

**montebravo**  
Corretora

Carta mensal

**Perda de credibilidade fiscal fez dólar disparar e derrubou os preços dos ativos brasileiros**

---

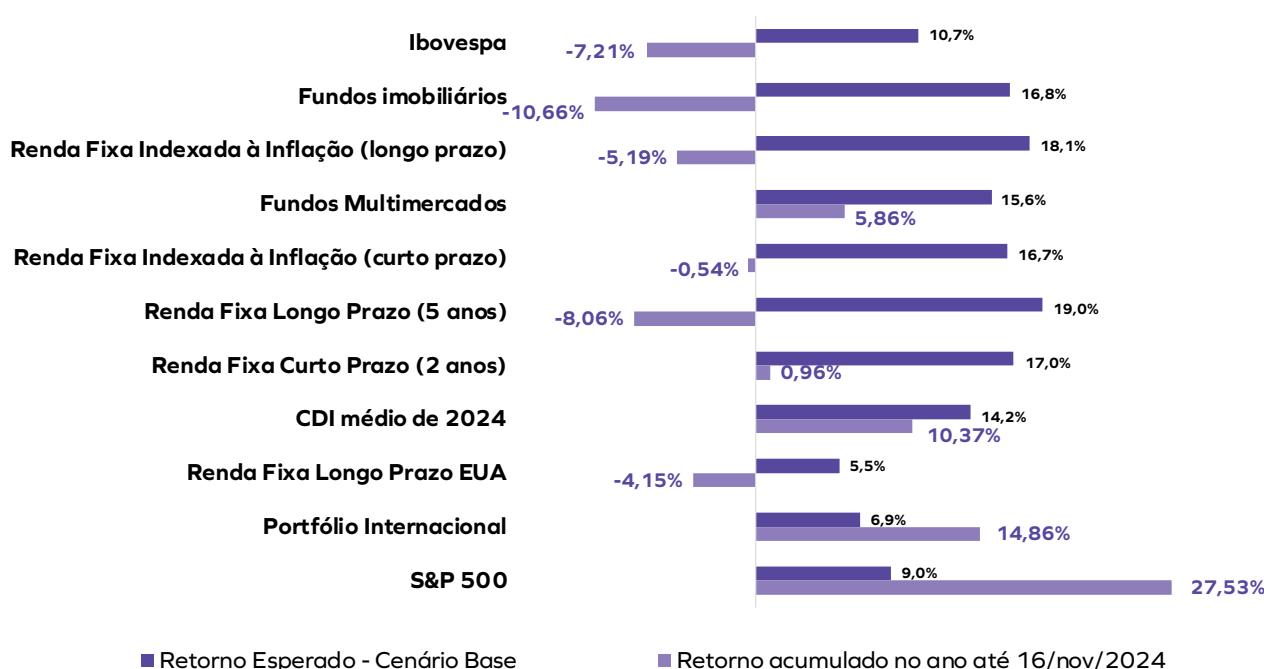
**Novo cenário é bem mais desafiador e recomenda postura conservadora nos investimentos.**

**Política fiscal expansionista e coordenação das expectativas truncada fizeram emergir um cenário de crise que parecia distante.**

**Governo precisa aprovar medidas no Congresso e sinalizar que ajuste fiscal é um processo e que novas medidas estruturais virão em 2025.**

**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

# Estratégia de investimentos

## Global: Trump traz emoção, mas pragmatismo deve prevalecer

- Trump é garantia de emoções, mas política econômica deve ser pragmática;
- Tarifas favorecem dólar forte, mas Fed deve seguir cortando os juros;
- China deve executar novos estímulos para atingir 4,5% de crescimento;
- Estratégia de investimentos mais cautelosa diante de cenário fiscal incerto

**EUA:** Donald Trump toma posse no dia 20 de janeiro. O presidente eleito dos EUA promete implementar rapidamente uma série de medidas.

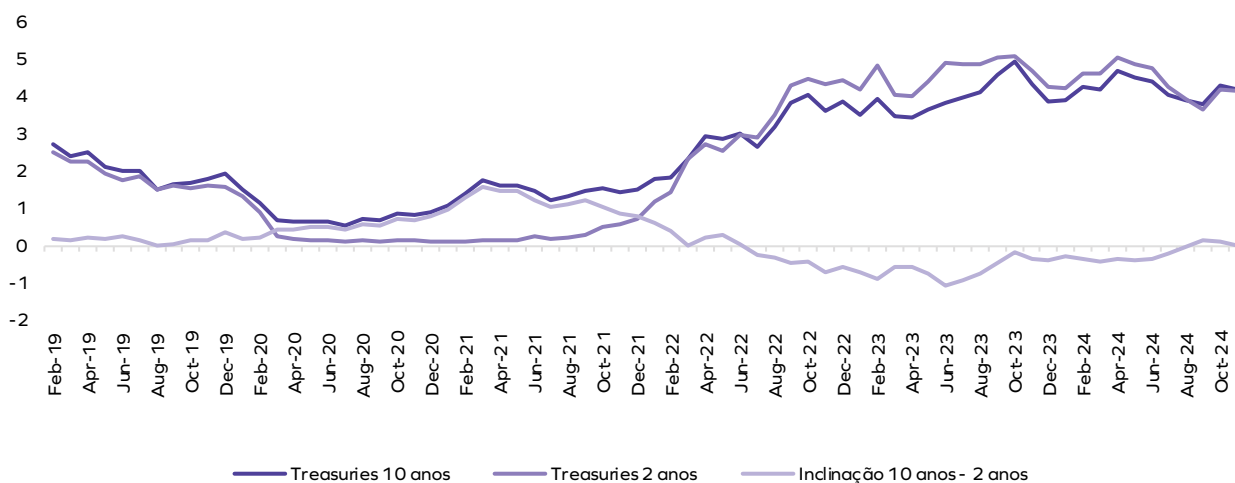
No entanto — com a economia caminhando para um pouso bem suave, e com a inflação convergindo e permitindo que o Fed prossiga com os cortes de juros —, **esperamos que a política econômica seja pragmática**. As promessas de campanha que podem ter um forte efeito inflacionário, principalmente em tarifas e imigração, tendem a ter parâmetros mais suaves que mitiguem grande parte deste efeito.

Assim, **esperamos que o Fed corte as taxas de juros em dezembro e siga cortando em 2025, mas intercalando os cortes com reuniões com pausa, levando os Fed Funds para 3,5% no final de 2025**, ao mesmo tempo em que a economia reduz sua velocidade, mas segue crescendo consistentemente.

Este é um desenho compatível com as taxas de 10 anos oscilando entre 4,00% e 4,50%, o que ainda manteria o dólar forte, mas provavelmente um pouco abaixo do nível atual. Por isso, esperamos que o DXY escorregue para os 102 pontos ao final de 2025, o que pavimentaria um ambiente global menos adverso para ativos de risco no resto do mundo.

