



BRAZIL INVESTMENT
OUTLOOK 2025

AJUSTE
DE CONTAS

2024

Um ANO em
RETROSPECTIVA



Powered by chatgpt

Retrospectiva 2024

ALGUNS NÚMEROS (ATÉ 29/11)

6,2%

Foi a **taxa de desemprego** registrada em outubro de 2024, atingindo o menor valor da série histórica iniciada em 2012.

R\$347,3 bilhões

Foi a **captação líquida dos fundos de renda fixa** até o fechamento de novembro. Este *inflow* na classe de ativo veio principalmente dos fundos Multimercados.

R\$9 trilhões

Foi o valor da **dívida bruta** atingida em outubro de 2024, o que representa 78,6% do PIB.

No início do ano essa proporção era de 74,4%. Já no início do mandato Lula 3, esse número era de 71,7%.

6,67%

É a **inflação implícita de 5 anos** no fechamento de novembro vs. 4,96% no começo de 2024.

1,52%

Era a expectativa Focus para o **PIB de 2024** em dezembro de 2023.

Em novembro de 2024, essa projeção está em 3,22%, representando uma surpresa positiva de mais de 100% no ano.

18,7%

Foi a **desvalorização do Real** até 29/11, impulsionado principalmente pelas incertezas fiscais.

14,85%

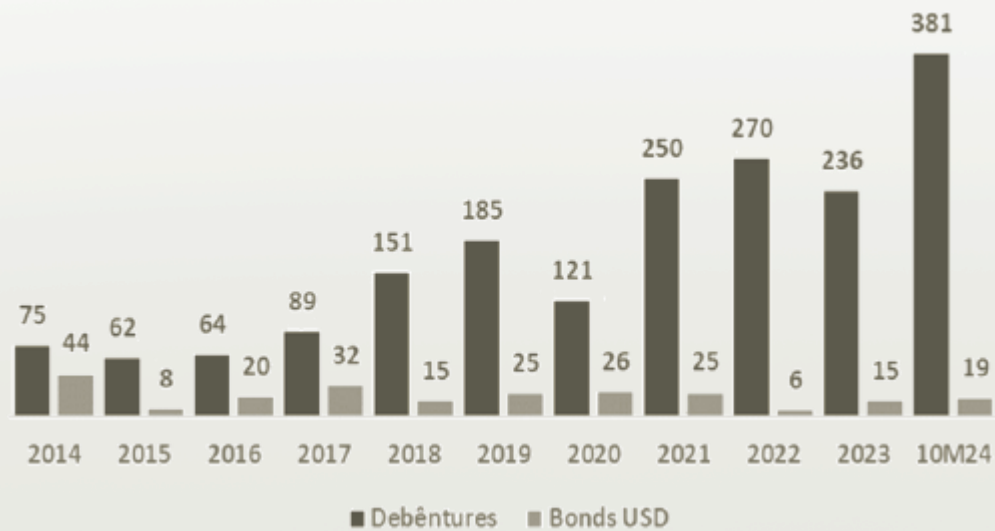
Era o **juro terminal** precificado na curva de juros futuros para o 1º semestre de 2025 em 29/11. No início do ano, a curva precificava ao redor de 9% para esse período.

Retrospectiva 2024

FLUXO VAI PARA O CRÉDITO

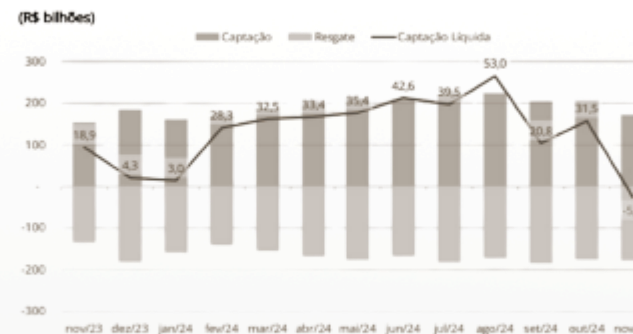
- A indústria de fundos de crédito privado apresentou fortes ingressos de recursos ao longo do ano, comprimindo os spreads, e impulsionando o mercado primário que atingiu patamar recorde de novas ofertas.
- O principal indicador de qualidade de crédito das empresas teve pouca variação ao longo do ano, apesar do cenário macro favorável para os balanços das companhias.

EMISSÃO DE TÍTULOS CORPORATIVOS (R\$ BILHÕES)



