

# montebravo

Corretora

## Carta mensal

**Trump pragmático e intervenções do BC ajudaram na queda do dólar, mas isenção de IR sem as devidas compensações tende a pressionar a moeda**

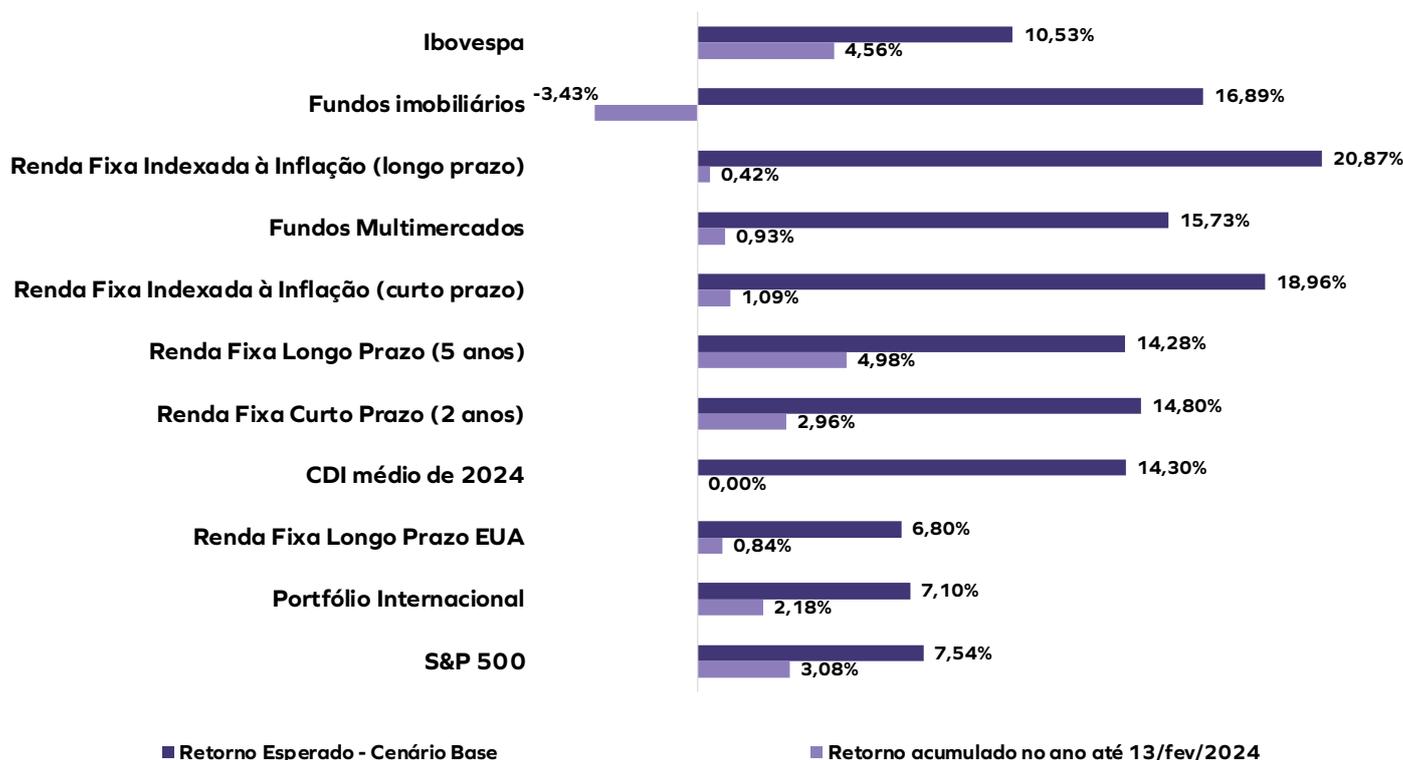
---

Trump pragmático e intervenções do BC ajudaram na queda do dólar, mas viés eleitoral da política fiscal tende pressionar percepção de risco.

Inflação alta, juros elevados, desaceleração da atividade e queda da popularidade são consequências da perda de credibilidade fiscal. A economia requer um ajuste fiscal adicional - o que foi descartado pelo Presidente.

### Retorno Esperado dos Investimentos para os próximos 12 meses (variação anual)

Gráfico 1



Fonte: Bloomberg Elaboração Monte Bravo.

Cenário recomenda carteira diversificada.

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
138.000 Pontos em 12 meses	Recebíveis High Grade	CDI+	Aumente Exposição
<b>Setores Preferidos:</b>	<b>Setores Preferidos:</b>	<b>Ativos Preferidos:</b>	<b>Ativos Preferidos:</b>
Bancos Seguradoras Exportadoras Utilities Shoppings	Papéis Logística Renda Urbana	NTN-B longa (para quem tem horizonte além de 2 anos)	Treasuries Bonds Brasil Russell 2000 S&P 500

## Cenários e estratégia

- Trump gera volatilidade, mas pragmatismo deve prevalecer
- Queda da inflação no 2º semestre nos EUA permitirá cortes do Fed
- Real apreciou com melhora global e intervenções do BC
- Política fiscal expansionista com viés eleitoral é fator de risco
- Dólar deve voltar a superar R\$ 6,00 e inflação vai chegar a 7,00%

### Mercados

O mês de janeiro foi marcado por alta volatilidade nos mercados globais. A posse de Trump, o temor de uma guerra comercial e um novo concorrente chinês no mercado de inteligência artificial (IA) geraram oscilações expressivas nos preços dos ativos. Ao fim do mês, no entanto, as variações não foram significativas, permitindo a recuperação dos ativos brasileiros.

Nos EUA, a preocupação com uma guerra comercial levou a taxa do título de 10 anos a um pico de 4,81% e o DXY aos 110,20 pontos no dia 13 de janeiro. Posteriormente, a percepção de que as tarifas seriam uma estratégia de negociação reduziu o temor inflacionário e levou a uma acomodação os juros. No fechamento do mês, a taxa do título de 10 anos caiu para 4,54% e o DXY ficou praticamente estável aos 108,5 pontos.

