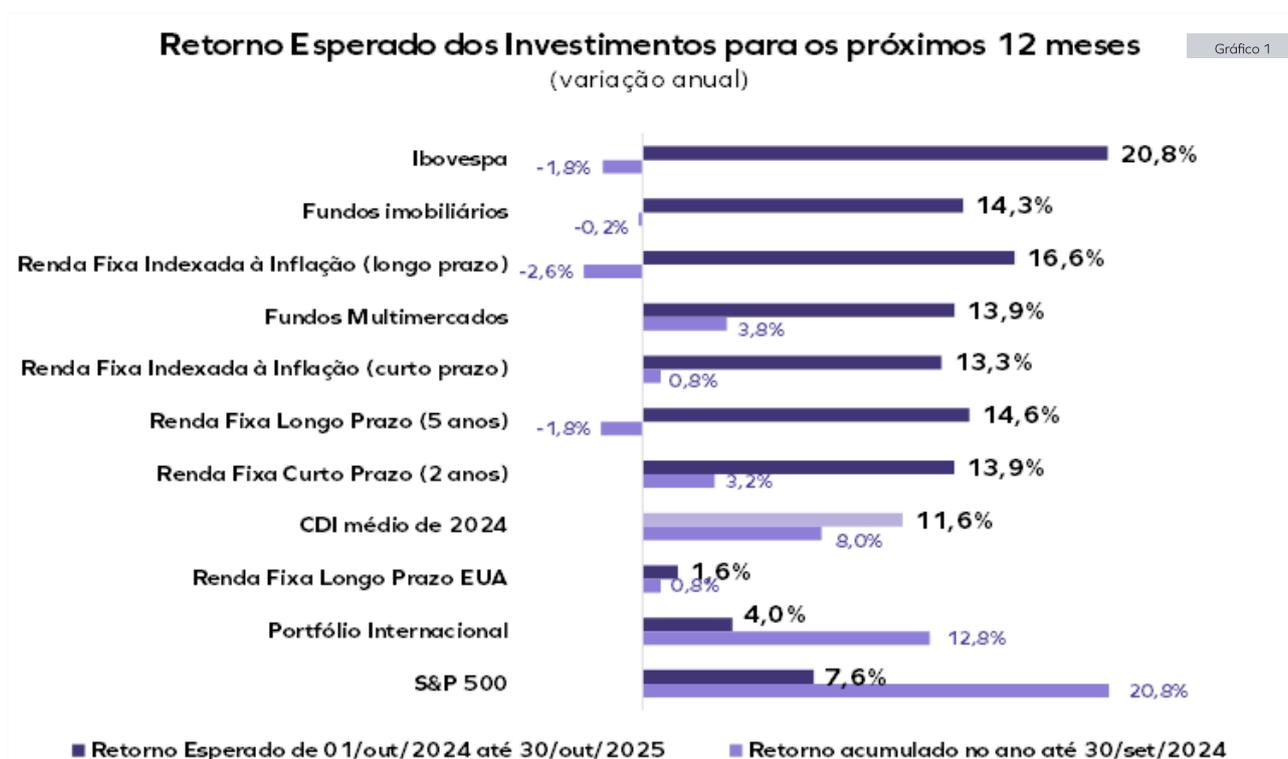
Carta mensal

Rali global beneficia ativos brasileiros no último trimestre

Final de 2024 tem cortes de juros e pouso suave nos EUA mais estímulos na China

Cenário global benigno está configurado, mas riscos geopolíticos exigem atenção

No Brasil, fiscal atrapalha, mas ativos serão carregados pela onda global favorável



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

Cenário favorece ativos 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
Setores Preferidos:	Setores Preferidos:	Ativos Preferidos:	Ativos Preferidos:
Bancos Commodities Utilities Shoppings	Papéis Renda Urbana Logística	NTN-B longa Pré-fixado 3-5 anos Crédito Privado CDI+ Crédito Privado IPCA+	Russel 2000 S&P 500 Bonds Brasil

ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTOS: O que esperar para o último trimestre de 2024

- Cortes de juros, com pouso suave da economia nos EUA, favorecem ativos de risco;
- Medidas de estímulo na China beneficiam commodities e países emergentes;
- Cenário econômico global benigno para ativos de risco está configurado;
- Riscos geopolíticos exigem atenção: guerra aberta entre Israel e Irã seria disruptiva;
- No Brasil, fiscal atrapalha, mas mesmo assim os ativos serão carregados pela onda global favorável.

O Fed iniciou o ciclo de corte de juros em setembro e, conforme previmos, o dólar enfraqueceu e os ativos de risco avançaram. No entanto, o Brasil — devido à acentuada perda de credibilidade fiscal — foi uma exceção.

A taxa do título de 10 anos do Tesouro dos EUA caiu de 3,90% para 3,78% no fechamento setembro. O índice do dólar (DXY), por sua vez, perdeu 1,0% ao longo do mês.

O S&P500 fechou setembro em um novo recorde, aos 5.762 pontos, em alta de 2,0%. O MSCI World subiu 2,2% e MSCI Emergentes avançou 6,5% no fechamento do mês. No acumulado em 12 meses, os destaques são o S&P500 (+34,4%), MSCI World (+29,7%) e o Ouro (+42,2%).

Por aqui, a incerteza fiscal e alta da Selic pesaram nos resultados mensais e, mesmo com o dólar PTAX recuando 3,7%, o Ibovespa fechou em queda de 3,08%. O aumento do risco fiscal fez a curva de juros ficar mais inclinada, gerando perdas mais fortes para aplicações mais longas: o IRF-M subiu 0,34%, o prefixado de 5 anos perdeu 0,40%, o IMA-B caiu 0,67% e o IMA-B5+ perdeu 1,42% ante um CDI de 0,83%.