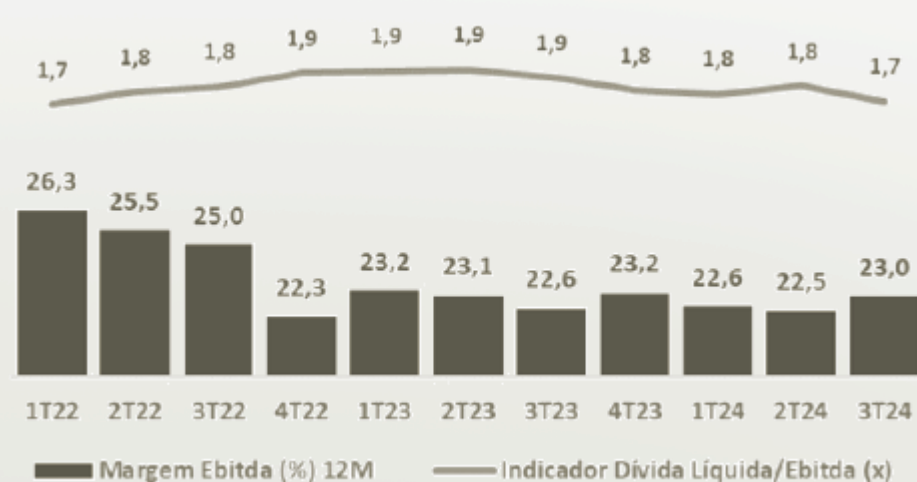
Fonte: Anbima, Bradesco BBI

CAPTAÇÕES LÍQUIDAS NO MÊS EM R\$ BI



Fonte: Economática, Banco ABC

QUALIDADE DE CRÉDITO



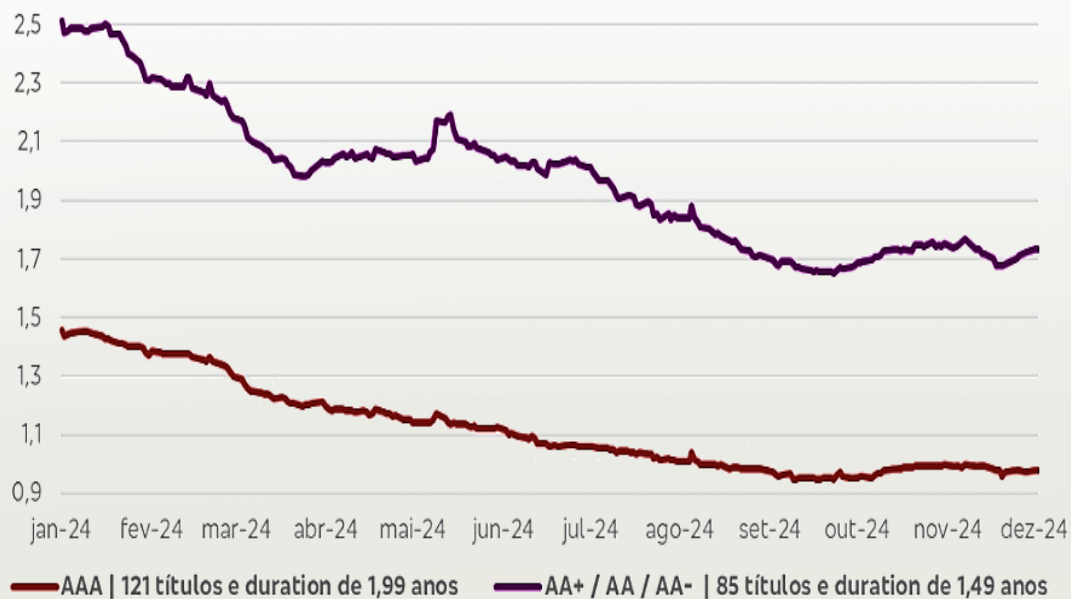
Fonte: Bradesco BBI

Retrospectiva 2024

SPREADS COMPRIMEM E ATINGEM AS MÍNIMAS

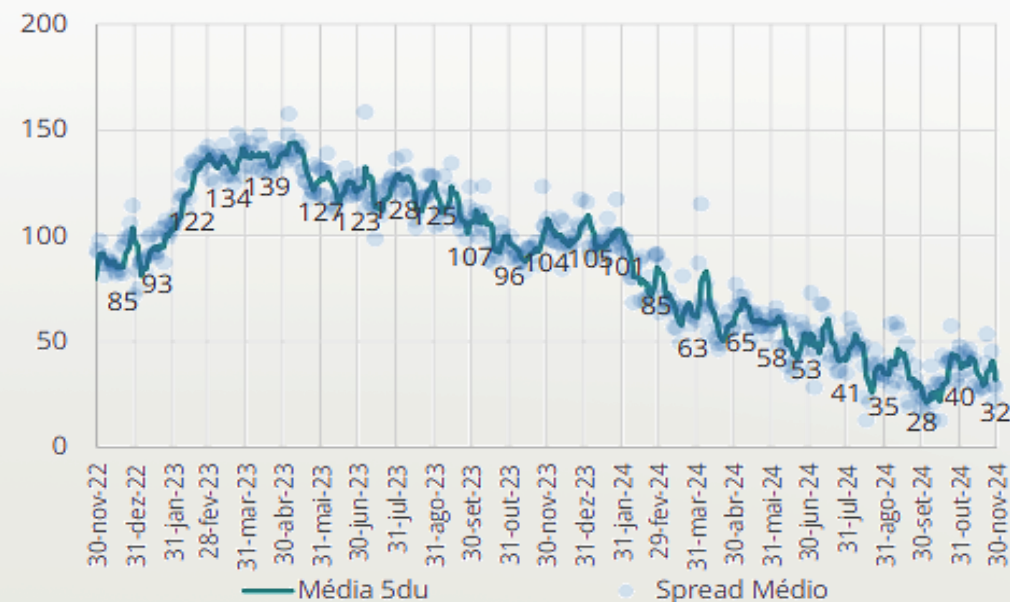
- Ao longo de 2024 vivenciamos um forte fechamento dos spreads de crédito nos papéis institucionais e isentos. Os maiores contribuidores para esse movimento foram as mudanças na carência das LCIs e LCAs, e os constantes ingressos de recursos para os fundos de renda fixa e fundos dedicados a crédito privado.