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

Gráfico 2



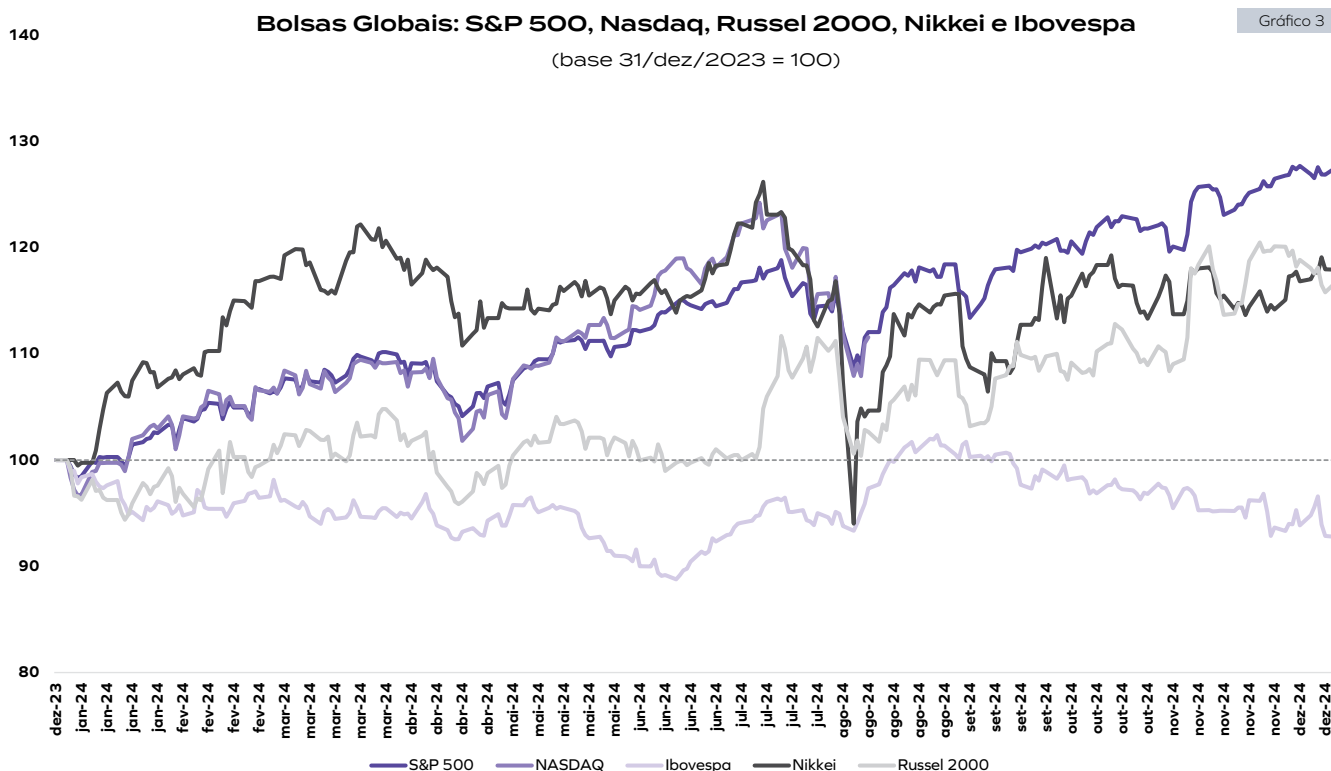
Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

É um quadro econômico no qual as tarifas, a perspectiva de cortes de impostos e de desregulamentação, além dos ganhos de produtividade associados à IA criam um **cenário muito favorável para ações nos EUA**.

Este cenário construtivo tem como maior ameaça a trajetória dos juros nos EUA — seja em virtude de uma inflação mais resistente ou pelo aumento do prêmio de risco fiscal no país. Uma inflação maior poderia obrigar o Fed a parar, ou mesmo inverter, a trajetória da taxa básica de juros.

Além disso, os mercados podem voltar a questionar a capacidade da administração de enfrentar os déficits fiscais nos próximos anos. Isso elevaria o prêmio de risco e levaria as taxas mais longas para cima, independente da trajetória dos Fed Funds.

Em qualquer um desses casos, a alta das taxas poderia levar a um pouso forçado da economia e deflagrar uma queda mais forte da bolsa. Por isso, é importante monitorar ambos os temas e usar a taxa das Treasuries de 10 anos como um termômetro.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

**China:** mesmo depois de anunciar novos estímulos, prevalece a percepção de que ainda há mais a ser feito. **É possível que a China esteja aguardando o choque tarifário de Trump para parametrizar sua reação.** Nosso cenário base prevê uma segunda rodada de estímulos, com uma expansão moderada do déficit, capaz de estabilizar o crescimento em torno de 4,5% — um cenário no qual qualquer enfraquecimento adicional teria impactos relevantes sobre os países emergentes exportadores de commodities, como o Brasil.

### Visão sobre as principais commodities

**Petróleo:** fragilidade da demanda e perspectiva de aumento da oferta fora da OPEP indicam que o Brent deve oscilar entre US\$ 65 e US\$ 85 por barril em 2025.

**Minério de Ferro:** balanço de oferta e demanda deve ficar mais equilibrado em 2025 e o preço do minério deve ficar entre US\$ 80 e US\$ 100 por tonelada.

**Cobre:** balanço de oferta e demanda deve seguir apertado e preço médio do cobre deve ficar em torno de US\$ 10.250 por tonelada.

**Ouro:** dólar forte e alta das Treasuries reduzem apelo do ouro, que, no entanto, deve seguir oscilando próximo dos níveis recordes de US\$ 2.600 por onça troy.

## Doméstico: deterioração fiscal deixou cenário para 2025-26 muito pior

- Insistência em política fiscal ultra expansionista obriga BC a ser mais contracionista;
- Pacote fiscal tardio e insuficiente ficou ainda pior com a isenção de IR;
- Aumento do risco jogou dólar para o maior nível da história;
- Novos cenários trazem piora para a economia em 2025 e 2026;
- Estratégia de investimentos requer maior cautela com foco na preservação do capital.