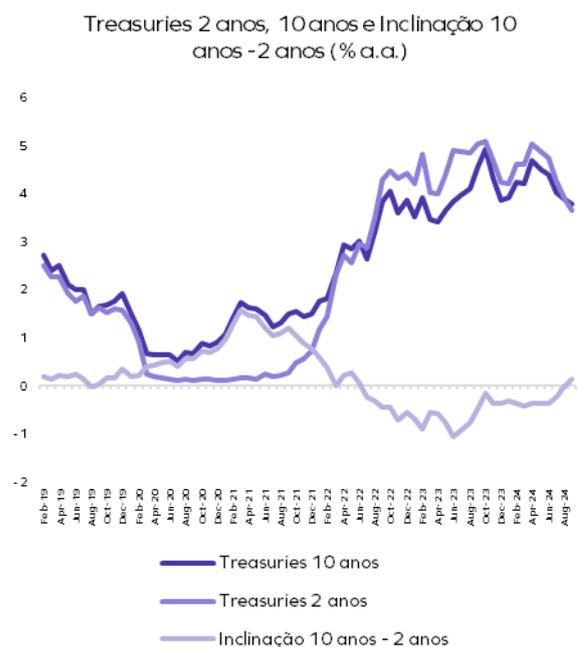
No acumulado de 12 meses, só o Ibovespa (+13,1%) e o índice de debentures CDI-JGP com (+14,9%) batem o CDI de 11,1%. O Dólar PTAX subiu 8,8% no período, o IPCA está em 4,4% e os benchmarks da renda fixa têm os seguintes resultados: Prefixado de 5 anos: +6,5%; IMA-B: +5,6%; IMA-B5+: +3,6% e IRF-M: +8,4%.

Renda Fixa nos EUA: O cenário dos EUA aponta para uma aterrissagem suave da economia com um ciclo longo de cortes de juros, confirmando nossa expectativa.

Em períodos de cortes de juros, o padrão é que a taxa de 2 anos caia mais rápido porque, em geral, os cortes ocorrem na iminência de uma recessão. No entanto, dessa vez não há recessão no horizonte e o afrouxamento deve ser gradual.

No cenário da Monte Bravo, o Fed fará cortes contínuos no ritmo de 25 pontos base (0,25 ponto percentual) nas próximas seis reuniões levando a taxa para 3,50% em 2025. Como as taxas futuras ainda embutem 70 p.b. de cortes nas duas reuniões restantes de 2024 e um total de 190 pontos até o final de 2025, seria de se esperar um pequeno ajuste.

Gráfico 2



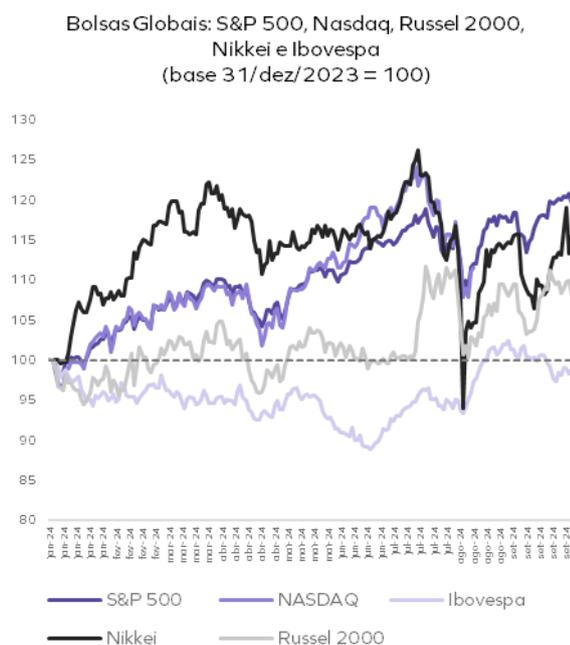
Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

Por isso, esperamos a taxa de 10 anos oscilando perto de 4,0%, um pouco acima do nível atual, enquanto a taxa de 2 escorrega para baixo levando a inclinação para a faixa de 0,4-0,5 p.p. no final do ano.

As taxas de 10 anos já recuaram quase 1,0 p.p. desde o pico de 4,74% em abril deste ano, materializando o ganho de capital que esperávamos. Porém, as aplicações em renda fixa nos EUA continuarão a oferecer um retorno próximo de 4% nas Treasuries ou de algo da ordem de 6,5% em Bonds de empresas brasileiras.

Além disso, estar aplicado em juros nos EUA é uma proteção contra recessão, visto que as taxas tendem a cair fortemente caso haja uma desaceleração abrupta da economia. Por isso, mantemos a sugestão de manter um portfólio global com cerca de 60% em ações e 40% em Bonds.

Gráfico 3



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

Ações EUA: O rali das ações ganhou fôlego com o corte de 50 p.b. do Fed e deve continuar. Historicamente, cortes de juros quando não há recessão resultam em ganhos para ações. Revisamos o alvo para o S&P500 para 6.200, i.e., 6,8% nos próximos doze meses.

Estímulos na China: A China lançou medidas de estímulo fiscal e monetário sem precedentes. Isso mostra um novo senso de urgência para conter a deflação e estimular as ações e o mercado imobiliário.

O efeito foi imediato no mercado: o índice CSI 300 de Xangai subiu 27% desde a sua mínima em 17 de setembro e o índice imobiliário de Shenzhen disparou 44%.

A despeito das dúvidas sobre o fôlego dos estímulos, o cenário base é de um crescimento em torno de 5% tanto em 2024 como em 2025 — o que contribuirá para um cenário global favorável para países emergentes.

Eleições nos EUA: Os mercados não têm reagido às incertezas eleitorais nos EUA, mas é provável que a volatilidade aumente até 5 de novembro. A percepção de que o Congresso ficará dividido, impondo limites às políticas tanto de Harris quanto de Trump, parece assegurar certa tranquilidade.

O maior risco associado às eleições é do uso de tarifas no caso de uma vitória de Trump, pois o executivo tem ampla autonomia sobre a política comercial. Um aumento de 10% na tarifa de importação, como quer Trump, teria impacto estimado de reduzir o crescimento em 1,4% e de elevar a inflação em 0,9%. Isso também levaria a uma apreciação do dólar e impactaria negativamente ativos de risco em geral.