SPREAD DE CRÉDITO - TÍTULOS INSTITUCIONAIS



Fonte: Anbima, Banco ABC, Bradesco BBI

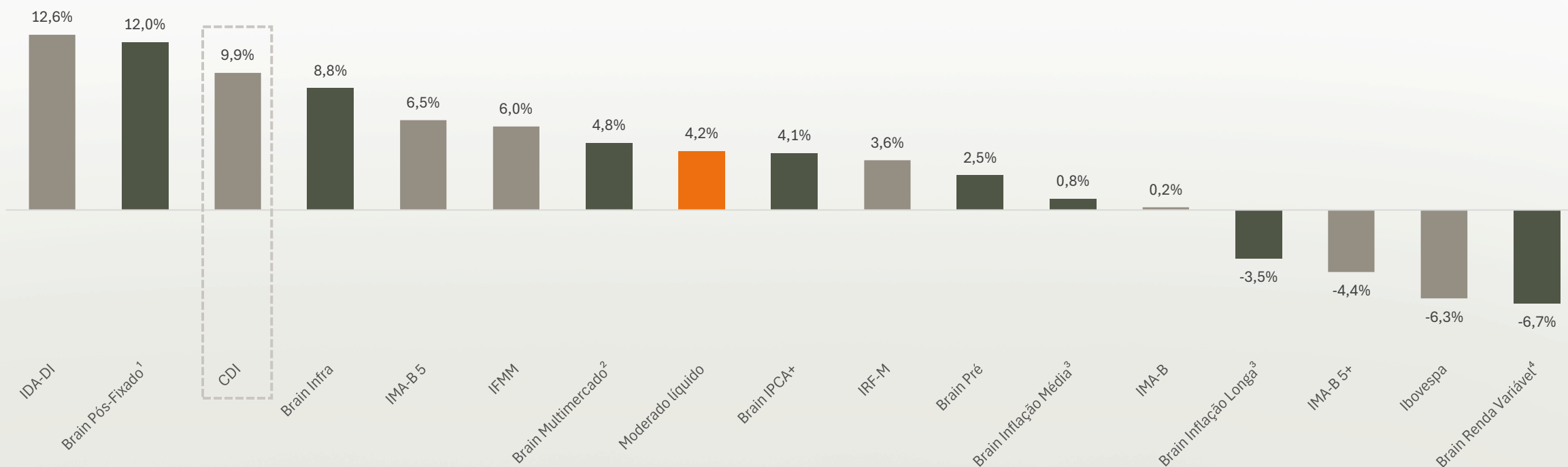
SPREAD OVER NTN-B - TÍTULOS ISENTOS



Retrospectiva 2024

PERFORMANCE DOS ATIVOS YTD (ATÉ 29/11)

- Apesar dos desafios, a única classe de ativo que conseguiu **superar o CDI** até o fechamento de novembro foi a **Renda Fixa Pós-Fixada**, com o mix das estratégias de crédito (high grade e FIDC) rendendo ~122% do CDI.
- A classe de ativo que **mais sofreu** foi a **Renda Variável**, com performance negativa superior a 6% até a data.



¹ Mix Brain DC e Brain CP

³ Considera troca de vértices NTN-B ao longo do ano

² Mix Brain Macro, LS e Quant)