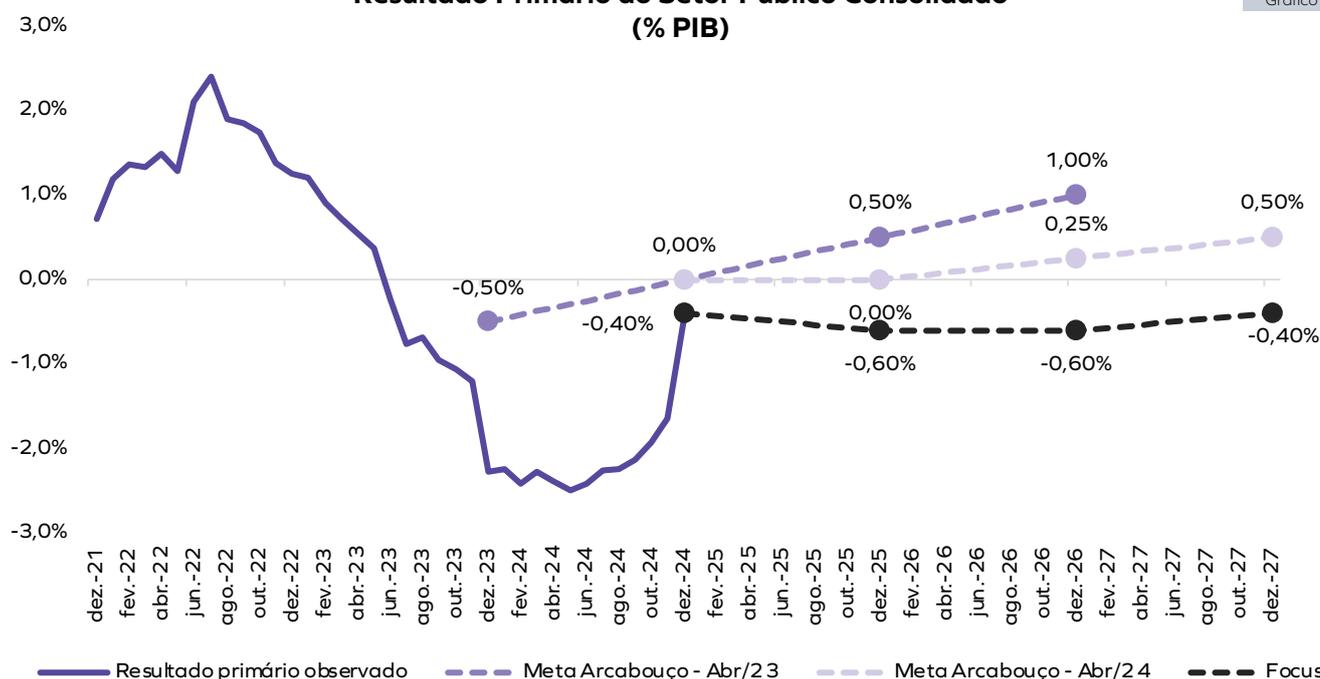
Até o anúncio da DeepSeek e a queda do ecossistema de IA em 27 de janeiro, o mercado focava nos aspectos positivos de Trump, o que levou o S&P 500 até os 6.619 pontos em 22 de janeiro. Apesar da turbulência, os índices de ações dos EUA encerraram janeiro em alta: S&P 500 (+2,80%); Nasdaq (+2,30%); e Russell 2000 (+4,60%).

Além disso, na esteira da redução do temor de guerra comercial, o MSCI World subiu 3,30% e o MSCI Emergentes avançou 1,70%. Ouro (+7,10%), Bitcoin (+9,30%) e o petróleo WTI (+1,10%) também tiveram alta no mês.

No Brasil, o cenário externo favorável impulsionou a recuperação dos ativos locais após semanas de perdas. O real apreciou 5,80%, o dólar fechou janeiro a R\$ 5,83 e empurrou os ativos brasileiros: Ibovespa (+4,90%); IRF-M (+2,60%); Prefixado de 5 anos (+5,40%); IMA-B (+1,00%); e IMA-B5+ (+0,40%) frente a um CDI de 1,01%.

**Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% PIB)**

Gráfico 2



Fonte: Bloomberg | Elaboração: Monte Bravo.

Nos EUA, o foco permanece nas tarifas de Trump e no impacto da política fiscal e de imigração sobre a inflação. No Brasil, a proposta de isenção do IR para rendas até R\$ 5 mil sem medidas compensatórias pode pressionar o dólar para níveis recordes e comprometer a credibilidade fiscal.

### Destaques do mês: DeepSeek e o impacto nos investimentos em IA

As ações de tecnologia despencaram no dia 27 de janeiro após a startup chinesa DeepSeek apresentar um modelo de IA de código aberto e de baixo custo com desempenho comparável ao da OpenAI. A notícia levou a uma queda de 17% nas ações da Nvidia. No entanto, a percepção de que modelos mais acessíveis podem ampliar a adoção da IA e aumentar a demanda por infraestrutura tecnológica impulsionou uma rápida recuperação.

Os modelos da DeepSeek utilizam “destilação”, método no qual a IA aprende a partir de outros modelos. A abordagem de código aberto reforça a competitividade das soluções não proprietárias e sinalizam o possível fim da supremacia exclusiva dos EUA em IA.

Embora modelos mais baratos possam reduzir os custos de computação, também podem aumentar a demanda por infraestrutura à medida que a adoção da IA cresce. Ainda é cedo para avaliar o impacto da DeepSeek e os planos de CAPEX das grandes empresas de tecnologia.

### Adaptando os cenários a um nível maior de incerteza

O nível de incerteza sobre a economia global aumentou significativamente com a eleição de Trump. Normalmente, a construção de cenários exclui hipóteses de baixa probabilidade para concentrar a análise na trajetória mais provável.

Para isso, é essencial convicção sobre as dinâmicas políticas, econômicas e de expectativas. Em condições normais, uma

vez definidas as políticas econômicas, a tendência é que a economia evolua com certa inércia, mas de acordo com uma lógica previsível — o que permite avaliar seus impactos para estimar os preços dos ativos.

Em 2025, duas fontes de incerteza influenciam a estratégia de investimentos. A primeira, global, refere-se ao impacto inflacionário das políticas de Trump. Nosso cenário base aponta para um efeito limitado, mas a natureza errática do presidente norte-americano exige atenção. A segunda envolve os rumos da política fiscal brasileira, considerando a provável queda de popularidade do governo.

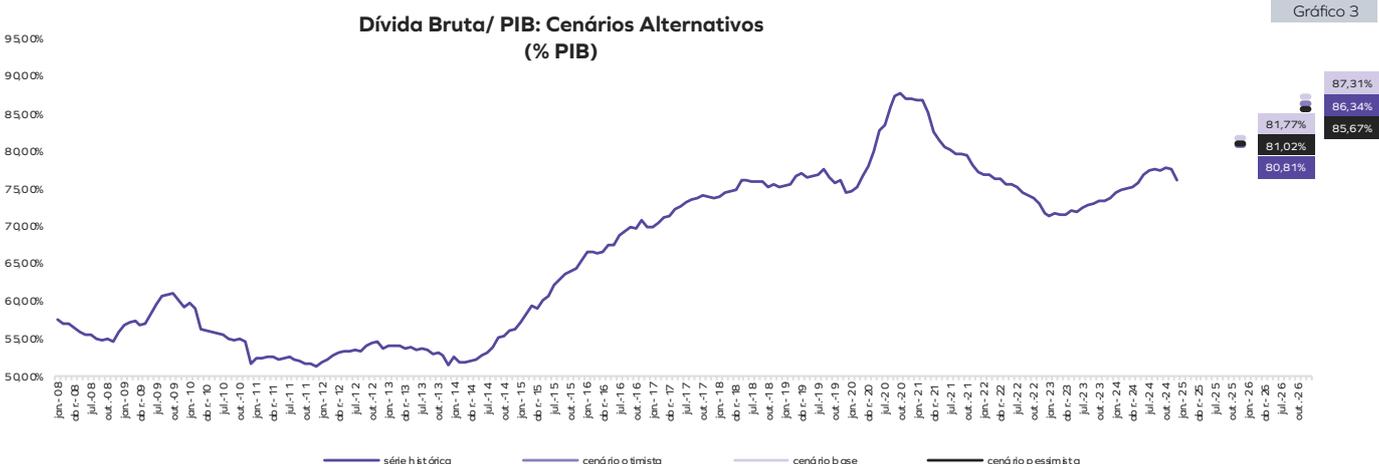
Está claro que o ministro da Fazenda não faz a cabeça do presidente. Enquanto isso, a ala política e o marqueteiro — agora Ministro — definiram a alteração das metas do arcabouço e depois o induziram ao erro de incluir a isenção do IR junto com as medidas de ajuste fiscal, enfraquecendo-as ainda mais.