Neste momento, a corrida eleitoral está acirrada, Harris tem uma pequena vantagem nas pesquisas. Mas essa vantagem está dentro da margem de erro. Além disso, as eleições nos EUA são indiretas. O voto não é obrigatório e o colégio eleitoral é formado por um mosaico de distritos em cada Estado.

É bom lembrar que as eleições de 2016 foram decididas por 77.000 eleitores na Pensilvânia, Michigan e Wisconsin (0,06% dos eleitores) e a eleição de 2020 foi decidida por 65.000 votos em Wisconsin, Arizona, Geórgia e Nebraska (0,04% dos eleitores).

Por tudo isso, consideramos o resultado imprevisível. Contudo, historicamente, os mercados apresentam bom desempenho após as eleições americanas. Nos últimos 80 anos, só em três eleições o mercado de ações não registrou ganhos até o final do ano.

Riscos Geopolíticos: Embora os preços dos ativos não estejam sendo fortemente impactados, o agravamento do conflito no Oriente Médio requer muita atenção, pois tem potencial disruptivo.

Na semana passada, o Irã lançou um ataque com mísseis balísticos contra Israel em retaliação pela agressão de Israel no Líbano contra o Hezbollah — movimento armado apoiado por Teerã.

O primeiro-ministro israelense, Netanyahu, prometeu que o arqui-inimigo Irã pagaria pelo ataque. Teerã, por sua vez, declarou que qualquer retaliação seria respondida com “uma destruição vasta”, aumentando a chance de uma guerra em larga escala.

No cenário base, as hostilidades seguem como uma “guerra por procuração”, com Israel combatendo grupos apoiados pelo Irã, mas sem uma guerra aberta — algo que seria extremamente disruptivo.

No Brasil, o Copom iniciou o ciclo de aperto de juros com uma alta de 25 p.b. e reforçou que busca a meta de inflação de 3% sem acomodar desvios na margem de tolerância. Isso reduz o risco de inflação divergir e deveria favorecer uma acomodação da curva, mas o **risco fiscal segue acrescentando prêmio**.

Apesar do incompreensível upgrade da Moody's, a percepção dominante é que o relatório bimestral cristalizou a percepção de que o arcabouço fiscal virou uma meta formal — que não estabiliza a trajetória explosiva da dívida. As exclusões “permitidas” transformam um déficit de R\$ 68 bilhões em um déficit de “apenas” de R\$ 28 bilhões. No entanto, a dívida cresce com o déficit real e não pela ficção contábil.

Porém, mesmo com o fiscal limitando uma arrancada mais forte, os ativos brasileiros tendem a se beneficiar do fluxo estrangeiro na esteira dos cortes nos EUA.

Quando os juros caem nos EUA, o dólar enfraquece e os investidores buscam alternativas no resto do mundo. Em geral, países emergentes são beneficiados e, neste grupo, o Brasil se sai bem. Por isso, a **perspectiva de rentabilidade é favorável, veja por classe de ativo**:

Renda Fixa Brasil: Mesmo com a alta da Selic, a renda fixa segue com ótima relação de risco e retorno em todos os indexadores no horizonte de 12 meses.

Os **pós-fixados** devem gerar um retorno de 11,6% ante uma inflação de 4,4%, ou seja, juros reais na ordem de 6,8%. Para os **prefixados** projetamos retornos de 13,9% para os prazos mais curtos e de 15,5% para os mais longos. No caso das **NTN-Bs, indexados à inflação**, os retornos projetados são de 13,5% e de 16,8% para os prazos médio (até 5 anos) e longo (acima de 5 anos), respectivamente.

Crédito Brasil: Segue com perspectiva favorável e representa uma oportunidade para adicionar prêmio e/ou usufruir de veículos com isenção de IR.

Fundos Imobiliários: O carregamento via dividendos, isentos, deve ser próximo ao CDI líquido. A partir de meados de 2025, com os cortes de Selic no horizonte, projetamos um potencial de ganhos de capital da ordem de 2 a 3 p.p. em 2025.

Ações Brasil: A visão otimista da Monte Bravo virou consenso e o Ibovespa pode superar os 145 mil pontos com o fluxo estrangeiro e buscar o patamar de 160 mil pontos até setembro de 2025.

Dólar: Os cortes do Fed e a alta da Selic podem trazer o dólar para R\$ 5,20, desde que não haja uma deterioração adicional do quadro fiscal.

Gráfico 4

Projeções de Retorno Sob Cenário Base	Retornos (%)				Em 2024 (%)	
	2023	2024p	2023	2024p	YTD*	YTGp*
Ativos Globais						
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,00	3,9	2,8	3,4	0,5
S&P 500	4.783	5.900	24,6	23,7	20,3	2,8
DXY	101,3	98,0	-2,1	-3,3	0,6	-3,9
Ativos Brasil						
Ibovespa	134.185	145.000	22,3	8,1	-1,9	10,2
Dólar	4,85	5,20	-8,5	7,2	13,7	-5,4
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	5,80	18,4	7,4	-2,2	9,6

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.

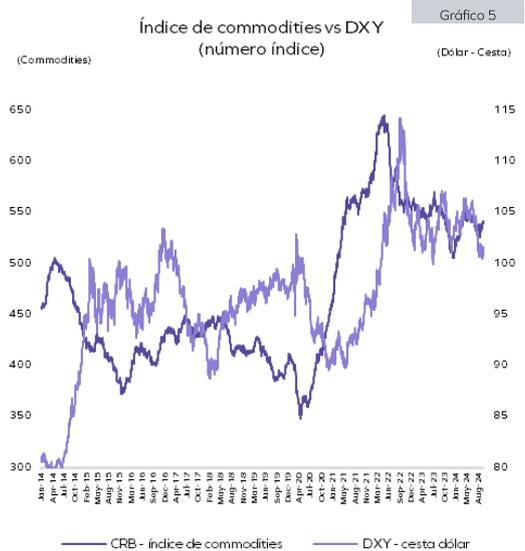
Visão sobre as principais commodities

Petróleo: a tendência é que o Brent permaneça entre US\$ 70 e US\$ 85 por barril em 2025