⁴ Mix Brain LO e Brain LB

Cenário Base

INVESTIMENTOS & Visões Macro

2025

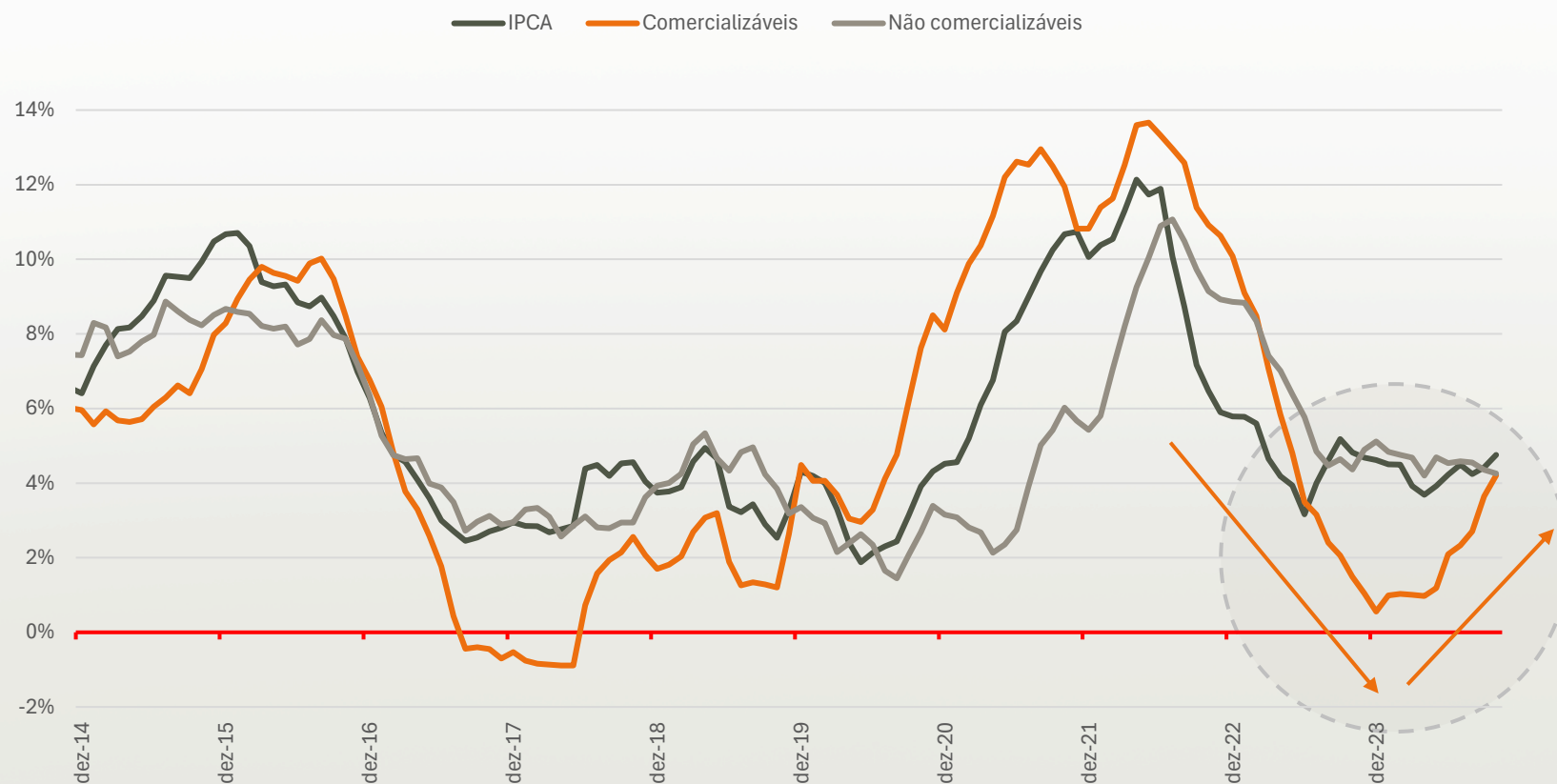


Powered by chatgpt

Fundamentos da inflação

BENS COMERCIALIZÁVEIS VOLTANDO A PRESSIONAR

Desinflação de bens foi um impulso importante no pós pandemia, mas agora essa tendência parece estar se revertendo.

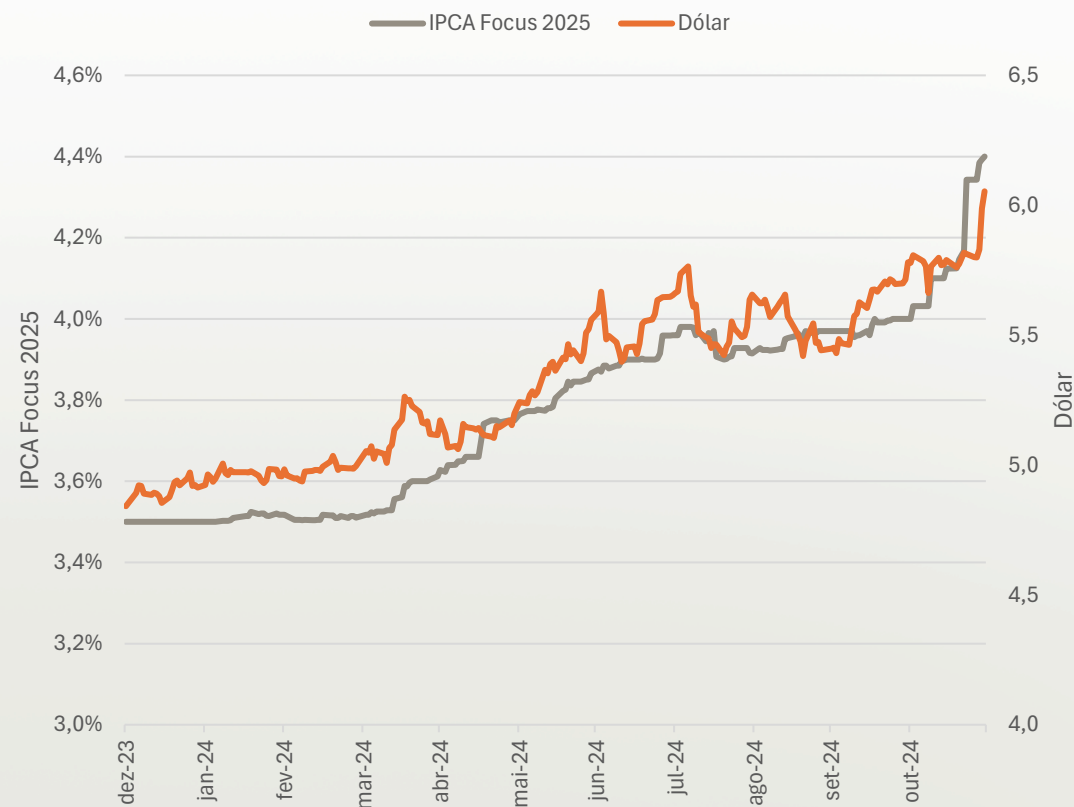
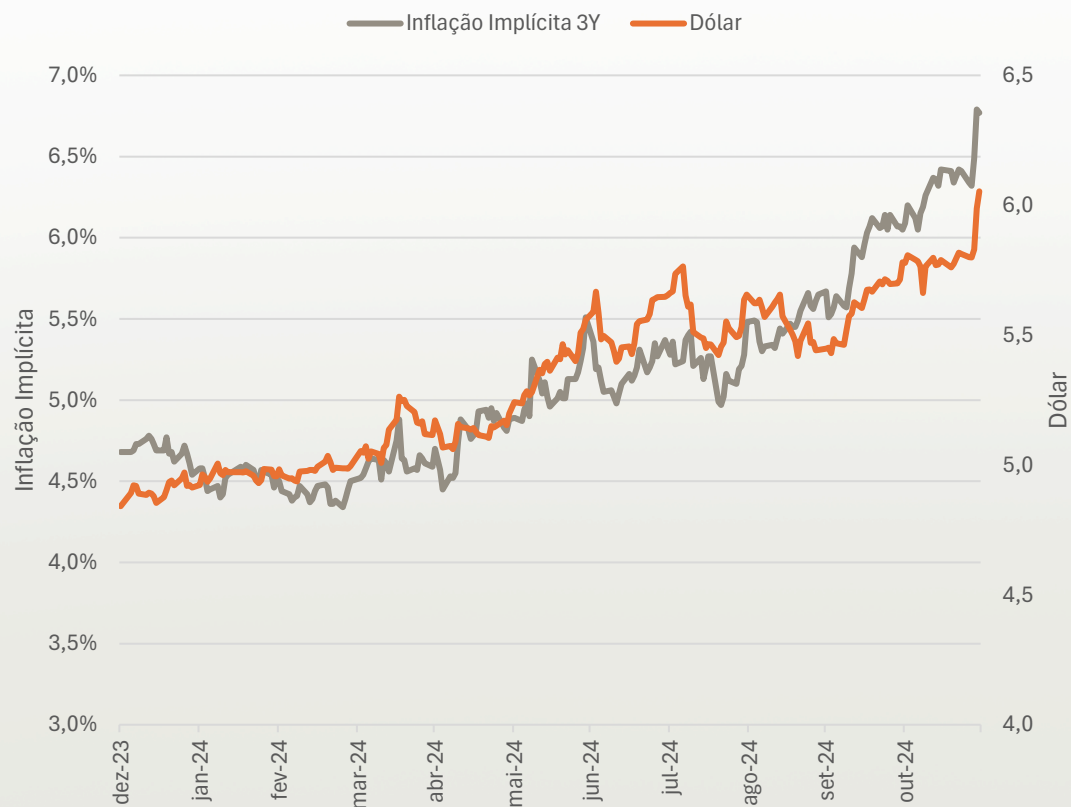