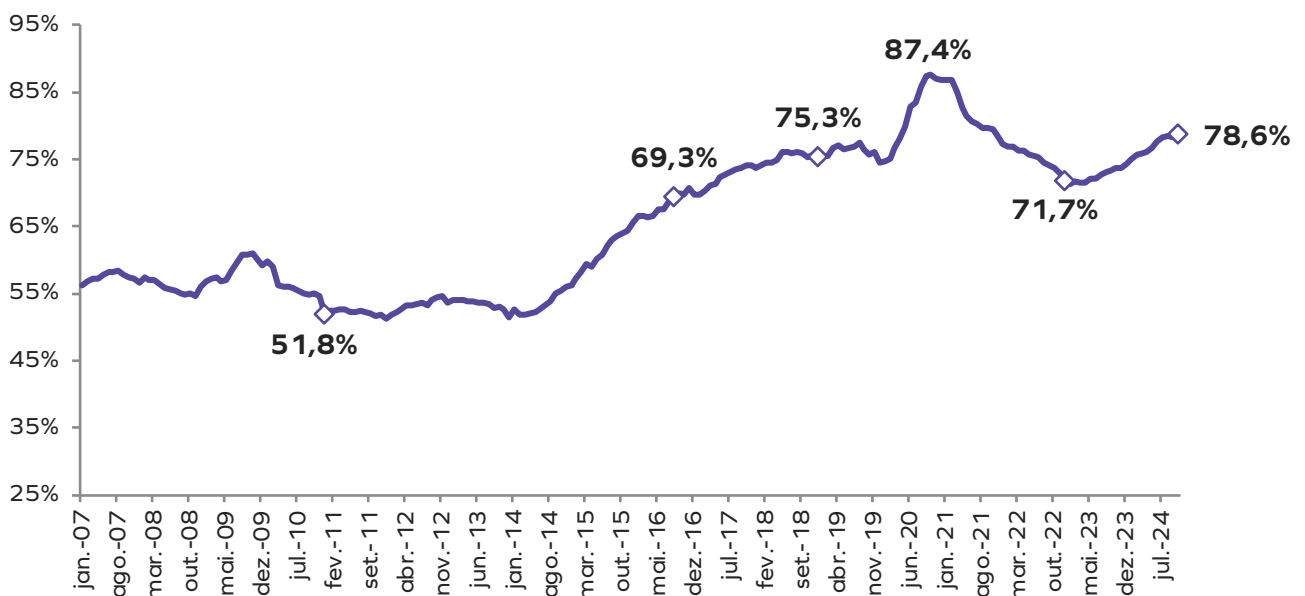
**A longa espera pelo pacote fiscal terminou em decepção**, com medidas desidratadas e insuficientes para reestabelecer a credibilidade da âncora fiscal. **Pior, a isenção de Imposto de Renda para a classe média mostrou um viés político-eleitoral que torna difícil imaginar qualquer ajuste estrutural à frente.**

A perda de credibilidade da âncora fiscal implica numa deterioração significativa dos cenários para 2025 e 2026 e recomenda uma abordagem muito mais cautelosa na condução dos investimentos.

O Brasil tem uma dívida cara, cada vez mais curta e que cresce em ritmo assustador. Ela constitui o principal vetor de risco da economia, pois traz o tema da dominância fiscal à tona.

**Dívida Bruta do Setor Público**  
(% PIB)

Gráfico 4



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

A dominância fiscal é uma situação em que a dívida pública atinge um nível tão elevado que se torna inevitável inflacionar a economia para reduzi-la em termos reais. Um estudo de Aloisio Araújo e coautores indica que o limiar da dominância fiscal ocorre quando a dívida bruta atinge 90% do PIB — um número que, dependendo do cenário, poderemos cruzar até 2026.

O histórico recente de crise fiscal deveria inspirar maior cautela. **Afinal, entre 2013 e 14, a recusa em ajustar o gasto resultou na maior recessão da história desse país.** O PIB caiu 3,8% em 2015 e o IPCA atingiu 10,7%, superando a meta de 6,5%, enquanto a dívida saltou de 52% do PIB para a faixa

de 70%. Essa crise deixou uma conta que ainda está sendo paga, pois as projeções apontam que a renda per capita do Brasil só voltará ao nível de 2013 em 2028.

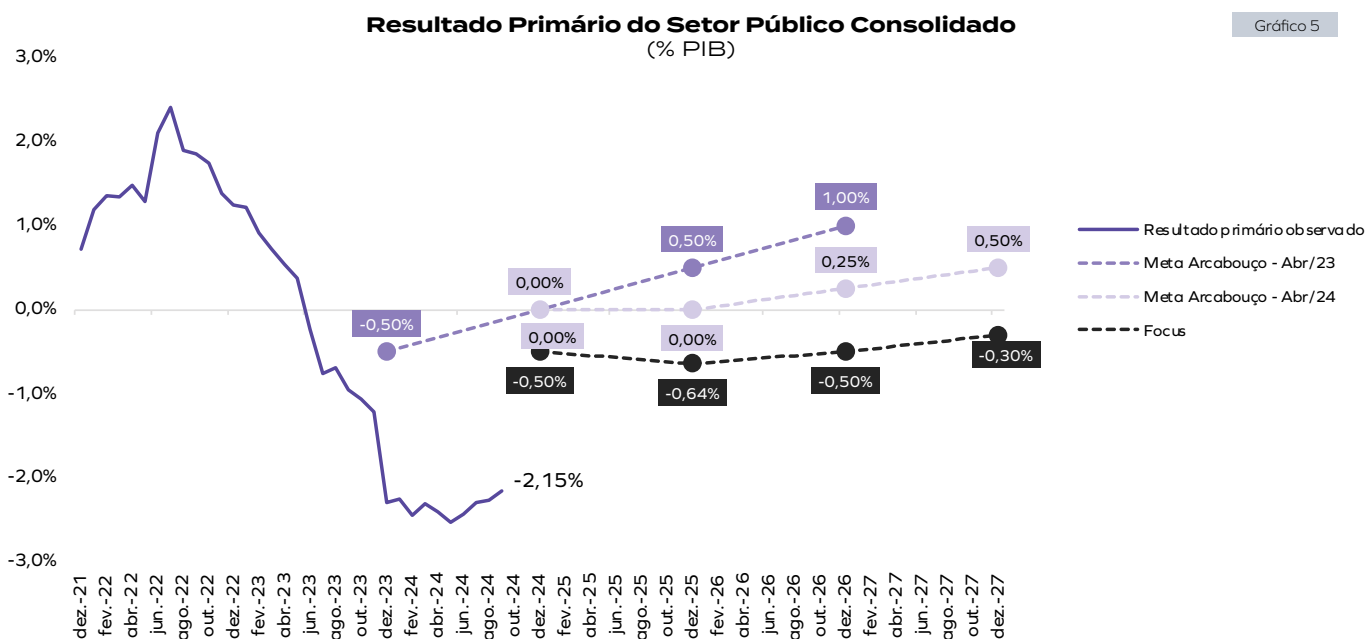
Ao assumir, o atual governo elevou o gasto de forma brutal, a PEC da Transição permitiu um aumento do gasto de cerca de 1,5% do PIB com a promessa de buscar mais receitas. Porém, como o aumento da receita ficou bem abaixo disso, o Brasil saiu de um superávit primário de 1,3% do PIB em 2022 para um déficit de 2,3% em 2023. Ainda que 1 p.p. desse resultado sejam precatórios, a posição fiscal piorou 3,6 p.p. do PIB nestes 2 anos, o que explica toda tensão recente.

As novas projeções indicam que ao final de 2026, a relação dívida/PIB vai ultrapassar 87%, tendo saído de 71,7% em 2022. Um salto de mais de 15 p.p. em quatro anos, com a economia e a receita crescendo, revela um descontrole do gasto.

A taxa da NTN-B de 2050 voltou a subir e está em torno de 7%. É uma taxa muito alta que dificulta a rolagem da dívida e aumenta o risco fiscal. A média do período em que vigorou o Teto dos Gastos Públicos (de 2017 a 2023) foi de 5,1% — pois, ao limitar as despesas, a regra produziu uma âncora fiscal que reverteu a percepção de risco e ajudou a reduzir as taxas dos títulos do Tesouro.