Minério de Ferro: preço deve ficar entre US\$ 85 e US\$ 100 por tonelada em 2025

Cobre: Preço médio do cobre deve ficar em torno de US\$ 10.000 por tonelada

Ouro: ouro deve ter um preço médio em torno US\$ 2.600 por onça troy



Alocação: onde investir até o final do ano

Gráfico 6

Classe	Benchmark	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	60	20	10	7
Renda Fixa Pré	IRF-M	15	20	20	20
Renda Fixa Inflação	IMA-B	25	21	30	32
Multimercado	IHFA		12	7	4
Fundos Imobiliários	IFIX		9	10	10
Renda Variável	Ibovespa		11	17	20
Alternativos	Não possui		2	3	4
Internacional	60 Ações / 40 Bonds		5	3	3
Objetivo de retorno de CDI+		0,5-1	1-3	3-5	5-8
Volatilidade anual esperada		1-2	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.

Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

Apesar do risco fiscal, a força da onda global favorável deve carregar os ativos brasileiros, que tendem a apresentar ganhos superiores ao CDI de 11,6% projetado para os próximos 12 meses.

A sugestão de alocação deste mês traz ajustes que refletem a perspectiva de valorização dos ativos domésticos.

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 acima do CDI, o risco subjacente — representado pelo Cenário Pessimista, ainda com 35% de chance — segue elevado e impõe certa cautela.

Para outubro, 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:

- Aumento em renda variável diante do quadro global favorável;
- Redução em fundos imobiliários, cujo movimento de valorização deve ocorrer em meados de 2025;
- Aumento em títulos indexados à Inflação, os fluxos devem contribuir para o fechamento da curva;
- Redução em multimercados, pois o rali de final de ano tende a ser mais forte na bolsa e nas NTN-Bs.

CENÁRIO MACROECONÔMICO

Internacional

A economia americana tem mostrado sinais claros de queda da inflação, enquanto o mercado de trabalho está mais equilibrado. Os núcleos do CPI e do PCE registraram leituras favoráveis em agosto, com continuidade da deflação de bens e a moderação da inflação de serviços intensivos em trabalho. As médias móveis de 3 meses do núcleo do PCE e do CPI atingiram 2,1% em termos anuais em agosto, reforçando a trajetória de convergência da inflação para meta de 2,0%.

A moderação do mercado de trabalho tem ficado evidente tanto nos dados das empresas quanto no comportamento dos trabalhadores. O número de vagas em aberto para cada trabalhador desempregado recuou para 1,1 vaga em julho — ficando abaixo do nível pré-pandemia de 1,2 vaga.

O percentual de trabalhadores que pediram demissão voluntária, que mede o grau de aquecimento do mercado de trabalho, recuou para 2,1% após ter atingido 2,9% em dezembro de 2021 — auge da retomada econômica pós-pandemia.

A abertura de postos de trabalho também desacelerou. A média móvel de 6 meses atingiu 164 mil vagas em agosto, abaixo do patamar de 180 mil vagas que mantém o desemprego estável. A taxa de desemprego subiu para 4,2% em agosto, acumulando alta de 0,7 p.p. desde a mínima atingida em julho do ano passado.

Diante desse quadro de desaceleração do mercado do trabalho e convergência da inflação para a meta, o Fed optou por um corte de 50 p.b. — mais intenso que o esperado — para começar o ciclo de flexibilização da política monetária.

De acordo com Jerome Powell na entrevista após a decisão, o corte mais agressivo na primeira reunião foi uma medida preventiva. O objetivo, segundo ele, é pro-

teger a economia de um possível enfraquecimento no mercado de trabalho.

O Fed revisou suas projeções para a taxa de desemprego, elevando as estimativas para os próximos anos. A nova previsão coloca o desemprego em 4,4% para 2024 e 2025 e em 4,3% para 2026. Anteriormente, o BC americano projetava o desemprego em 4,0%, 4,2% e 4,1%, respectivamente.

A atualização nas previsões de desemprego também veio acompanhada de uma revisão nas projeções de inflação, que foram reduzidas em 0,2 p.p. para 2024 e 2025 — passando para 2,6% e 2,1%, respectivamente.

Com a perspectiva de maior ociosidade na economia devido ao aumento do desemprego, o Fed ainda revisou para baixo a trajetória dos juros, o que reflete a expectativa de uma inflação em queda e mais próxima da meta. A projeção de juros para 2024 foi reduzida de 5,25% para 4,50%, enquanto a estimativa para 2025 caiu de 4,25% para 3,50%. Para 2026, a projeção passou de 3,25% para 3,0%.

Mantemos a expectativa de cortes contínuos de 25 p.b. em todas as reuniões até junho de 2025. Desta forma, a com a taxa de juros básica recuará para 3,50% a.a. O risco de aceleração do ritmo de cortes para 50 p.b. nas próximas reuniões pode crescer caso o mercado de trabalho enfraqueça mais rapidamente que o esperado pelo Fed — o que não parece o caso, visto que a economia segue robusta.

Na China, o governo anunciou um amplo pacote de medidas para impulsionar a economia e enfrentar a persistente crise no setor imobiliário. Houve cortes de juros das taxas de empréstimos de 7 dias — consideradas as mais importantes para o Banco Popular da China (PBOC) —, que foram reduzidas em 20 p.b. para 1,50% a.a.

Além disso, o PBOC reduziu as taxas de compulsório dos bancos em 50 p.b., para 9,5%. Para estimular o mercado imobiliário, houve um corte de 50 p.b. nas taxas de juros dos financiamentos imobiliários existentes, o que deve beneficiar 50 milhões de famílias. O governo também anunciou duas linhas de liquidez para estimular o mercado de ações.

O pacote de medidas é amplo e forte, mas como o 3º trimestre está encerrado, seus efeitos serão sentidos a partir do último trimestre do ano. Considerando que o crescimento do PIB no 3º trimestre confirme a projeção de 4,6% na comparação anual e que a economia acelere o ritmo de crescimento para 5,0% no final do ano, o crescimento do PIB chinês em 2024 ficará em 4,8%.