- Seguido do pico de inflação pós pandemia, o processo desinflacionário começou tanto na parte de Bens (comercializáveis) como na parte de Serviços (não comercializáveis).
- A parcela de Bens seguiu caindo, com a reabertura da China exportando desinflação para o mundo, enquanto Serviços estacionou acima da meta.
- Falou-se muito sobre uma desinflação em duas fases: Serviços demoraria mais a cair até que a política monetária mais restritiva pudesse fazer seu efeito.
- Entretanto, Serviços segue em níveis acima da meta e, com a queda em Bens deixando de ajudar e se transformando em alta, o momento positivo para desinflação deve ser desafiado.

Fundamentos da inflação

DESANCORAGEM DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO

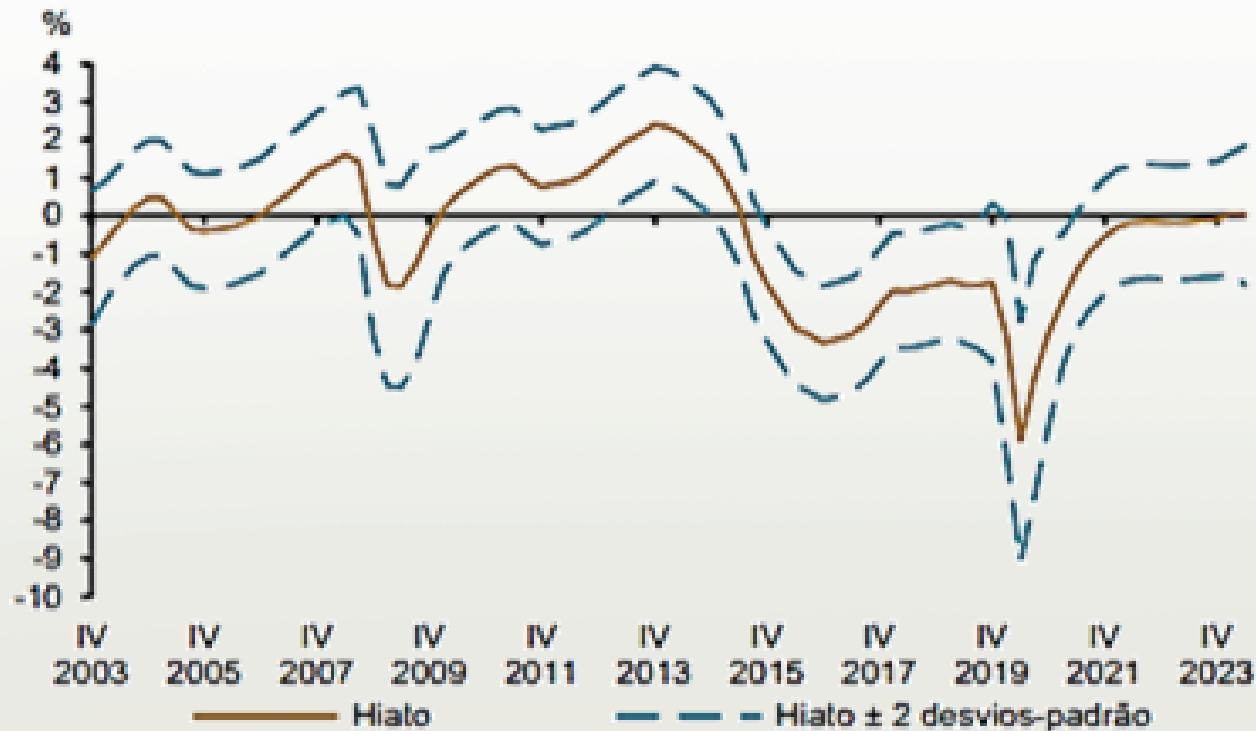
Falta de credibilidade fiscal e desvalorização do real adicionam pressão inflacionária e tanto economistas quanto o mercado têm revisado suas expectativas de inflação para cima – mais longe da meta de 3%.