### EUA: Inflação em queda abrirá espaço para cortes de juros

A partir da segunda semana de janeiro, o mercado reduziu o prêmio de risco associado a uma guerra comercial intensa. Mantemos a visão de que a equipe econômica dos EUA é sólida e buscará uma abordagem gradual para as tarifas, ao mesmo tempo em que equilibra cortes de impostos e despesas.

Nossa expectativa é de que a trajetória de pouso suave continue, com a inflação do núcleo do PCE recuando de 2,80% para menos de 2,50% no segundo trimestre. Se essa tendência se confirmar, o Federal Reserve pode realizar de três a quatro cortes de 25 pontos base ao longo do ano.

Projetamos que os Fed Funds sejam reduzidos de 4,50% para 3,75%, com os juros das Treasuries de 10 anos oscilando entre 4,00% e 4,50%. E, com esse pano de fundo favorável, o S&P deve chegar a 6.600 pontos no final do ano.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

A China reagiu de forma equilibrada às tarifas e abriu um canal de negociação com os Estados Unidos. Esse é o conflito comercial que realmente importa e, por ora, parece menos intenso do que se antecipava — o que melhora substancialmente a perspectiva para a economia global. Ao mesmo tempo, seguimos aguardando novas medidas de estímulo na China capazes de sustentar o crescimento em 2025 na faixa de 4,50% a 5,00%.

Por fim, a postura mais assertiva dos Estados Unidos em relação aos conflitos globais acabou resultando no fim da guerra no Oriente Médio ao mesmo tempo em que cresce a expectativa de uma trégua entre Rússia e Ucrânia nos próximos meses. Esses fatores têm contribuído para a queda dos preços do petróleo e favorecem o cenário global de inflação.

Portanto, ainda que o comportamento errático do presidente Trump introduza um risco de volatilidade, o cenário global parece caminhar na direção que vínhamos antecipando, com um certo alívio nos prêmios de risco e a perspectiva de cortes nos juros americanos permanecendo como caso central — ainda que a trajetória seja errática e repleta de mensagens nas redes sociais.

## **Brasil: Preocupação com a eleição orienta governo e eleva o risco fiscal**

No cenário global, ainda que a incerteza aumente sob o governo Trump, a evolução econômica pode ser analisada a partir dos fundamentos. No Brasil, no entanto, o quadro se tornou significativamente mais complexo diante da percepção de que a lógica política domina as decisões do governo.

A inflação elevada, expectativas em deterioração, déficit externo crescente e atividade ainda robusta desafiam o Banco Central. Apesar de sinais de arrefecimento devido aos juros altos e ao aumento da percepção de risco, a desaceleração ainda é insuficiente para levar a inflação à meta de 3,00%, ou seja, a inflação deve ficar acima do teto da meta tanto em 2025 como em 2026.

O presidente Lula acredita estar promovendo um ajuste fiscal, mas seu governo é um dos mais gastadores da história, com déficits primários em todos os anos. Após o forte aumento de despesas com a PEC da Transição, o país enfrentará déficits substanciais ao longo do mandato. A dívida pública, de 71,70% do PIB em 2022, deve atingir 87,00% em 2026, um ritmo comparável ao de economias em guerra.

A credibilidade fiscal foi severamente comprometida com a alteração da meta em abril de 2024 — uma crise que se agravou após o pacote de ajuste que foi anunciado junto com o anúncio da isenção do IR.

A chegada de Sidônio Palmeira ao núcleo estratégico atesta que a prioridade é viabilizar o caminho eleitoral em 2026. Isso amplia significativamente o poder da ala política, capitaneada pelo ministro-chefe da Casa Civil, Rui Costa, que patrocinou a alteração das metas e incinerou a credibilidade do arcabouço fiscal em 2024 — em oposição ao ministro da Fazenda, Fernando Haddad, que, corretamente, recomenda uma política fiscal responsável como base para crescer sem desequilíbrios.

Na entrevista organizada por Sidônio Palmeira, Lula abandonou o tom confrontacional, mas reafirmou que “não haverá mais medidas fiscais”. Sem novos ajustes, a expansão fiscal compromete a credibilidade e obriga o BC a manter juros muito elevados. O enfraquecimento da âncora fiscal aumenta a vulnerabilidade do país a choques externos.

Esse risco ficou evidente no início de janeiro, quando o temor de uma intensificação da guerra comercial elevou os juros das Treasuries de 10 anos nos Estados Unidos para 4,81% e pressionou o câmbio para R\$ 6,30 por dólar.

A importância da credibilidade fiscal pode ser dimensionada quando olhamos para trás: em outubro de 2023, quando o arcabouço desfrutava de alta credibilidade, a taxa de 10 anos chegou a 5,00%, mas o real não passou de R\$ 5,25 contra o dólar.

A recente valorização do real foi sustentada pela redução do risco global e pela intervenção do Banco Central, que injetou mais de US\$ 30 bilhões. No entanto, a política fiscal expansionista mantém os fundamentos frágeis.

Mesmo com juros reais extraordinariamente altos, a inflação permanece acima da meta — reforçando o diagnóstico de uma política fiscal expansionista incompatível com o momento do ciclo econômico. Dado o crescimento acelerado e o desemprego em níveis historicamente baixos, novos estímulos ao consumo dificultam ainda mais o trabalho do Banco Central.

Ainda assim, o governo não dá sinais de que reconhece ou pretende corrigir essa distorção. Por isso, atribuímos baixa probabilidade à manutenção do nível atual da taxa de câmbio, com o real oscilando entre R\$ 5,70 e R\$ 6,00 por dólar. Assim, a isenção de IR para quem ganha até R\$ 5 mil — base da estratégia eleitoral para ganhar votos da classe média — paira na pauta como uma “espada de Dâmocles” e como um vetor capaz de trazer de volta a pressão sobre o risco Brasil, que levou o câmbio aos níveis recordes em janeiro.

Cenário					Otimista	Base		Pessimista		
Política Fiscal					Déficit > -0,50% PIB	Déficit > -0,90% PIB		Déficit < -1% PIB		
Política Monetária					BC mira 2026	BC acomoda inflação		BC abandona metas		
Probabilidades					35%	60%		5%		
Variáveis Macro	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2025p	2026p	2025p	2026p
<b>PIB (% a.a.)</b>	5,00	3,00	3,20	3,50	2,00	2,00	<b>1,60</b>	<b>1,80</b>	-0,80	-2,00
<b>IPCA (% a.a.)</b>	10,10	5,80	4,60	4,80	5,60	4,30	<b>7,00</b>	<b>5,30</b>	10,00	13,00
<b>Selic (% a.a. final de ano)</b>	9,25	13,75	11,75	12,25	15,25	11,50	<b>14,75</b>	<b>11,00</b>	13,00	13,00
<b>Câmbio (R\$/USD final de ano)</b>	5,58	5,22	4,84	6,19	5,90	6,25	<b>6,50</b>	<b>7,00</b>	7,50	10,00
<b>Juro Real (% a.a.)</b>	-0,77	7,72	6,84	7,11	9,14	6,90	<b>7,24</b>	<b>5,41</b>	2,73	0,00
<b>Resultado Primário (% PIB)</b>	0,70	1,28	-2,30	-0,40	-0,50	-0,50	<b>-0,90</b>	<b>-0,90</b>	-1,50	-1,50
<b>Dívida Bruta / PIB (% PIB)</b>	77,3	71,7	73,8	76,1	80,8	86,3	<b>81,8</b>	<b>87,3</b>	81,0	85,7
<b>Varição Anual Dívida / PIB</b>	-9,6	-6,3	2,1	2,3	4,7	5,5	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	4,9	4,7

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

O cenário Otimista, em que a calma atual prosseguiria, requer um ajuste fiscal adicional que sinalize a disposição política de conter o crescimento descontrolado dos gastos. Como o próprio presidente descartou esse movimento, embora as especulações não tenham cessado, atribuímos uma chance de apenas 35%. Neste caso, o Copom também seria mais conservador, visando quebrar a dinâmica das expectativas. Na última reunião, porém, mesmo reconhecendo a deterioração, o BC não sinalizou o aperto adicional que a situação exige.