Gráfico 7

Cenário			Otimista	Base	Pessimista			
Fiscal – déficit primário			≈ 0,5% do PIB	≈ 0,8% do PIB	≈ 1,5% do PIB			
Monetário – atuação do BC			busca meta	usa banda	estoura teto			
Probabilidades			0%	65%	35%			
Variáveis Macro	2022	2023	2024p	2025p	2024p	2025p	2024p	2025p
PIB (% a.a.)	3	2,9	3,25	2,25	3	2	2	1,2
IPCA (% a.a.)	5,8	4,62	4	3,5	4,7	4	5,5	6,3
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	11,5	9,5	11,75	10,25	10,5	12
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,22	4,84	5	5,08	5,2	5,45	6	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	-2,3	-0,5	-0,2	-0,6	-0,8	-1,1	-1,5
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,7	74,3	76,8	79,6	78,8	82,3	76,9	81,1
Varição Anual Dívida / PIB	-6,31	2,6	5,1	2,8	4,2	3,4	2,6	4,3

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

Brasil

A economia tem mostrado sinais positivos, com surpresas no crescimento e no desempenho do mercado de trabalho. No entanto, as incertezas fiscais permanecem elevadas e o ciclo de aumento dos juros deve restringir a manutenção desse cenário favorável no médio prazo.

As vendas do varejo seguem beneficiadas pelo crescimento da renda e do crédito. As vendas de automóveis, móveis e eletrodomésticos lideram o crescimento. As vendas ligadas ao crédito cresceram 12,4% no acumulado do ano até julho, enquanto as vendas ligadas à renda subiram 3,8% no mesmo período.

O setor de serviços teve forte crescimento de 1,2% na margem em julho. O dado confirma a continuidade da expansão do setor, em especial nas atividades ligadas às empresas e serviços de comunicação.

O mercado de trabalho está aquecido. A taxa de desemprego recuou para 6,6% em agosto com ajuste

sazonal, o menor patamar da série desde fevereiro de 2014. A renda real também tem acumulado ganhos reais, o que resultou em forte aceleração da massa salarial — que cresceu 8,3% em termos reais. A melhoria do emprego é disseminada.

Os dados mais recentes de atividade indicam que o crescimento do PIB deverá se manter robusto após a forte alta do 1º semestre. O tracking do PIB do 3º trimestre está indicando alta de 0,6% na margem, o que deverá manter a economia crescendo acima do potencial, com o nível de ociosidade baixo.

A dinâmica de inflação corrente teve comportamento benigno na prévia de setembro, com o IPCA-15 abaixo do esperado e os núcleos desacelerando. Apesar da surpresa no curto prazo, o acionamento da bandeira vermelha 2 de energia e a pressão de alimentos devido ao regime de chuvas abaixo do normal deverão manter a inflação pressionada nos próximos meses. Projetamos uma taxa anual de 4,7% para o IPCA ao final de 2024.

Com relação à política monetária, a desancoragem das expectativas de inflação, as incertezas fiscais, o crescimento acima do potencial e a taxa de câmbio depreciada mantêm a assimetria do balanço de riscos no horizonte relevante para a política monetária. **Por isso, o BC deverá elevar os juros em 50 p.b. nas duas próximas reuniões para encerrar o ciclo com uma alta de 25 p.b. em janeiro de 2025 com a Selic em 12,0% a.a.**

A política fiscal é o fundamento mais frágil do cenário doméstico. O governo acentuou essa fragilidade com a liberação de R\$ 1,7 bilhão de gastos no relatório fiscal do 4º bimestre. A decisão contrariou as expectativas de uma contenção total (bloqueio mais contingenciamento) no intervalo de R\$ 5,0 a 10,0 bilhões de gastos.

O governo decidiu pela reversão de R\$ 3,8 bilhões contingenciados e o aumento do bloqueio em R\$ 2,1 bilhões. O movimento reduziu a contenção total em R\$ 1,7 bilhão ante o 3º bimestre, passando de R\$ 15 bilhões para R\$ 13,3 bilhões. O uso de receitas não recorrentes, como depósitos judiciais, recebimento de multas de agências reguladoras e aumento dos dividendos pagos pelas estatais.

No mesmo relatório, o governo elevou a projeção de déficit primário de R\$ 61,4 bilhões para 68,8 bilhões (0,6% do PIB). Porém, houve o aumento de despesas descontadas da meta de resultado primário — de R\$ 28,8 bilhões para R\$ 40,5 bilhões — por conta do aumento dos créditos extraordinários para o Rio Grande do Sul e para a emergência climática.

Dessa forma, embora o déficit primário real tenha subido para R\$ 68,8 bilhões, os descontos levam o déficit, para fins de cumprimento da meta, para R\$ 28,3 bilhões (0,2% do PIB) no limite da meta.

Porém, o uso de receitas extraordinárias, a falta de cortes nas despesas e o uso dos descontos de gastos para manter o déficit primário dentro do limite estipulado acabam comprometendo a credibilidade da política fiscal.

Afinal, ficção contábil à parte, é o déficit real que gera o crescimento da dívida bruta, que deve subir 4,5 p.p. e

atingir 78,8% do PIB em 2024.

Para 2025, o governo estima um total de R\$ 121,5 bilhões em receitas, que englobam processos no CARF, processos administrativos e controle de benefícios fiscais.

Além disso, o governo espera um total de R\$ 46,8 bilhões em receitas vindas das medidas de compensação da folha, aumento da alíquota do IR sobre o pagamento de juros sobre capital próprio e aumento da CSLL. Portanto, há um total de R\$ 168,3 bilhões de receitas estimadas que dependerão da aprovação do Congresso e de medidas administrativas.

Mantemos ceticismo em relação à confirmação de parte dessas receitas, o que sustenta nossa projeção de déficit primário de 0,8% do PIB para 2025. Com esse cenário, a dívida bruta deverá continuar em trajetória ascendente e alcançar 82,3% do PIB em 2025.