O arcabouço nunca foi um ajuste significativo, mas teve sucesso e as taxas caíram de 6,5% para 5,6% ao final de 2023. Como um compromisso de melhora suave que deixou o grosso do ajuste fiscal para o ciclo 2026-30, **a credibilidade era parte essencial do processo de ancoragem.**

**No entanto, a credibilidade sofreu um abalo com a mudança das metas em abril, que levou as disparadas do dólar, das expectativas de inflação e dos juros futuros.** Diante do fracasso do pacote em recuperar parte da credibilidade perdida, o dólar passou de R\$ 6,00 e a taxa da NTN-B 2050 está perto de 7,0% ao ano — mesmo nível do estresse do final do governo Dilma.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Os ministros políticos e o marqueteiro induziram o presidente Lula a um erro grave. A foto, ou seja, as pesquisas captam a boa performance da economia nos últimos dois anos, mas a deterioração fiscal já contratou uma piora relevante para 2025 e 2026. A estratégia desconsiderou que a continuidade do crescimento com inflação sob controle e juros em queda são elementos essenciais na construção de uma candidatura incumbente bem-sucedida nas próximas eleições presidenciais.

Ao desidratar o ajuste e, à revelia da área econômica, incluir a isenção do IR no pacote, o governo comprometeu a continuidade do cenário benigno em 2025 e 2026. Enquanto a expectativa era de que a forte alta do dólar fosse temporária, a indústria e o varejo não a repassavam para os preços. Agora, com a percepção de que R\$ 6,00 é o novo patamar do dólar e com a economia ainda aquecida, o repasse cambial vai acelerar a inflação e as expectativas.

O Banco Central foi obrigado a reagir de forma mais dura, acelerando e alongando o ciclo de aperto de juros, sob o risco de perdermos também a âncora monetária. Em função disso, os investimentos vão arrefecer, a economia vai desacelerar e o desemprego vai aumentar — um quadro que será acompanhado por uma queda nas taxas de aprovação do governo. **Isso aumentará o temor que o viés populista leve a uma repetição da fase terminal do governo Dilma, quando o desequilíbrio fiscal desorganizou a economia.**

Antes do anúncio do pacote, víamos uma chance de 45% para um Cenário Otimista no qual o pacote fiscal produziria um choque de credibilidade e uma reversão das expectativas, repetindo o êxito do arcabouço fiscal em 2023. No entanto, a percepção de que considerações políticas de curto-prazo dominaram o processo decisório nos levou a zerar a probabilidade do Cenário Otimista.

Gráfico 6

Cenário				Otimista			Base			Pessimista
Fiscal - medido pelo primário no Focus				Focus			Focus estável			Focus piora
Meta de Inflação - medida pelas expectativas				BC busca			BC busca meta			BC aceita desvio
Probabilidades				0%			60%			40%
Variáveis Macro	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2025p	2026p	2025p	2026p	
PIB (% a.a.)	3,00	3,20	3,60	2,50	2,50	1,50	1,80	0,50	0,50	
IPCA (% a.a.)	5,80	4,60	5,00	3,25	3,00	5,20	3,70	6,20	7,00	
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	12,25	11,00	9,50	14,00	11,00	14,50	14,50	
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,22	4,84	5,90	5,47	5,52	6,09	6,19	6,50	7,00	
Juro Real (% a.a.)	7,72	6,84	6,90	7,51	6,31	7,41	7,04	7,82	7,01	
Resultado Primário (% PIB)	1,28	-2,30	-0,70	-0,25	-0,25	-0,70	-0,50	-1,10	-1,30	
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,7	74,3	78,5	82,5	85,7	82,5	87,2	85,9	93,6	
Varição Anual Dívida / PIB	-6,3	2,6	4,2	4,0	3,2	4,0	4,7	7,4	7,7	

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

### O novo Cenário Base — agora com 60% de probabilidade — tem mais inflação, mais juros e menos crescimento.

A projeção para a taxa de câmbio foi revisada para R\$ 5,90 por dólar no fechamento de 2024 e, a partir daí, o câmbio segue a inflação e fecha em R\$ 6,10 e R\$ 6,20 em 2025 e 2026, respectivamente.

Diante da disparada do dólar em uma economia ainda aquecida e com expectativas desancoradas, as projeções de IPCA para 2025 e 2026 subiram de 4,7% e 3,3% para 5,2% e 3,7%, respectivamente.

Esse quadro exige um ajuste mais rápido e prolongado da taxa Selic. O Banco Central deverá elevar a taxa Selic em 100 pontos base nas duas próximas reuniões e encerrar o ciclo com uma alta de 50 p.b. em maio de 2025, com a taxa Selic em 14,75% ao ano.

**Os déficits e o risco subjacente estão fazendo com que financiar o governo sugue o oxigênio da economia.** Com o aumento da Selic, a taxa real de juros sobe muito e o aperto das condições financeiras provocará uma queda abrupta do crescimento para 1,5% em 2025 e para 1,8% em 2026.

Ao mesmo tempo, a prevalência de conselheiros que não temem repetir o roteiro do governo Dilma nos levou a subir a probabilidade do Cenário Pessimista de 5% para 40%. Este cenário tornou-se uma ameaça real, em especial, se o governo ampliar o confronto com a realidade e insistir com programas como vale gás ou o programa para banheiros que, independentemente do mérito, agravem o desequilíbrio fiscal.

Culpar o mercado pelas consequências da irresponsabilidade fiscal é uma marca registrada dos populistas na América Latina. Mas quem olhar os dados de maneira serena vai identificar que **a piora está relacionado à mudança da política fiscal em abril, pois, até o momento em que o compromisso fiscal foi respeitado, o dólar e a percepção de risco permaneceram sob controle mesmo com o cenário externo mais adverso.**

A percepção de risco veio na esteira da mudança da meta e, mais recentemente, com a percepção de que as considerações de popularidade do governo tem precedência sobre a consistência da política e a formação das expectativas.

As incertezas diante da chance de desidratação do ajuste fiscal e a falta de clareza sobre o cronograma para a aprovação dos projetos levaram a um estresse brutal nos mercados. Mesmo após o Banco Central atuar no mercado de câmbio, o dólar à vista fechou em nova máxima histórica.

**A aprovação do pacote é essencial para estancar a deterioração, mas a recuperação da confiança requer uma mudança de abordagem do governo.** Negar a trajetória explosiva da dívida e ignorar os déficits nominais da ordem de 10% do PIB para culpar o mercado pelo aumento de risco, não vai resolver a crise de credibilidade. É preciso estancar o crescimento explosivo dos gastos com medidas estruturais, pois sem isso, a crise vai se aprofundar numa dinâmica similar à fase terminal do governo Dilma.

**No Cenário Pessimista, a dinâmica é similar à da fase terminal do governo Dilma. Nele, a tentativa de impulsionar a**

economia pelo gasto vai levar o dólar a R\$ 7,00, o IPCA para 7% e o PIB para 1% com a dívida subindo para a 93% do PIB gerando um quadro de dominância fiscal e crise econômica –

é do interesse de todos evitar esse desfecho horrendo, afinal só em 2028 a renda per capita retornará ao nível de 2013.