Fundamentos da inflação

ATIVIDADE A TODO VAPOR

Crescimento brasileiro tem resistido à política monetária contracionista, com os estímulos fiscais do governo mantendo o aquecimento da economia.



Obs.: Dados do gráfico: 2003T4–2024T2.

- O hiato do produto é a diferença entre o crescimento realizado e o crescimento potencial de uma economia.
 - Quando o hiato está acima de zero estamos em períodos de expansão e crescimento acima do potencial – e isto é inflacionário.
 - Quando temos valores negativos estamos em períodos de recessão, com crescimento abaixo do potencial – o que puxa a inflação de volta para baixo.
- As estimativas do Banco Central apontam que o Brasil tem crescido próximo do seu potencial. Isso é problemático, uma vez que o que é necessário hoje para a convergência da inflação para a meta seria uma economia crescendo abaixo do seu potencial.
- Esse cenário pede juros mais altos para desaquecer a economia e menos estímulos fiscais – algo que o governo não parece querer entregar.

O Dilema do Banco Central

O GUARDIÃO DA CREDIBILIDADE?

Na ausência de uma política fiscal crível, o BC é obrigado a subir os juros para conter a inflação, as expectativas de inflação e a depreciação do real.

- O cabo de guerra entre o Banco Central – com sua política monetária restritiva – e o Governo Federal – com sua política fiscal expansionista – resulta em um quadro complexo onde os custos de trazer a inflação para a meta aumentam cada vez mais com o passar do tempo.
- O custo econômico é uma desaceleração forte da atividade com juros reais elevados. Além do impacto econômico, isso gera uma piora significativa no quadro fiscal do país – maiores despesas com juros aceleram o crescimento da dívida pública.
- O custo político é fazer isso com as eleições de 2026 se aproximando e uma forte pressão política para manter o crescimento elevado.



Como chegamos até aqui?