As contas externas seguem em posição favorável, com o déficit em conta corrente em torno de US\$ 45,8 bilhões (2,0% do PIB) — que é totalmente financiado pela entrada de investimento direto estrangeiro de US\$ 75 bilhões e pelo investimento em renda fixa e renda variável, que deve acumular entrada de US\$ 20 bilhões até dezembro.

Avaliando o cenário, há fatores que deverão resultar no fortalecimento do real frente ao dólar até o final do ano. Por um lado, a continuidade do ciclo de corte de juros pelo Fed deverá enfraquecer o dólar frente às principais moedas e o real deverá ser beneficiado.

Enquanto isso, as medidas de estímulo do governo chinês deverão manter o preço das commodities em alta beneficiando as exportações, em especial de minério de ferro e grãos.

Além disso, a continuidade 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 e ao aumento do diferencial de juros a favor do real. **Considerando esses fatores, mantemos nossa projeção de R\$ 5,20 para a taxa de câmbio do final do ano.**

RENDA VARIÁVEL

Após um mês bastante positivo para o Ibovespa em agosto, voltamos a ter um mês negativo em setembro. O índice de referência da Bolsa recuou 3,08% no período, enquanto o Índice de Small Caps teve uma queda ainda maior de 4,41%.

A confirmação do cenário base nos EUA aconteceu no dia 18 de setembro, quando o Fed iniciou o processo de flexibilização monetária. O banco central americano optou por um corte de 50 p.b. em sua taxa de juros, o que reflete uma inflação que desacelera para meta e um mercado de trabalho que também dá sinais de desaceleração.

Esse cenário é um dos fatores que contribuem para nossa tese ligeiramente mais construtiva com o Ibovespa até meados de 2025.

A economia da China é outro componente que parece convergir para o nosso cenário base e deu sinais positivos em setembro, mostrando que pode ganhar força. As autoridades chinesas intensificaram as medidas de estímulo à atividade econômica no país.

Por alguns meses, as medidas anunciadas não pareciam o suficiente para mudar o cenário desafiador para a economia chinesa. Em setembro, no entanto, as comu-

nicações e ações de peças-chaves do aparato econômico do país deram claros sinais de que as coisas mudaram.

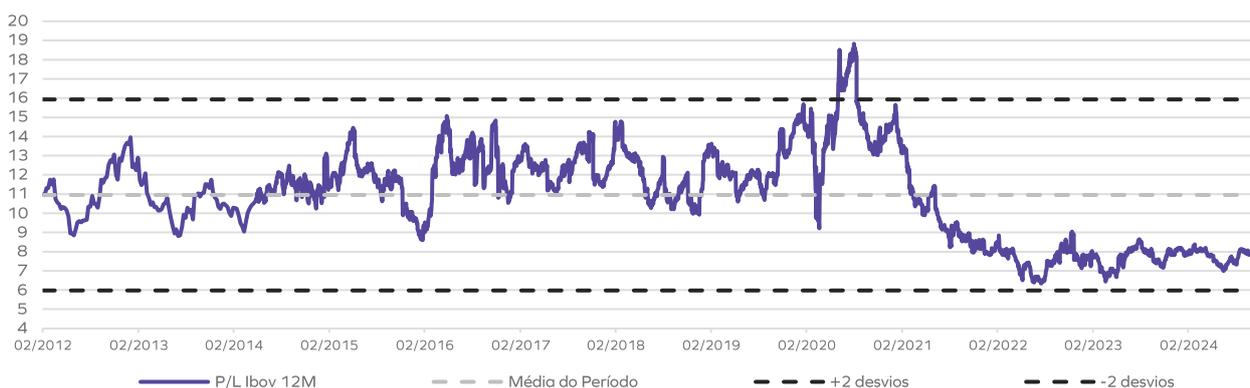
Essa sinalização foi responsável por um forte rali dos ativos chineses, com as bolsas de valores subindo bem nos últimos 10 dias. Além dos ativos financeiros, tivemos uma forte recuperação de commodities, principalmente as metálicas — com grande destaque para o minério de ferro, que saiu de US\$ 90 dólares para voltar a flertar com os US\$ 110 por tonelada.

Uma aceleração da economia chinesa, deve ser positiva para empresas listadas no Brasil, com destaque para as empresas de commodities — com uma primeira onda de valorização acontecendo para as empresas de commodities metálicas e, depois disso, indo para as demais.

Esse cenário é outro fator que contribui para nossa visão mais construtiva com o Ibovespa. A valorização da Bolsa pode acontecer tanto pela melhora nos resultados das empresas ligadas à aceleração quanto pela possibilidade de o Brasil ser utilizado como um *proxy trade* em China — já que alguns investidores hoje têm algumas restrições para investir diretamente no país.

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

Gráfico 8



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 8b

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



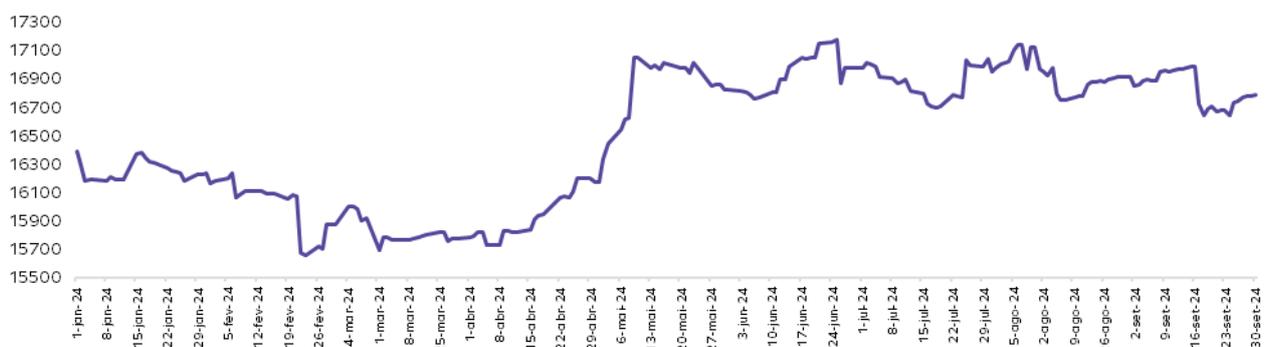
Apesar desses dois desdobramentos positivos, tivemos uma performance negativa do Ibovespa no mês. Essa queda, ao que nos parece, pode ser explicada pela piora da percepção fiscal brasileira. Durante o mês de setembro, tivemos demonstrações de que o compromisso fiscal parece longe de ser realidade no atual governo.