No cenário Base, assumimos que haverá novo episódio de estresse cambial, similar ao ocorrido entre dezembro e janeiro. Acreditamos que um possível gatilho será o envio da proposta de isenção do Imposto de Renda sem medidas de compensação críveis e com uma real perspectiva de aprovação.

O risco elevado e os juros altos reduzem o crescimento para 1,60% em 2025, o que na prática significa um crescimento zero nos próximos trimestres. A desaceleração da economia está desenhada e ajudará a reduzir a pressão da demanda, mas o hiato ainda não é suficientemente negativo para acelerar a convergência da inflação.

A manutenção de uma política fiscal expansionista, incluindo medidas como a isenção do imposto de renda, sustenta o consumo e dificulta a desaceleração da inflação de serviços. Neste cenário, o dólar sobe para R\$ 6,50 no final do ano, enquanto o BC eleva a Selic para 14,75% ao ano — um esforço monetário relevante, mas ainda insuficiente para garantir a convergência da inflação à meta em 2025 ou 2026.

O CDI projetado para 2025, fica em 14,30% ante um IPCA de 7,00%.

Ao adotar uma estratégia de ajuste mais gradual e de prazo mais longo, a autoridade monetária aceita uma inflação acima do teto tanto em 2025 quanto em 2026. Isso coloca sua credibilidade em risco.

O déficit de quase 1% joga a dívida para perto dos 82% do PIB — um salto de quase 6 p.p. do PIB em um único ano é algo extremamente preocupante. Esse quadro se tornará ainda mais desafiador caso a política fiscal inclua novos estímulos, pressionando o real para uma maior depreciação e elevando as expectativas de inflação.

O momento exato em que essa fragilidade se refletirá nos preços dos ativos, com aumento do prêmio de risco e depreciação do Real, é mais difícil de prever. A trajetória, porém, aponta para um cenário de risco crescente ao longo do ano. O quadro não oferece a perspectiva de notícias positivas. O governo mantém um único foco: as eleições. Com a economia em desaceleração e os juros elevados, a popularidade do governo tende a continuar em queda — o que aumenta o risco de propostas econômicas heterodoxas e ineficazes, como o recente debate sobre o aumento do Bolsa Família revelou.

A criação de novos programas, fiscais e parafiscais, como vale-gás, vale-crédito e “vale-banheiro” exibem um ideário de ampliação de benefícios com viés eleitoral. É um verdadeiro vale tudo para ganhar eleição.

É nesse contexto que surge o cenário realmente pessimista: diante da ameaça de uma derrota eleitoral, o governo adota uma estratégia de ampliação de programas de transferência de renda para múltiplos segmentos do eleitorado em uma tentativa de reverter o quadro político adverso.

As carteiras recomendadas são construídas com base nas perspectivas de retorno das classes de ativos no cenário mais provável (cenário Base) e considerando um horizonte de aproximadamente 12 meses.

À medida que o cenário evolui, incorporamos novas informações e revisamos as probabilidades dos cenários e retornos esperados para produzir uma carteira que minimize o risco para o retorno almejado no perfil.

A frustração com o pacote de ajuste fiscal consolidou um ambiente de incerteza estrutural em relação à trajetória da dívida pública. O arcabouço original já representava um ajuste gradual que não estabilizava a dívida, mas limitava seu crescimento a níveis toleráveis até 2026.

No entanto, a mudança da meta em abril de 2024 evidenciou a ausência de compromisso do governo com essa diretriz. O pacote de ajuste fiscal — anunciado em conjunto com a medida eleitoral de isenção do Imposto de Renda para a classe média — reforçou essa percepção.

Diante desse quadro, o risco aumentou, o dólar disparou e as perspectivas para a economia tornaram-se significativamente mais complexas. A incerteza sobre a sustentabilidade da dívida pública seguirá como fator predominante no cenário brasileiro até um ajuste estrutural que inverta o déficit primário estrutural — hoje próximo a 1% do PIB — para um superávit de 2% de forma crível.

A atual política fiscal expansionista em um contexto de crescimento acima do potencial representa um erro de gestão macroeconômica parecido com o observado no governo Dilma, pois sobrecarrega a política monetária.

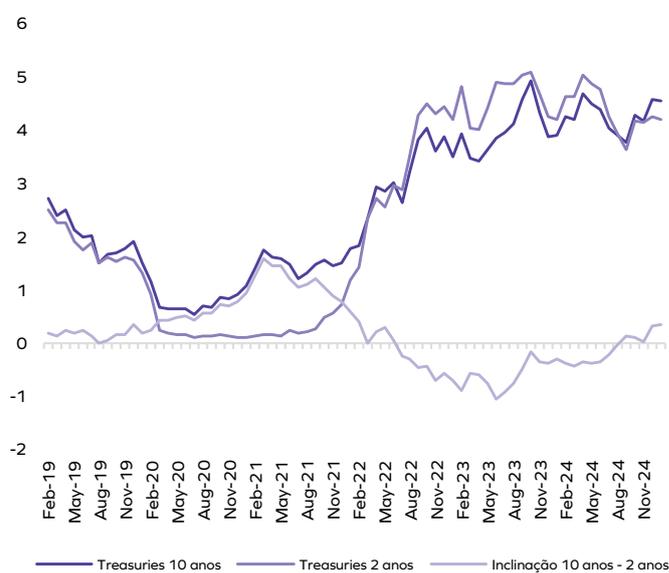
A depreciação do câmbio e a desancoragem das expectativas de inflação exigem uma taxa de juros elevada. Ainda assim, a convergência da inflação para a meta ocorre de forma lenta, o que ilustra a magnitude do erro da política fiscal.

A elevação da percepção de risco em relação à economia brasileira é estrutural e demanda um ajuste fiscal significativo — algo que não está na agenda deste governo.

Nesse contexto, a recomendação é reforçar ainda mais a postura conservadora, reduzindo o risco das carteiras locais. Para isso, estamos diminuindo a exposição às NTN-Bs mais longas — que, apesar de apresentarem boa perspectiva de retorno no longo prazo, são ativos altamente voláteis. Ao mesmo tempo, ampliamos a recomendação de exposição ao dólar, priorizando ativos não vinculados ao risco Brasil. Essa diversificação pode ser realizada tanto por meio de veículos domésticos quanto por investimentos no exterior.

Gráfico 5

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



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Os novos portfólios para 2025 são caracterizados por:

- Concentração em renda fixa, com 65,0% da exposição na classe e preferência por papéis mais curtos que apresentam menor risco (prefixados) e se beneficiam da inflação elevada (indexados ao IPCA).
- Alocações reduzidas em multimercados, fundos imobiliários e ações no Brasil, idealmente com alguma estrutura de proteção.
- Maior alocação em ativos internacionais nas carteiras.