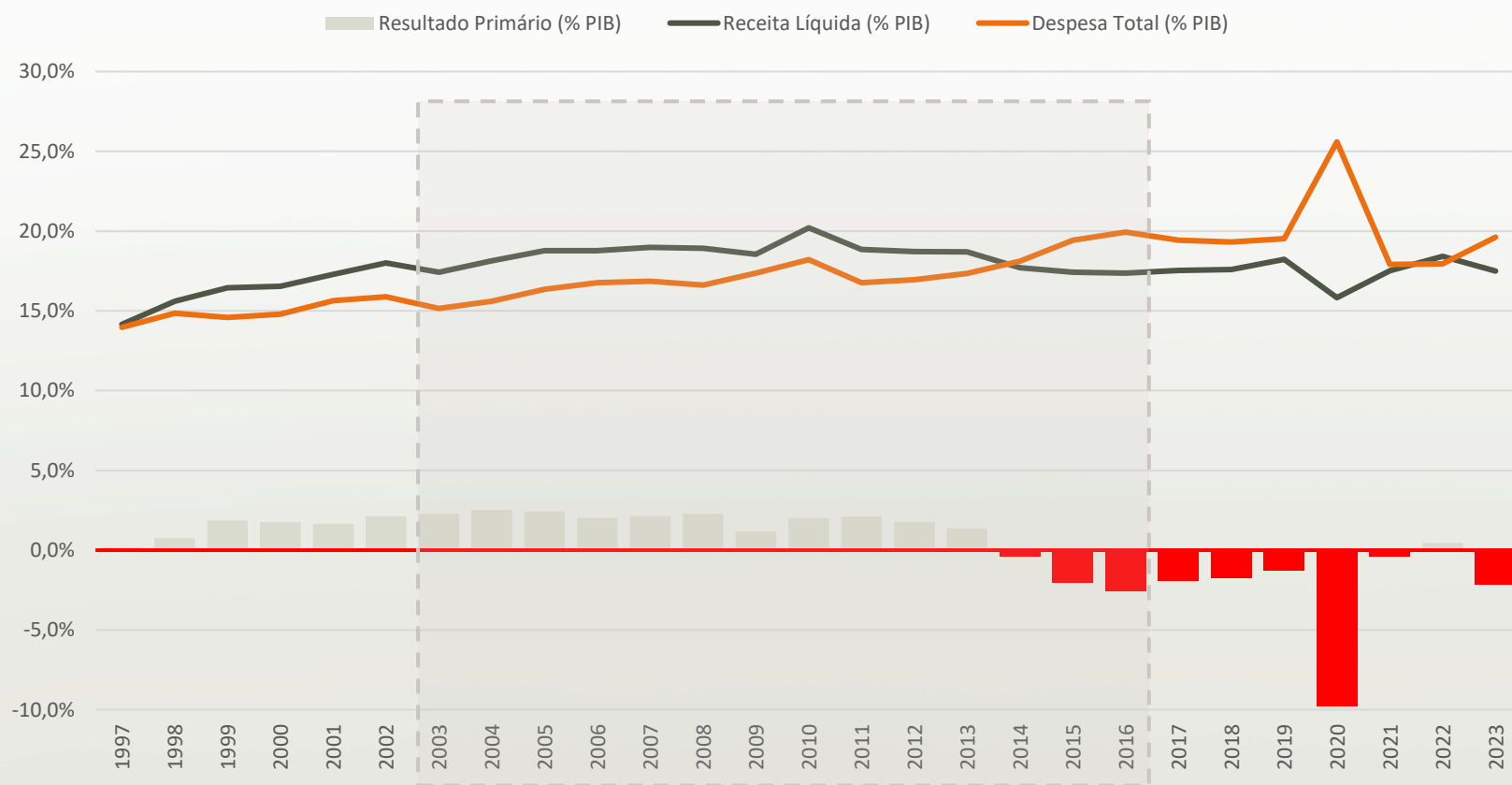
UMA HISTÓRIA RECENTE DO NOSSO FISCAL



Como chegamos até aqui?

UMA HISTÓRIA DO NOSSO FISCAL

“Nada é tão permanente quanto um programa temporário do governo” – Milton Friedman.



• 2003–2008 (Governos Lula):

- Superávits fiscais, com crescimento econômico e redução da dívida pública.
- Aumento de gastos sociais.
- Boom das commodities: aumento das exportações e da arrecadação tributária financiando os gastos públicos.

• 2009–2013 (Governos Lula e Dilma):

- Recessão global (2008): Brasil adota pacotes de estímulo fiscal para sustentar o crescimento.
- Aumento do gasto público com gastos sociais e infraestrutura.

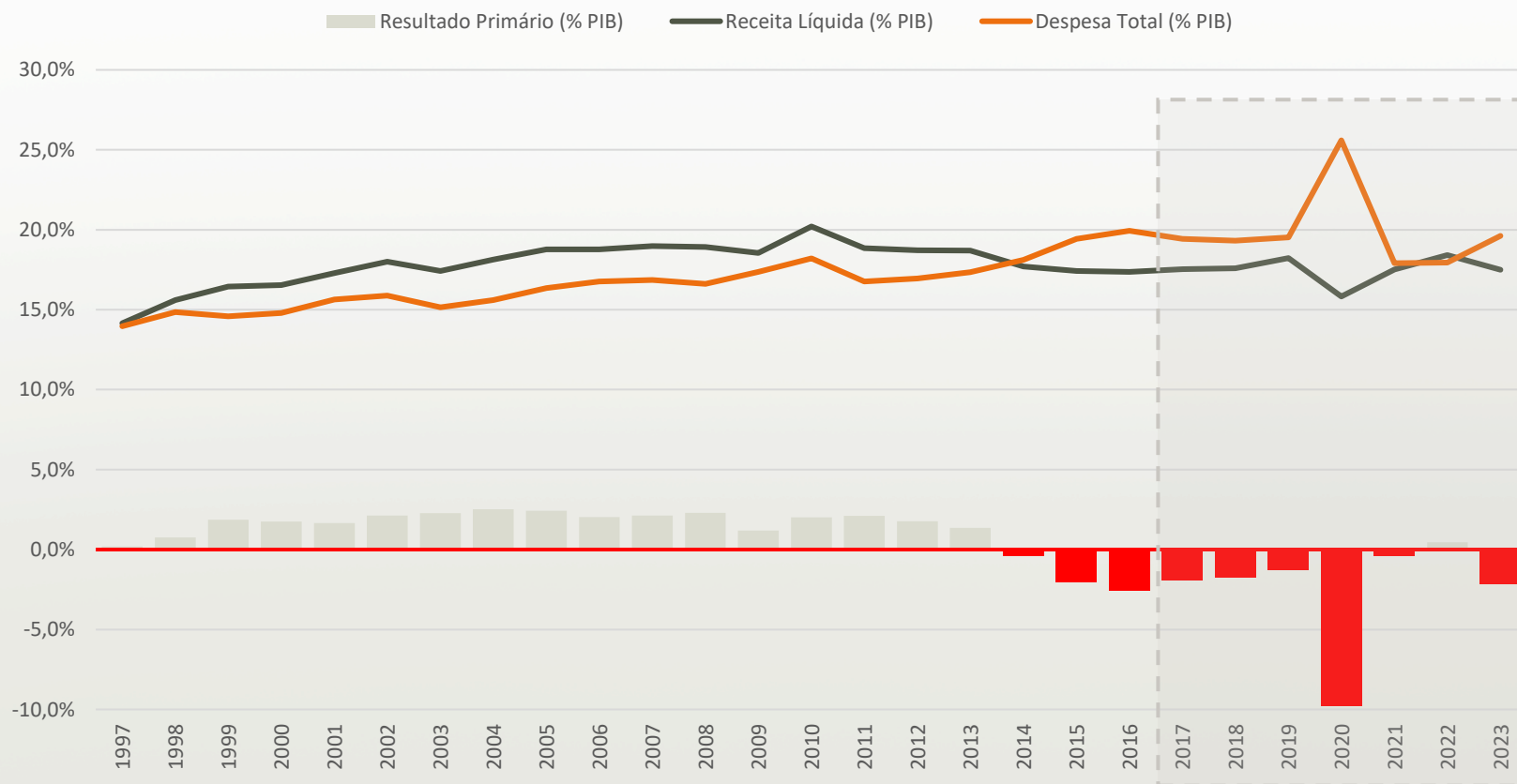
• 2014–2016 (Governo Dilma):

- Crise econômica e fiscal: recessão profunda.
- Perda de arrecadação, governo deixa de fazer superávit primário, aceleração do crescimento da dívida pública.