É verdade que a performance do petróleo e seu impacto nas ações da Petrobras também ajuda a explicar um pouco a performance negativa do IBOV. No entanto, a percepção fiscal, que jogou contra a mensagem dura do BC no comunicado da decisão de juros, foi suficiente para continuar pressionando as curvas de juros mais longas e o índice de referência da Bolsa.

Os gráficos das razão Preço / Lucro do Ibovespa e do índice de Small Caps mostram que a bolsa de São Paulo está negociando bem abaixo da média histórica.

Lucro por Ação - Ibovespa
(Próximos 12 Meses)

Gráfico 9



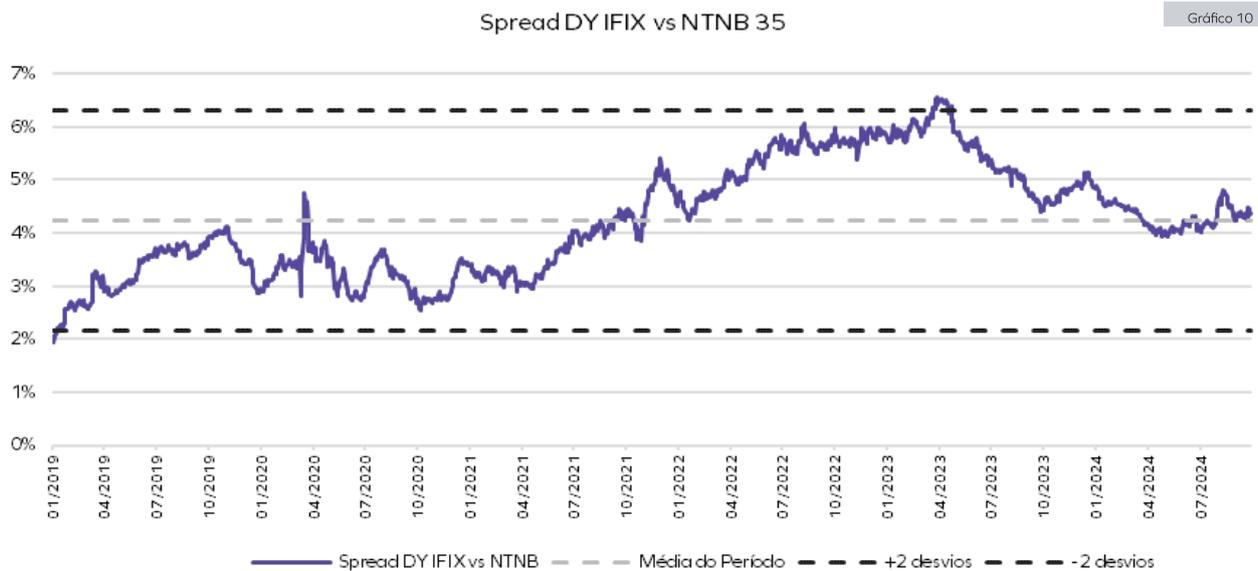
O desconto do Ibovespa fica ainda mais contraintuitivo quando observamos que a economia vem crescendo e as empresas estão mantendo bons resultados, como vemos no gráfico do Lucro por Ação.

Em resumo, estamos construtivos com investimentos em ações e, no cenário base, o rali deve levar a bolsa a novos recordes. Mesmo com o cenário desafiador para o fiscal, vislumbramos uma valorização com o fluxo dos estrangeiros, ainda que, em função dos riscos, mantenhamos um perfil mais defensiva na carteira.

Essa postura, inclusive, tem se mostrado assertiva nos últimos meses. Por isso, privilegamos os investimentos em Instituições Financeiras, Utilidades Públicas, Commodities e alguns setores de Domésticos— onde privilegamos uma exposição em shoppings e incorporação mais focada nas faixas do Minha Casa Minha Vida.

FUNDOS IMOBILIÁRIOS

O IFIX, principal índice de fundos imobiliários do Brasil, fechou setembro em queda de 2,58%. Com isso, o índice entregou a performance positiva no ano e agora tem uma ligeira queda de 0,2% no acumulado de 2024 até aqui.



O mês foi negativo para todas as classes de ativos e os fundos imobiliários perderam com o aumento das taxas de juros. A NTN-B 2035, que o mercado usa como referência, subiu de 6,28% para 6,45%.

Mesmo assim, alguns fundos fecharam o mês com saldo positivo, a grande maioria, fundos de recebíveis. Do lado negativo, o destaque ficou para a performance de Lajes Corporativas e Fundos Híbridos.

Já estávamos com a visão mais negativa para fundos de tijolo devido ao ‘rali’ que tivemos de março de 2023 até meados de 2024 que já havia incorporado: (i) a melhoras de Renda Imobiliária; (ii) um cenário de redução e/ou manutenção de Selic; e (iii) distribuição de eventos não recorrentes nos rendimentos.

Os fundos imobiliários de tijolo têm, em sua maioria, entregue evolução nas Rendas Imobiliárias e muitos trabalham no menor patamar de vacância de sua história. Em alguns segmentos, como Galpões Logísticos, além da vacância, novas locações e revisionais saindo em valores por m² bem acima dos do atual portfólio.

Os shopping centers, que já tem níveis de ocupação elevados e boas métricas operacionais, devem passar pelo mesmo processo.