Gráfico 7

### Carteira Sugerida Monte Bravo

Dezembro - 24

Cenário Base			Perfil			
Classe	Benchmark	R[E] 12 m	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	14,2	70,0	30,0	<b>16,0</b>	13,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	17,0	10,0	20,0	<b>25,0</b>	25,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	16,7	20,0	21,0	<b>30,0</b>	32,0
Multimercado	IHFA	15,6		12,0	<b>7,0</b>	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX	16,8		5,0	<b>7,0</b>	7,0
Renda Variável	Ibovespa	10,7		5,0	<b>7,0</b>	10,0
Alternativos	Não possui	0,0		2,0	<b>3,0</b>	4,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds	6,4		5,0	<b>5,0</b>	5,0
<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.

### Estratégia de Ativos e Alocação com viés conservador

O novo cenário macroeconômico é bem mais desafiador e recomenda reforçar a postura conservadora. Embora o mais provável não seja uma crise, o cenário não favorece a tomada de riscos. A alta dos juros e a desaceleração da economia sugerem uma barra mais elevada em termos de perfil de investimento.

Não é o momento para investir em empresas altamente alavancadas sem as devidas garantias, pois o custo da dívida tende a permanecer elevado por um longo período. O ideal é focar em companhias com baixo endividamento e com posição dominante de mercado.

No Cenário Base, o governo evita exacerbar a incerteza e sinaliza disposição de fazer os ajustes necessários. A falta de credibilidade impede uma melhora substancial, mas os preços dos ativos param de desvalorizar. Assim, o CDI projetado para 2025 é de 14,2% ante um IPCA de 5,2%, ou seja, juros reais de 8,5%.

Na renda fixa, há muitas oportunidades tanto em títulos pós-fixados quanto nos indexados à inflação. No entanto, é crucial evitar debêntures ou Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) de empresas com balanços frágeis, pois representam um risco significativo nos próximos 2 a 3 anos.

A curva de juros pode recuar de 0,50 p.p. a 0,80 p.p. e o cupom da NTN-B 2045 pode cair para a faixa de 6,50%, refletindo uma melhora residual na percepção de risco — o que produzirá retornos de 14% a 15% no horizonte de 12 meses nos benchmarks da renda fixa.

Neste cenário, mesmo com juros mais altos e crescimento menor, o Ibovespa ainda teria fôlego para subir até os 138 mil pontos. Embora a perspectiva para o Ibovespa seja abaixo do CDI, muitas estratégias ativas podem levar a retornos bem acima disso. Por isso, faz sentido alguma alocação — preferencialmente com capital protegido.

Nos fundos imobiliários, o foco passa a ser a alocação em fundos de recebíveis. Além disso, o aumento da incerteza reforça a recomendação de buscar qualidade de crédito e times de gestão estruturados. As quedas recentes refletem a falta de profundidade do mercado, ainda dominado por pessoas físicas, mas a classe deve apresentar valorização moderada que, se somada aos dividendos isentos de IR, deve superar o CDI em 12 meses.

Com relação ao crédito, com inflação e juros mais altos, o carregamento de ativos de crédito fica mais atraente. Por outro lado, as empresas terão que arcar com juros maiores em suas despesas financeiras. Desta forma, faz sentido aumentar a exposição em crédito, principalmente o pós-fixado em CDI.



No entanto, mais do que nunca, é essencial uma curadoria para que a alocação seja feita com bastante diligência para se evitar empresas que tem maior alavancagem e/ou grande necessidade de se refinar no curto prazo.

Embora as projeções de retorno dos ativos, exceto o Ibovespa, superem o CDI, o ganho adicional projetado não justifica uma alocação ampla em ativos de risco. A recomendação passa a ser um portfólio mais defensivo, com um aumento expressivo na parcela pós e reduções em renda variável e dos fundos imobiliários. Além disso, aumentar a exposição a

ativos no exterior em dólar também é uma boa alternativa, pois esta alocação é uma das formas mais eficientes de diversificação.

- Aumento expressivo na parcela pós fixada;
- Reduções em renda variável e em Fundos Imobiliários;
- Aumento da exposição em dólar por seu papel diversificador.

## Cenário Macroeconômico

### Internacional

**A economia americana segue resiliente, impulsionada pelo crescimento do consumo e por um mercado de trabalho saudável.** Os dados de vendas do varejo e gastos das famílias indicam que o consumo está crescendo 3,1% em termos anualizados no 4º trimestre — desacelerando ligeiramente em relação à alta de 3,7% observada no 3º trimestre. O consumo tem sido sustentado pelo aumento do emprego e pelos ganhos de renda real e, juntamente com a posição favorável dos balanços familiares, têm mantido o consumo em níveis elevados.

**No entanto, os dados do mercado de trabalho mostram sinais de moderação nos últimos meses.** A média móvel de seis meses na criação de vagas desacelerou de 207 mil em junho para 143 mil em novembro. Como esse período foi marcado por eventos não recorrentes, como greves e furacões, avaliamos que a média móvel mais longa de seis meses oferece uma leitura mais precisa do grau de aquecimento do mercado de trabalho.

Nesse mesmo período, as empresas reduziram a oferta de vagas de 8,3 milhões em junho para 7,8 milhões em novembro, reforçando os sinais de desaceleração da atividade. A taxa de pedidos de demissão voluntária, que mede o grau de aquecimento do emprego, também desacelerou nesse período.

Esse arrefecimento do mercado de trabalho tem se refletido no núcleo de serviços ligados ao mercado de trabalho — que, após atingir o pico de 4,9% em abril, desacelerou para 4,3%

em novembro desse ano. O núcleo do PCE também sofreu impactos de eventos não recorrentes, como os furacões, e ficou estável em torno de 2,8% em termos anuais até novembro. **Parte dessas pressões, porém, são temporárias e deverão retroceder no início de 2025, com o núcleo recuando para 2,4% até o final do 1º trimestre do próximo ano.**

O balanço de riscos para a inflação está equilibrado, com o mercado de trabalho desaquecendo e os núcleos de inflação convergindo para a meta. Esse cenário deverá permitir que o Fed corte os juros em 25 pontos base na última reunião do ano, levando a taxa de juros para 4,50% ao ano.

A partir de janeiro, as decisões dependerão das medidas que serão anunciadas pelo novo governo. Nossa expectativa é que não haja deportação em massa de imigrantes ilegais e que os aumentos de tarifas se concentrem nos produtos chineses — no caso dos demais países, as tarifas devem ser um instrumento de pressão para negociações comerciais.

Caso essa expectativa se confirme, o impacto na inflação será limitado e permitirá que o Fed continue a reduzir os juros de forma cautelosa: cortes de 25 p.b. em reuniões alternadas, até alcançar 3,50% a.a. em dezembro de 2025.

**Na China, os dados de atividade do último trimestre do ano estão confirmando o impacto das medidas recentes de estímulo, em especial, na indústria e nos investimentos em infraestrutura.** Os indicadores já divulgados até novembro apontam para um crescimento de 5,00% em termos anuais no 4º trimestre, o que resultará em alta de 4,90% em 2024.

### **A perspectiva para 2025 dependerá da resposta do governo à política de imposição de tarifas do novo governo americano.**

No entanto, as indicações recentes do Politburo — principal instância política do governo — reforçaram a expectativa de novos estímulos nos próximos meses. No comunicado após a reunião, o Politburo afirmou que a política monetária deveria ser “moderadamente frouxa” e a política fiscal “mais pró-ativa”.