Carteira Sugerida Monte Bravo

Janeiro - 25

Cenário Base			Perfil			
Classe	Benchmark	R[E] 12 m	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	14,3	80,0	30,0	<b>20,0</b>	18,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	15,5	10,0	20,0	<b>20,0</b>	20,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	19,0	10,0	18,0	<b>20,0</b>	20,0
Multimercado	IHFA	16,9		5,0	<b>5,0</b>	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX	16,9		5,0	<b>5,0</b>	7,0
Renda Variável	Ibovespa	10,7		5,0	<b>7,0</b>	7,0
Alternativos	Não possui	17,1		2,0	<b>3,0</b>	4,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds	20,6		15,0	<b>20,0</b>	20,0
<b>Objetivo de retorno de CDI+</b>			<b>0,5-1,0</b>	<b>1-3</b>	<b>3-5</b>	<b>5-8</b>
<b>Volatilidade anual esperada</b>			<b>1,0-2,0</b>	<b>2-4</b>	<b>4-8</b>	<b>6-12</b>

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

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

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

# Cenário Macroeconômico

## Internacional

Passadas as primeiras semanas do governo de Donald Trump nos EUA, os temores iniciais de um aumento de 10% nas tarifas de importação sobre todos os países e produtos foi substituído pela percepção de que as tarifas estão sendo usadas como instrumento de negociação.

No caso de Canadá e México, o governo Trump adiou a implementação das novas tarifas de 25% sobre as importações de ambos os países e abriu espaço para negociações de interesse do governo. Temas como imigração ilegal, entrada de fentanil e antecipação para 2025 da revisão do acordo de livre comércio entre EUA, Canadá e México — que ocorreria apenas em 2026 — são os principais pontos de negociação.

Essa postura mais conciliadora da política comercial americana reduziu os prêmios de risco dos ativos, diminuiu a força do dólar e levou a um recuo das taxas de juros das Treasuries. A condução mais pragmática da política comercial é uma vitória da ala mais moderada da equipe econômica do novo governo Trump, representada pelo Secretário do Tesouro Scott Bessent. O resultado dessa opção pelo uso das tarifas como instrumento de negociação é a confirmação do nosso cenário de impacto moderado das tarifas sobre a inflação, que deverá ficar entre 0,3% a 0,5% no núcleo do PCE.

Se confirmado esse impacto, o núcleo do PCE deverá ficar mais pressionado entre o segundo e terceiro trimestre desse ano, atingindo 2,7% na variação anual em meados desse ano e terminando 2025 em 2,6%.

Excluindo os impactos das tarifas, o núcleo da inflação deve encerrar 2025 em cerca de 2,2%, com tendência de queda para 2,0% em 2026. Isso permitiria ao Fed realizar três cortes de 25 pontos base ao longo de 2025, o que levaria a taxa de juros para 3,75% ao ano.

Os dados de atividade e mercado de trabalho mais recentes indicam que a economia americana segue com crescimento robusto. O PIB cresceu 2,3% na margem no quarto trimestre de 2024, ficando abaixo da alta de 3,1% no terceiro trimes-

tre. Essa desaceleração na margem aconteceu por conta da queda de estoques, pois a demanda doméstica — composta pelo consumo e os investimentos privados — cresceu 3,2% na margem e manteve-se praticamente estável em relação ao resultado do 3T24 (3,4%).

A economia americana gerou 143 mil vagas em janeiro, ligeiramente abaixo do esperado por conta do impacto das baixas temperaturas. Apesar do desvio, a revisão de 100 mil vagas nos meses de novembro e dezembro indica que houve aceleração das médias móveis de 3 e 6 meses — que atingiram 237 mil e 178 mil vagas, respectivamente.

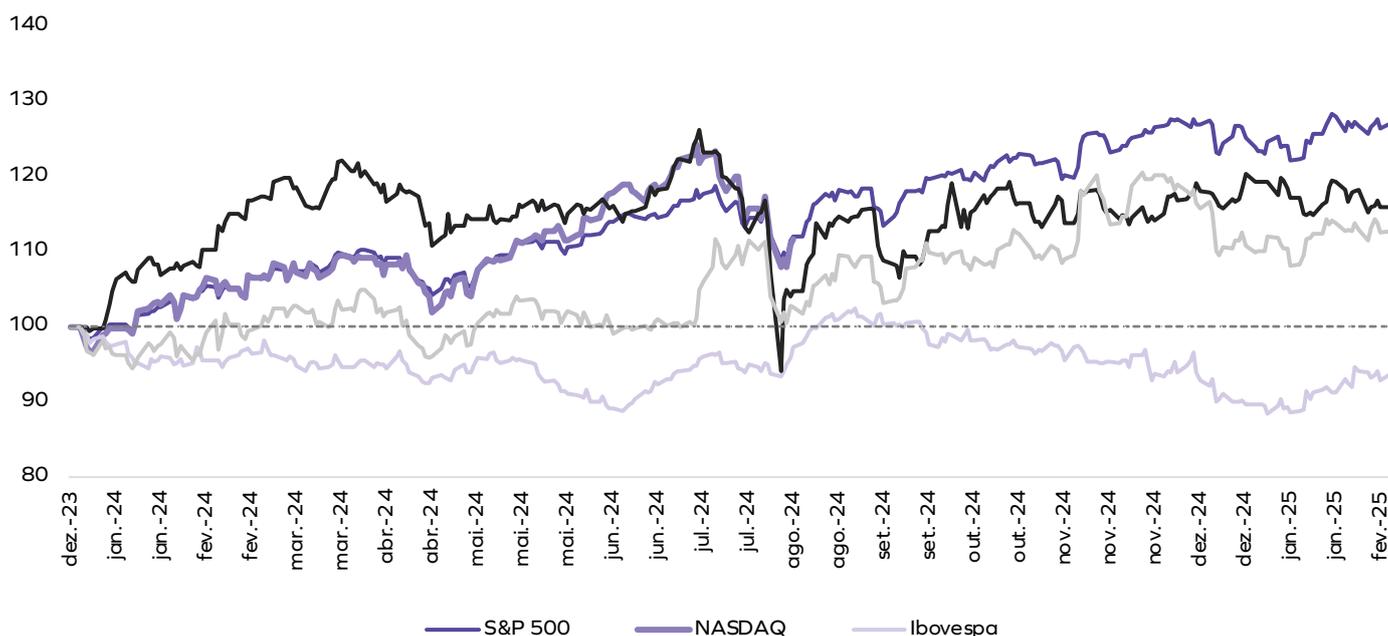
Além disso, a taxa de desemprego voltou a recuar para 4,0% em janeiro mesmo com o aumento da procura por trabalho. Desta forma, os dados de atividade sinalizam uma economia com crescimento resiliente, permitindo que o Fed espere os impactos das mudanças de tarifas para decidir sobre a trajetória da taxa de juros, conforme a evolução do cenário de inflação.

Na China, o fim do feriado do Ano Novo Chinês e o anúncio de tarifas adicionais de 10% sobre todos os produtos chineses nos EUA devem levar o governo a anunciar novas medidas de estímulo para a economia. Como aconteceu com México e Canadá, Trump indicou que está aberto a negociar as tarifas, mas parece pouco provável que as novas tarifas contra produtos chineses sejam totalmente evitadas.