Além disso, estes fundos devem ser beneficiados pelas revisionais (mais demoradas), novos entrantes e um IGP-M mais alto nos próximos 12 meses para aumentarem a sua Renda Imobiliária. No entanto, a ancoragem nos dividendos “inflados” pelos não recorrentes podem manter as cotações pressionadas.

O último segmento que tem feito uma boa, porém morosa, evolução são as lajes. Estes FII's ainda enfrentam uma vacância ligeiramente elevada e tem começado a repassar seus aluguéis através de revisionais.

Com a Selic aumentando a “competição” e favorecendo outros ativos que tem isenção de Imposto de Renda em ganho de capital — e não só em dividendos e juros —, continuamos enxergando um cenário desafiador para os fundos de tijolo nos próximos meses. Por isso, hoje preferimos uma exposição maior em recebíveis.

A janela para boas alocações em tijolo está aberta, porém acreditamos que ela será longa e com melhores pontos de entrada nos próximos meses. Mantemos nossa preferência, nessa ordem, em Logística, Renda Urbana, Shoppings e Lajes Corporativas.

Em recebíveis, continuamos com uma ligeira preferência pelos fundos indexados ao CDI. Uma parte relevante desses fundos negociam com ligeiro ágio, que ainda não nos faz ter receios em alocar nesses ativos, e entendemos que o aumento do carregamento dos dividendos compensaria o ágio pago. Além disso, temos a visão de que os fundos mais concentrados em IPCA terão a dis-

tribuição de seus dividendos impactadas pelo IPCA negativo de agosto — o que poderá abrir uma janela de oportunidade de alocação mais vantajosa no mês de novembro.

Apesar das preferências, continuamos achando que uma carteira diversificada e bem alocada em bons fundos continua sendo a melhor estratégia para o investidor de FIs no longo prazo. Nossas preferências mensais funcionam mais como direcionamento para os eventuais novos aportes e/ou rebalanceamentos que serão feitos durante o mês.

RENDA FIXA

Nos EUA, as curvas de juros futuras recuaram ao longo de setembro após a decisão inesperada do Fed de cortar os juros em 50 p.b. na reunião de setembro e a inflação de agosto permanecer benigna.

Por aqui, as curvas de juros dos contratos futuros tiveram um comportamento oposto. A reprecificação do ciclo de alta de juros pelo mercado e as incertezas fiscais fizeram as taxas de juros domésticas subirem.

Essa correção foi impulsionada pela mudança na percepção do hiato do produto, que passou a ser considerado positivo. Além disso, o BC revisou para cima suas projeções para o IPCA, elevando a estimativa de 3,3% para 3,5% no primeiro trimestre de 2026 — o horizonte relevante para a política monetária.

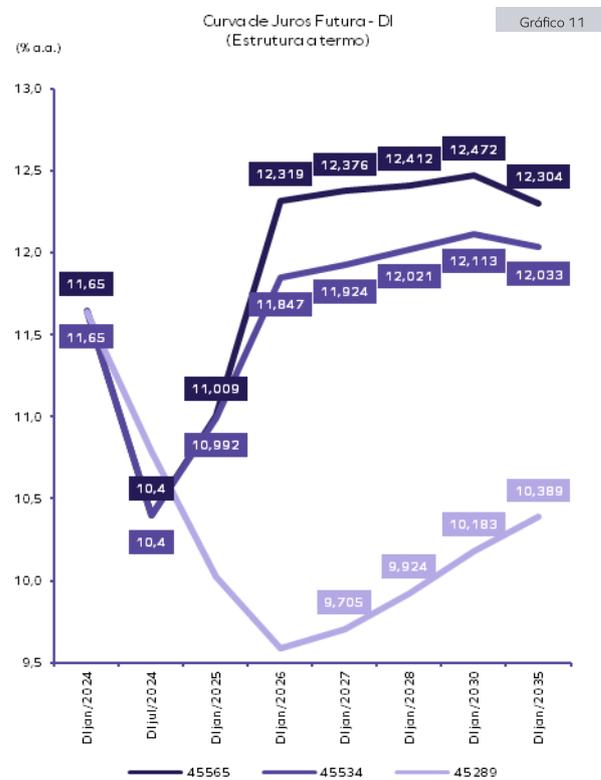
No final de setembro, o contrato de juros futuros com vencimento em janeiro de 2026 precificava um ciclo de aperto de 226 p.b. (2,26 p.p.) ao longo de 2025. Na comparação com a projeção de um ciclo de 186 p.b. precificada no final de agosto, um aumento substancial.

Avaliamos que a continuidade do ciclo de aperto de juros pelo BC e a diminuição dos ruídos fiscais deverá reduzir o risco percebido, em especial no que diz respeito à inflação, e levar ao fechamento dos vértices médios e longos da curva de juros doméstica.

Mantemos a avaliação que o banco central americano será mais cauteloso nos cortes e deve optar por fazer dois cortes de 25 p.b. até dezembro e seguir cortando neste ritmo de 25 pontos até junho de 2025 — reduzindo a taxa de juros para 3,5% a.a. no final do ciclo.

Os cupons das NTN-Bs de longo prazo também ficaram pressionados com as incertezas fiscais. O cupom da NTN-B com vencimento em 2050 saiu de 6,19% a.a. no final de agosto para 6,45% a.a. ao final de setembro. Mantemos a avaliação de que o nível atual dos cupons não é sustentável do ponto de vista fiscal.

A expectativa é que o prêmio de risco diminua. Esse movimento deve ser impulsionado pela continuidade do ciclo de alta de juros promovido pelo BC, que reduz a pressão inflacionária, e pelo aumento no fluxo de investimentos estrangeiros com a queda dos juros americanos. Nesse sentido, mantemos a nossa expectativa que os cupons das NTN-Bs de longo prazo recuem para 5,90% a.a. dentro dos próximos 12 meses.



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, mas 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

Head da Área de Análise

Luciano Costa

Economista-Chefe

Bruno Benassi

Analista de Ativos

CNPI: 9236

Analista de Ativos

Disclaimer

IMPORTANTE: 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, apague 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.