Essas referências são importantes, pois desde a crise de 2008 o termo “moderadamente frouxa” para a política monetária não é usado e, no caso da política fiscal, o termo “mais pró-ativa” foi usado somente durante a pandemia. Essa sinalização confirma a expectativa que medidas expressivas de estímulo deverão ser adotadas após o anúncio das tarifas pelo novo governo de Donald Trump.

### **Mantemos nossa projeção de crescimento de 4,50% para 2025. A depender do conjunto de medidas a ser anunciado, porém, o crescimento poderá permanecer em torno de 5,00%.**

#### **Brasil**

A fragilização da âncora fiscal após o anúncio das medidas fiscais aumentou as incertezas em relação à economia a partir de 2025. A decisão de combinar o pacote de ajuste fiscal com a isenção do Imposto de Renda para rendimentos mensais de até R\$ 5 mil gerou forte reação negativa devido aos sinais contraditórios das medidas.

Embora as iniciativas anunciadas estejam na direção correta, seu impacto parece superestimado. **O governo projeta um efeito de R\$ 71,9 bilhões entre 2025 e 2026, mas nossa avaliação aponta para uma redução efetiva dos gastos entre R\$ 40 e R\$ 50 bilhões.**

**É importante ressaltar que as medidas não alteram a trajetória projetada para o resultado primário nos próximos anos, apenas garantem o funcionamento do arcabouço** fiscal até o final de 2026. Elas asseguram que os gastos obrigatórios crescerão em um ritmo compatível com a manutenção de espaço para os gastos discricionários. Caso contrário, os investimentos públicos e os gastos para a manutenção das atividades do governo poderiam ser comprimidos.

Em relação à isenção do IR, houve um erro ao anunciar uma renúncia fiscal junto às medidas de ajuste. O principal risco é que, durante a tramitação no Congresso, a isenção seja aprovada enquanto as medidas de compensação sejam desidratadas.

Mantemos a expectativa de déficits primários de 0,7% e 0,5% do PIB para 2025 e 2026, respectivamente. Nesse cenário, a

dívida pública continuará em trajetória ascendente, alcançando 78,5% do PIB em 2024 e chegando a 87,2% do PIB em 2026.

No curto prazo, os dados de atividade seguem positivos. A taxa de desemprego atingiu o menor nível histórico, a massa salarial está em patamar recorde e o crescimento projetado para o quarto trimestre tem superado as expectativas. A taxa de desemprego caiu para 6,5% em outubro, em termos desazonalizados, refletindo o forte aumento da ocupação. Esse movimento, combinado com ganhos reais nos salários, elevou a massa salarial para um recorde de R\$ 329 bilhões em outubro.

O bom desempenho das vendas do varejo (+0,9%) e do setor de serviços (+1,1%) na margem em outubro reflete a robustez do mercado de trabalho. Diante disso, a projeção do PIB para o quarto trimestre foi revisada de 0,2% para 0,6% na margem — o que eleva o crescimento anual de 3,4% para 3,6% em 2024.

**Apesar dos resultados positivos de atividade, a fragilização da âncora fiscal adicionou pressão à âncora monetária, resultando em um ciclo de aperto de juros mais intenso do que o antecipado.** A alta de 100 p.b. esperada para a última reunião do Copom foi confirmada. Contudo, a deterioração do balanço de riscos para a inflação levou à revisão da taxa Selic terminal, de 14,25% para 14,75% ao ano. Também revisamos o ritmo de aumento dos juros, prevendo agora duas altas de 100 p.b. nas reuniões de janeiro e março de 2025, seguidas por uma elevação de 50 p.b. em maio — alcançando 14,75% a.a.

Com uma expectativa de alta de 5,2% para o IPCA em 2025, **a taxa de juros real média do ano será de 8,6% ao ano — o que deverá desacelerar a economia ao longo do período.** A projeção de crescimento do PIB para 2025 foi revisada de 2,0% para 1,5%.

O anúncio do pacote fiscal elevou o prêmio de risco da economia e resultou em uma taxa de câmbio mais depreciada. As contas externas, contudo, seguem sólidas, com um superávit comercial elevado e o déficit em conta corrente financiado por investimentos diretos estrangeiros.

Ainda assim, **as incertezas fiscais deverão manter a taxa de câmbio mais depreciada do que anteriormente estimado.** Revisamos a projeção para o câmbio de R\$ 5,80 para R\$ 5,90 por dólar no fechamento de 2024. Com o câmbio constante em termos reais, as projeções para 2025 e 2026 também foram ajustadas: de R\$ 5,96 e R\$ 6,03 para R\$ 6,09 e R\$ 6,19 por dólar, respectivamente.

## Renda Variável

Em nossa última Carta Mensal de 2024, vamos novamente atualizar os números para o ano de 2025. Conforme já discutido nas seções de Estratégia e Economia, a divulgação do Pacote Fiscal acabou frustrando a expectativa dos agentes do mercado.

O novo cenário resultou na piora de algumas variáveis macroeconômicas importantes no cenário base. Essa piora nos levou a reavaliar nosso Preço Alvo para o Ibovespa em 2025, uma vez que eliminamos o cenário otimista e aumentamos a probabilidade do cenário pessimista — no qual o Ibovespa recuará para 100 mil pontos.

O alvo do novo cenário base foi reduzido pois, além da Selic mais elevada por mais tempo, espera-se um múltiplo mais

baixo para o IBOV — o que nos leva ao novo preço alvo de 138 mil pontos em doze meses.

Nesse cenário de Selic mais elevada, e por mais tempo, temos um aumento nas despesas financeiras o que acaba por reduzir o lucro para companhias que carregam balanços mais alavancados, além disso, num cenário de maiores juros, devemos ter algumas derivadas que são mais complexas de estimarmos, porém podemos esperar uma desaceleração no crescimento de receitas de alguns setores, principalmente os mais sensíveis a juros, uma desaceleração no crescimento do crédito e uma redução nos investimentos, a interação entre essas variáveis também deve impactar o crescimento dos lucros para os próximos anos e num cenário de crise, poderíamos ter impactos não desprezíveis.

Gráfico 8

### Cenários IBOVESPA - 2025

	Pessimista	Base
Projeção LPA 2025 (R\$/ ação)	16.000	17.250
Múltiplo - Preço/Lucro	6,25	8
Ibovespa projetado (2025)	100 mil pontos	138 mil pontos

Elaboração e Projeção: Monte Bravo.

**Nesse cenário bastante desafiador, continuamos reforçando nossa estratégia de alocação defensiva.** No começo do mês, inclusive, realizamos uma alteração relevante de posições na Carteira de Ações Monte Bravo, pois decidimos aumentar ainda mais nosso conservadorismo nas posições que carregamos em nossas teses estruturais. Também aproveitamos o bom momento da economia americana para aumentar ainda mais nossa posição em dólares nos EUA.