O governo chinês já anunciou retaliações com aumento de tarifas de importação de gás natural, petróleo bruto, equipamentos agrícolas e alguns automóveis. Consideramos que o governo chinês deverá anunciar uma série de medidas a partir das próximas semanas, envolvendo corte de compulsórios bancários, redução de juros, medidas de estímulo para consumo e para o setor imobiliário. Mantemos a expectativa de crescimento de 4,5%, com a economia mantendo um ritmo médio de 5,0% ao longo do primeiro semestre com o impacto das medidas.

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

Gráfico 7



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

## Brasil

A economia tem indicado que o crescimento arrefeceu no quarto trimestre de 2024, com desaceleração dos dados de emprego, da indústria e do varejo. A economia fechou 535 mil vagas em dezembro, ficando acima do comportamento sazonal — que normalmente é de fechamento de postos de trabalho devido às contratações temporárias de final de ano.

Levando em consideração a sazonalidade, a economia registrou 26 mil vagas geradas em dezembro e desacelerou para o menor nível de geração de empregos desde junho de 2020, quando a economia sofria os efeitos da pandemia. A desaceleração do emprego se concentrou no comércio e serviços, que passaram de um ritmo médio de abertura de 102 mil vagas em setembro para 47 mil vagas em dezembro do ano passado. Além disso, a taxa de desemprego registrou alta com o ajuste sazonal em dezembro, atingindo 6,6% na margem, e reverteu a trajetória de queda observada ao longo de 2024.

A indústria registrou queda de 0,1% na margem no 4T24 encerrou uma sequência de três trimestres consecutivos de alta desde o início de 2024. A queda deveu-se ao arrefecimento da produção de bens duráveis — que inclui automóveis e eletroeletrônicos — e bens semi e não duráveis — como alimentos, bebidas e vestuário.

As vendas do varejo também desaceleraram com a perda de velocidade das vendas de automóveis e material de cons-

trução. O tracking do PIB indica alta de 0,4% na margem no quarto trimestre de 2024, desacelerando ante a alta de 0,9% na margem no 3T24.

O crescimento deverá desacelerar de 3,5% em 2024 para 1,6% em 2025. A safra agrícola deverá contribuir para um bom desempenho do PIB no 1º trimestre, com a economia crescendo 0,8% na margem, mas esse efeito não se repetirá ao longo do ano. A atividade deverá contrair 0,5% no segundo e terceiro trimestres com o impacto do aumento das taxas de juros reais sobre a economia.

A inflação deve seguir pressionada ao longo de 2025 por conta dos impactos defasados da depreciação do câmbio sobre a inflação, da desancoragem de expectativas, reajustes de preços administrados e do crescimento acima do potencial. O IPCA deverá registrar alta de 7,0% em 2025, com a inflação do primeiro semestre acumulando alta de 3,8% considerando a concentração do repasse de câmbio para os preços dos bens, os serviços pressionados, os preços agrícolas em alta e os reajustes de preços administrados.

A inflação acumulada em 12 meses deverá permanecer alta ao longo do ano, atingindo 7,0% em setembro desse ano e mantendo-se nesse patamar no fechamento de 2025. A inflação elevada impactará a renda real e, juntamente com o menor ritmo de crescimento do emprego, deverá desacelerar o consumo ao longo desse ano.

O cenário de perda de velocidade do crescimento terá impacto direto na arrecadação de impostos em um ambiente onde as despesas mantêm o ritmo de crescimento elevado. Essa dinâmica será um desafio extra para o cumprimento da meta de estabilidade do superávit primário pelo governo em 2025.

Nossa expectativa é que o governo mantenha o ritmo de crescimento das despesas elevado devido às regras de indexação de gastos e a necessidade de incluir no orçamento despesas de programas como Vale Gás e Pé-de-meia em 2025. O menor impacto de receitas extraordinárias e a perda de arrecadação com a desaceleração da economia resultarão em déficit primário de 0,9% do PIB em 2025, sem exclusões de despesas.

A taxa de câmbio reverteu a tendência de depreciação observada até a primeira metade de janeiro devido à incerteza fiscal e às dúvidas em relação ao aumento de tarifas no início do novo governo de Donald Trump. Após a posse, o presidente Trump se mostrou mais pragmático em relação ao uso da política comercial como instrumento de negociação, o que

enfraqueceu o dólar frente às principais moedas — como o euro, o iene e a libra — e beneficiou as moedas de países emergentes exportadores de commodities — como o real, o peso chileno e o peso mexicano.

Apesar desse alívio de curto prazo, avaliamos que o real deverá voltar a ficar pressionado quando a pauta fiscal voltar a tramitar no Congresso, em especial a medida de isenção do Imposto de Renda para quem ganha até R\$ 5 mil. A medida deverá ser encaminhada ainda no primeiro semestre e avaliamos que sua aprovação é certa, mas a compensação da perda de arrecadação estimada em cerca de R\$ 40 bilhões está envolta de maior incerteza.

A medida de compensação indicada pelo governo de tributar a renda dos contribuintes que ganham acima de R\$ 50 mil por mês ou R\$ 600 mil reais anuais deverá sofrer resistências no Congresso e será provavelmente desidratada ao longo da tramitação. Essa situação deverá elevar o risco fiscal e a percepção de risco, o que deverá pressionar a taxa de câmbio, que deve seguir depreciando ao longo do ano. Projetamos que o dólar encerre 2025 cotado a R\$ 6,50.

# Renda Variável

O ano começou positivo para o Ibovespa (IBOV). O índice de referência da Bolsa teve uma boa performance em reais, subindo 4,86%, e uma performance ainda melhor em dólares (+10,77).

A performance do IBOV pode ser justificada por uma combinação de fatores: (i) um cenário global mais calmo após a posse de Donald Trump, que apresentou uma retórica mais pragmática; (ii) fatores domésticos que podem indicar uma desaceleração da atividade nos próximos meses, indicando que os juros poderão terminar o ciclo de aperto monetário em patamares menores que os precificados pelo mercado; e (iii) preços dos ativos brasileiros estão abaixo de seus níveis históricos.

Apesar disso, continuamos céticos com relação ao cenário macroeconômico brasileiro, o que nos faz questionar a melhora repentina de cenário presenciada em janeiro. Também mantemos nossa visão de que a situação fiscal brasileira é de bastante fragilidade e que não devemos ter uma resolução para essa questão nos próximos dois anos — o que torna o Brasil sensível à volatilidade internacional e questões internas.

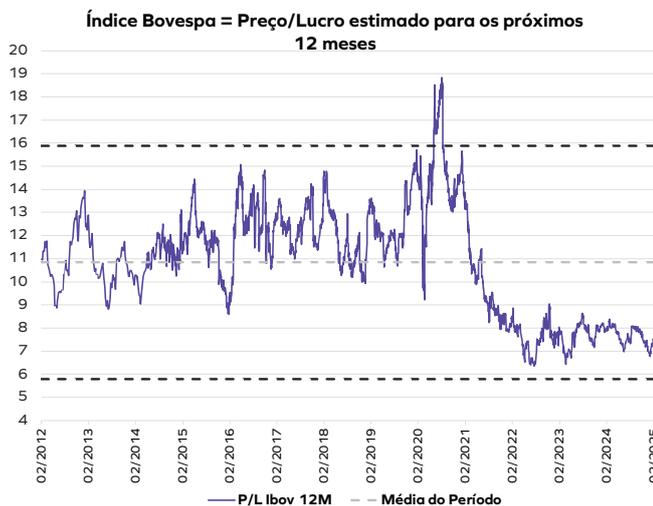
Com o início da temporada de resultados, já temos visto uma postura bastante conservadora por parte dos CEOs para o ano de 2025 — com destaque para os bancos, bastante vocais sobre as dificuldades que esperam enfrentar neste ano, com guidances que indicam numa expansão tímida do crédito.

Essa postura conservadora tem impacto no resultado das próprias instituições financeiras, claro, mas também tem efeitos em outras atividades. Isso acontece pois, com crédito escasso, devemos ter impactos em consumo e investimentos, o que deve pressionar o crescimento de lucro de outras empresas.

Nesse cenário de incerteza, nos parece bastante complexo analisar o Ibovespa e projetar que os múltiplos de P/L parecem muito abaixo de seus padrões históricos. Isso acontece pois, na nossa visão, existem muitas dúvidas sobre quais serão os lucros das companhias em 2025. Para 2026, utilizado como referência para a realização de projeções para o final deste ano, as dúvidas são muito maiores.

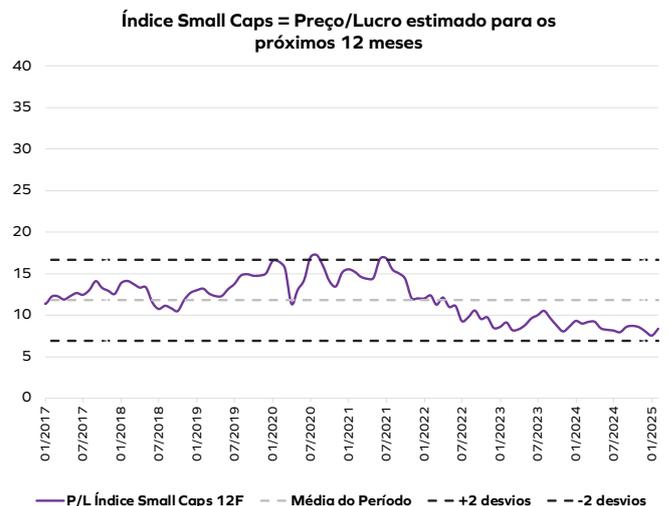
Nesse cenário, continuamos mantendo uma postura bastante conservadora e recomendamos alocações em companhias que tem receita dolarizada — sejam elas commodities ou outras fontes de receita —, bancos com pouca exposição a classes mais baixas e com um balanço sólido, seguradoras — um dos poucos setores que tem algum benefício real com Selic mais alta — e em empresas de utilidades públicas e shoppings. Mesmo nesses setores, que consideramos mais defensivos, nossos investimentos têm priorizado: (i) estrutura de capital confortável e sem vencimentos concentrados no curto prazo; (ii) teses consolidadas e que não dependem de algum evento adicional para entregar uma boa performance operacional; e (iii) excelente time de gestão.

Gráfico 8a



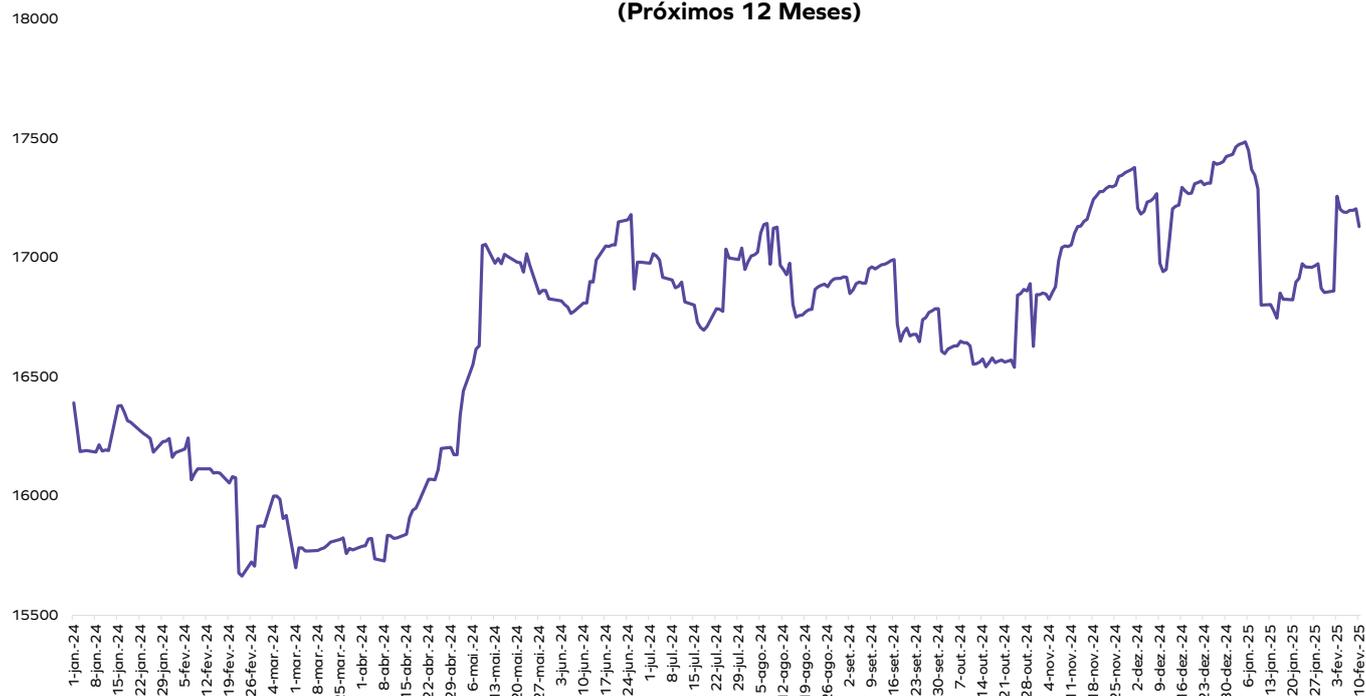
Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 8b



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

# Fundos Imobiliários

O mês de janeiro foi desafiador para a indústria de Fundos Imobiliários e o IFIX teve, novamente, uma performance negativa relevante. A performance dos últimos meses continua nos chamando atenção, principalmente em relação aos fundos de recebíveis e os FoFs/Hedge Funds.

Essa performance em Recebíveis tem nos chamado atenção pois, em nossos acompanhamentos, temos visto poucos casos de inadimplência, que são específicos e não indicam um problema generalizado.

Nós entendemos que uma desaceleração mais relevante da atividade econômica, que não é nosso cenário base, poderia desencadear uma piora do cenário. Justamente por isso, que temos batido na tecla que as alocações devem ser feitas em fundos grandes, diminuindo o risco de concentração, de casas que temos confiança no processo de seleção e estruturação dos ativos e que tenham uma carteira de crédito em ativos considerados como high grades.

Ao analisar os fundos que se enquadram na discricção acima, entendemos que o desconto em relação ao VP nos parece mais do que precificar um cenário de pioras relevantes das expectativas. Desta forma, temos aumentado nossa exposição nesses ativos, como fizemos no rebalanceamento de dezembro.

Em FoFs e Hedge Funds, temos uma ligeira preferência por uma exposição no segundo. Isso acontece pois gostamos mais da liberdade que o regulamento dos hedge funds dão aos gestores e também temos visto um descolamento muito

grande entre o preço dos ativos negociados em tela e seu valor patrimonial — lembrando que o VP desses fundos já refletem as quedas nas cotação dos fundos investidos. Com isso, temos visto com bons olhos aumentar a exposição ou começar a se expor em alguns fundos que gostamos.