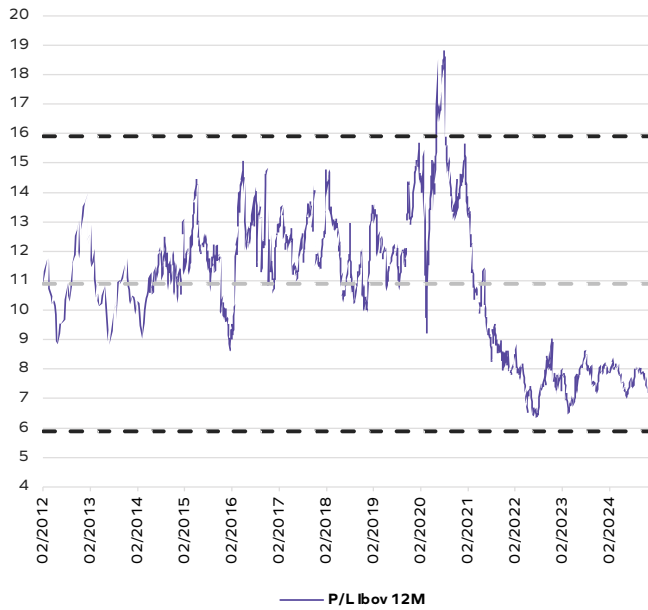
**Nosso conservadorismo se traduz em posições que possuem receita dolarizada** — sejam elas commodities ou outras fontes de receita —, bancos com pouca exposição a classes mais baixas e com um balanço sólido, seguradoras — um dos poucos setores com algum benefício real com a Selic mais alta —, e exposição 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.

Continuamos gostando do setor de incorporação, principalmente o de baixa renda. No entanto, as melhores empresas que operam nesse segmento já estão em níveis de preços que dão menos conforto para enfrentarem um cenário desafiador, que deve vir do aumento de matérias primas — que já começamos a notar ao acompanhar o INCC e podem impactar suas margens em 2025. Desta forma, estamos mais diligentes com alocações nesse segmento.

Gráfico 9a

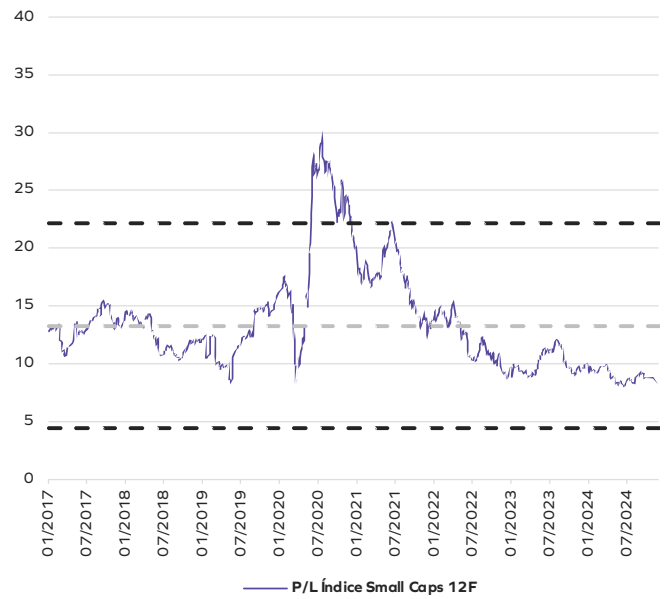
**Índice Bovespa = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses**



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 9b

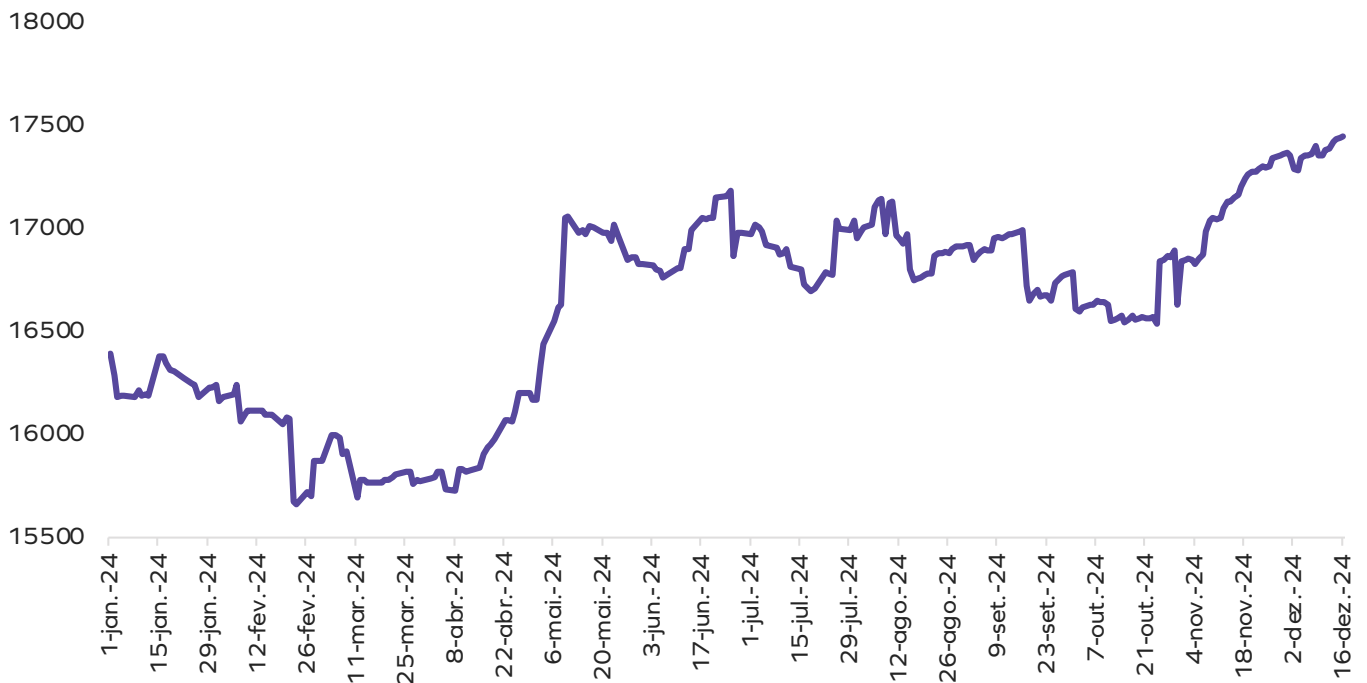
**Índice Small Caps = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses**



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

# Fundos Imobiliários

Em nossa última Carta Mensal de 2024, vamos tentar racionalizar o momento que estamos vivendo em relação aos Fundos Imobiliários — que hoje é uma das piores classes de ativo do mercado brasileiro no ano.

Como comentamos em outros relatórios, temos preferência pela alocação em recebíveis, pois enxergamos uma relação entre risco e retorno ligeiramente mais favorável no curto prazo e um carregamento bastante interessante.

Hoje, nos preços de tela, temos diversos fundos grandes, diversificados e com boa qualidade de crédito rodando com uma TIR projetada de IPCA + 12%. Esses números são muito altos e uma oportunidade de alocação bastante interessante.

Não tivemos uma hecatombe no mercado de crédito, com poucos fundos apresentando eventos de inadimplência. Também julgamos como exagerados os movimentos dos últimos 45 dias, que abriram uma janela de oportunidades interessante.