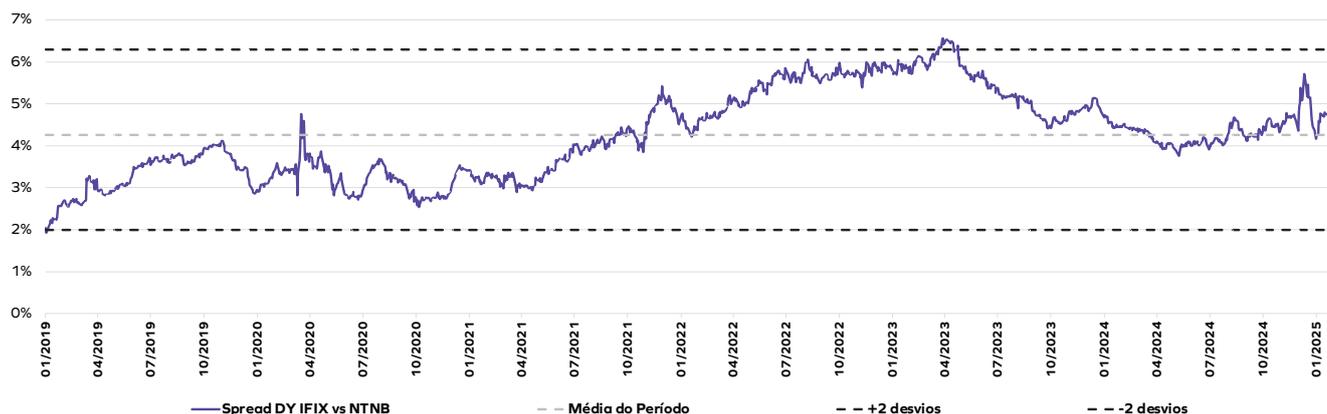
Sobre a tributação do IBS/CBS: antes de explicarmos em detalhes, acreditamos que existe uma probabilidade razoável de os vetos presidenciais serem derrubados, o que tornaria os FII isentos novamente. Caso contrário, o impacto deverá ocorrer nos Fundos de Tijolo, nas receitas de aluguel e em alienação com lucro de ativos e não deverá impactar os Fundos de Recebíveis.

Mesmo nos Fundos de Tijolo, todavia, o impacto nos parece limitado, já que a receita de aluguel será tributada na alíquota do IVA — que ainda não fechada —, porém com uma redução de 70% no caso do aluguel e de 50% no caso de alienação dos ativos. Independente disso, para os contratos de aluguel que foram firmados antes da promulgação da Lei Complementar (16/01/2025), a alíquota efetiva será de 3,65%. Como vocês podem ver, os impactos são pequenos e podem ser mais do que absorvidos durante o período de adaptação.

Concluimos que a melhor estratégia para o investidor de Fundos Imobiliários no atual contexto é manter uma carteira diversificada, com foco em fundos de alta qualidade e boa gestão. A busca por ativos que ofereçam previsibilidade de retorno e menor exposição a riscos operacionais é essencial para garantir um desempenho consistente no longo prazo.

Spread DY IFIX vs NTN35

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

## Renda Fixa

Após a forte deterioração do mercado de renda fixa em dezembro, a sinalização do presidente Donald Trump sobre o uso de tarifas comerciais como instrumento de negociação reduziu o nível de risco dos ativos e beneficiou mercados emergentes como o Brasil. Além disso, o recesso do Congresso diminuiu os ruídos em relação às questões fiscais, enquanto dados mais fracos da atividade doméstica intensificaram o debate sobre a possibilidade de um ciclo de aperto monetário de menor intensidade pelo Banco Central.

No mercado futuro, a precificação da taxa Selic terminal de 2025 recuou de 16,80% a.a. no final de dezembro do ano passado para 15,60% a.a. no final de janeiro. Isso reflete a queda do prêmio de risco global, a ausência de noticiário político e os dados de atividade mais fracos. Avaliamos que o cenário na qual a política econômica é flexibilizada com menor ajuste fiscal e maior acomodação da inflação ganhou probabilidade pelas manifestações recentes do governo e, portanto, revisamos a taxa Selic terminal de 15,25% a.a. para 14,75% a.a.

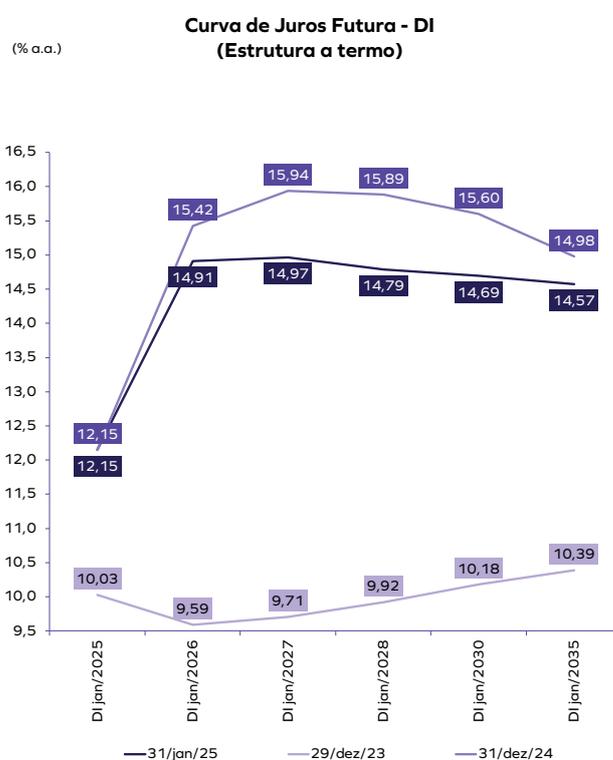
Nos Estados Unidos, após a posse de Donald Trump — que sinalizou um discurso mais pragmático em relação às tarifas comerciais — e a comunicação do Fed após a decisão de janeiro — que manteve a indicação cortes de juros em 2025 —, a curva de juros das Treasuries cedeu, em especial nos vértices mais longos. As taxas de juros das Treasuries de 10 anos passaram de 4,79% a.a. em meados de janeiro para 4,54% a.a. no fechamento do mês, um movimento de redução de 25 pontos base. Em paralelo, o mercado de juros futuros elevou a precificação de um corte para dois cortes de juros pelo Fed ao longo de 2025.

No Brasil, os cupons das NTN-Bs de longo prazo se mantiveram pressionados apesar do recuo das taxas de juros nominais. Essa dinâmica indica que o mercado reduziu a inflação implícita de longo prazo. A NTN-B com vencimento em 2045 apresentou alta em seu cupom, passando de 7,21% a.a. no final de dezembro para 7,54% a.a. no final de janeiro deste ano.

Nós mantemos a avaliação de que o nível atual dos cupons não é sustentável do ponto de vista fiscal. No entanto, a incerteza em torno da política fiscal continuará pressionando a curva de cupons das NTN-Bs.

Apesar de considerarmos que os ativos de renda fixa apresentam um prêmio elevado em relação ao nosso cenário, mantemos a avaliação de que o nível de incerteza atual reforça a preferência por alocações em títulos pós-fixados ou indexados à inflação, em detrimento dos títulos prefixados. No mercado de crédito privado, mantemos a preferência por emissões CDI+ de empresas com boa avaliação de rating e reforçamos a importância de uma curadoria criteriosa na escolha desses ativos, especialmente no cenário atual.

Gráfico 11



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 prefixados a parcela prefixada.

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

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

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

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

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

# montebravo

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.