**Conforme comentamos em algumas de nossas cartas anteriores, víamos com uma certa cautela a empolgação do começo do ano com alguns fundos de tijolo.** Nós entendíamos que a precificação vinha muito mais das expectativas de uma redução na Selic do que de uma melhora na renda imobiliária dos ativos — que estavam em um momento mais favorável graças à distribuição de lucro de vendas de ativos, que são eventos não recorrentes.

Desta forma, a partir do momento que tivemos uma alteração nas expectativas de redução de juros para manutenção e, posteriormente, aumentos nos juros, parte da tese de compressão de cap rates se desfez — o que pressionou a cotação dos fundos de tijolo. Além disso, simultaneamente, uma parte dos fundos que estavam distribuindo lucros não recorrentes diminuiu a distribuição de seus dividendos, já que esses recursos foram consumidos.

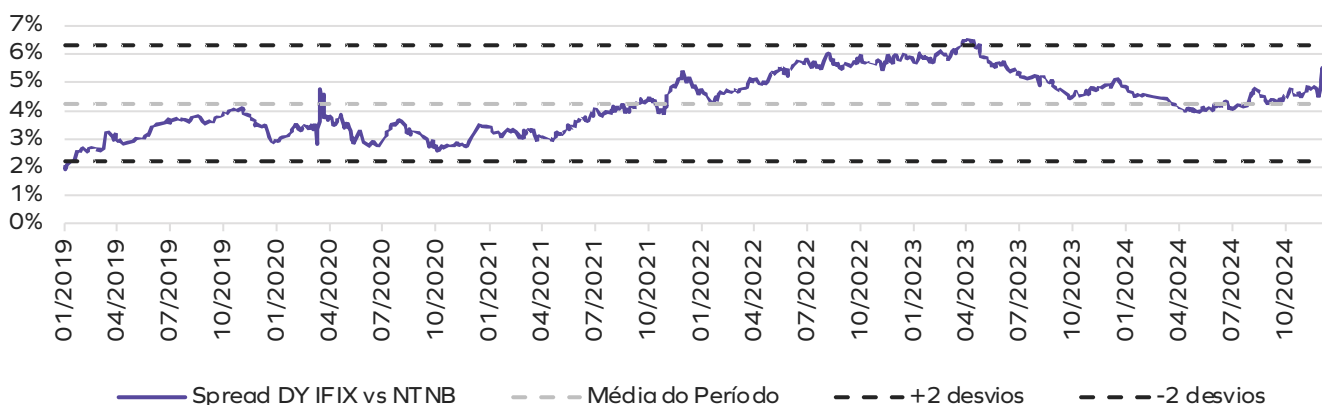
**Hoje, depois dessa forte correção, temos a seguinte situação: (i) ativos tem negociado em um valor por m<sup>2</sup> bem abaixo do custo de reposição; (ii) métricas operacionais continuam em patamares saudáveis — vacância, aluguel por m<sup>2</sup>, revisionais reajustadas para cima, etc —; e (iii) carregamento dos dividendos está em patamares interessantes.**

Apesar disso, entendemos que a janela para alocação em tijolos deve se estender pelos próximos trimestres. Além disso, apesar de não ser nosso cenário base, a deflagração de uma crise fiscal resultaria em uma piora nas métricas operacionais dos fundos. Nesse sentido, continuamos com a preferência por alocações em logística, shoppings, renda urbana e lajes corporativas nessa sequência.

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

Spread DY IFIX vs NTN35

Gráfico 9



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

## Renda Fixa

A estratégia do governo de anunciar o pacote de medidas fiscais simultaneamente à discussão da isenção de Imposto de Renda para rendimentos mensais de até 5 mil reais elevou o prêmio de risco do cenário, pressionou a curva de juros futura e depreciou a taxa de câmbio. A decisão do Copom de elevar a taxa de juros 100 p.b. e sinalizar mais duas altas da mesma magnitude nas próximas reuniões impactou os vencimentos mais curtos da curva futura de juros.

**A precificação do mercado futuro para a taxa Selic terminal atingiu 16,00% na última sexta-feira (13).** Esse patamar reflete o prêmio de risco que o mercado está exigindo para fazer frente às incertezas do cenário. Após a decisão do Copom, revisamos nossa expectativa da taxa Selic terminal de 14,25% para 14,75% a.a., que deve ser atingida em maio de 2025.

Nos Estados Unidos, ainda que tenha reduzido a expectativa para dois cortes de juros em 2025, o mercado continua precificando a possibilidade de um corte de pelo menos 25 p.b. na última reunião do Federal Reserve (Fed) deste ano. Mantemos a avaliação de que o Fed será mais cauteloso, optando por realizar um corte de 25 p.b. em dezembro deste ano.

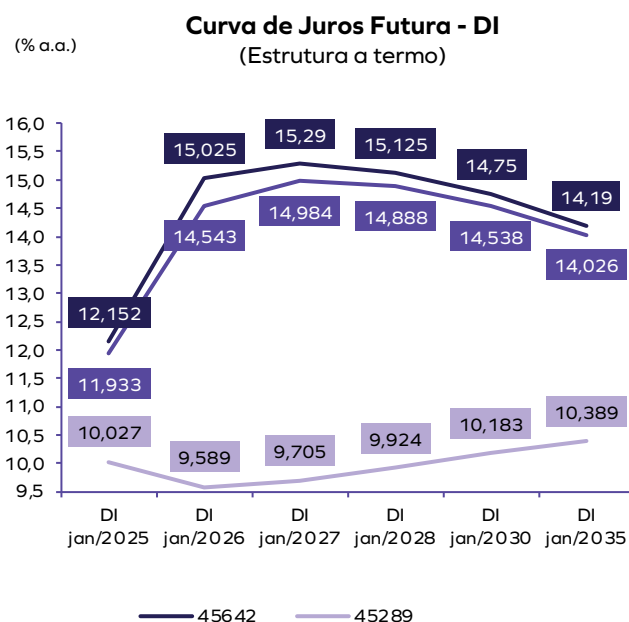
Ao longo de 2025, o Fed deve adotar cortes alternados entre as reuniões, com o primeiro previsto para março. Nossa expectativa é de um total de 100 p.b. de cortes ao longo de 2025, embora reconheçamos a incerteza quanto ao impacto das medidas a serem anunciadas pelo novo governo Trump a partir do dia 20 de janeiro de 2025.

**Os cupons das NTN-Bs de longo prazo também foram pressionados pelas incertezas fiscais.** A NTN-B com vencimento em 2050 registrou alta no seu cupom — de 6,77% a.a. na metade de novembro para 6,98% a.a. na última sexta-feira.

Mantemos a avaliação de que o nível atual dos cupons não é sustentável do ponto de vista fiscal, mas a indefinição sobre as votações das medidas fiscais no Congresso e a eventual redução do impacto de algumas medidas poderão manter a curva de cupons das NTN-Bs pressionadas.

Consideramos que os ativos de renda fixa estão com prêmio elevado em relação ao nosso cenário. Dado o nível de incerteza elevado, porém, as alocações em títulos pós-fixados ou em títulos indexados à inflação são preferidas em relação aos títulos prefixados. Com relação ao crédito privado, temos preferência por emissões CDI+ de empresas com boa avaliação de rating. A curadoria na escolha desses créditos é ainda mais importante nesse momento do cenário.

Gráfico 13



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.