Como chegamos até aqui?

UMA HISTÓRIA DO NOSSO FISCAL

“Nada é tão permanente quanto um programa temporário do governo” – Milton Friedman.



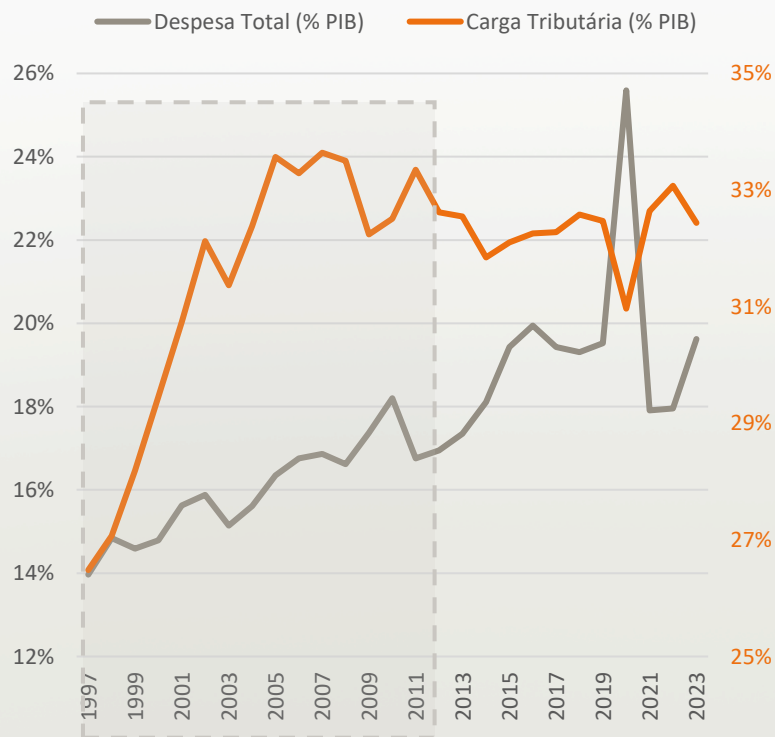
- **2017-2018 (Governos Temer e transição)**
 - Austeridade fiscal: contenção de gastos e teto dos gastos públicos.
 - Recuperação lenta após a recessão, com gradual redução dos déficits primários.
- **2019-2023 (Governo Bolsonaro)**
 - Pandemia e aumento do gasto público para enfrentar a emergência sanitária e econômica
- **2024 (Governo Lula)**
 - Aceleração dos gastos com a PEC da Transição.
 - Introdução do Arcabouço fiscal para ancorar credibilidade da política fiscal.
 - Foco em aumentar receita, não em controlar gastos
 - Gastos obrigatórios pressionam o orçamento e os limites do Arcabouço.

Como chegamos até aqui?

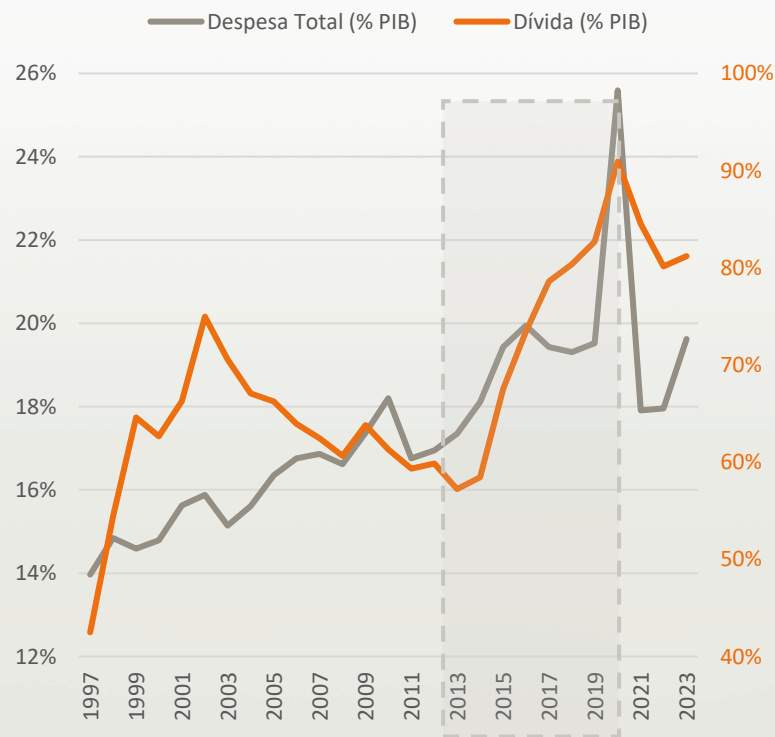
UMA HISTÓRIA DO NOSSO FISCAL

Sempre crescemos as despesas obrigatórias, mas a conta foi paga de formas diferentes ao longo do tempo – com consequências conforme o método escolhido.

AUMENTO DE CARGA TRIBUTÁRIA PARA FINANCIAR AUMENTO DE DESPESAS



AUMENTO DE DÍVIDA PARA FINANCIAR AUMENTO DE DESPESAS

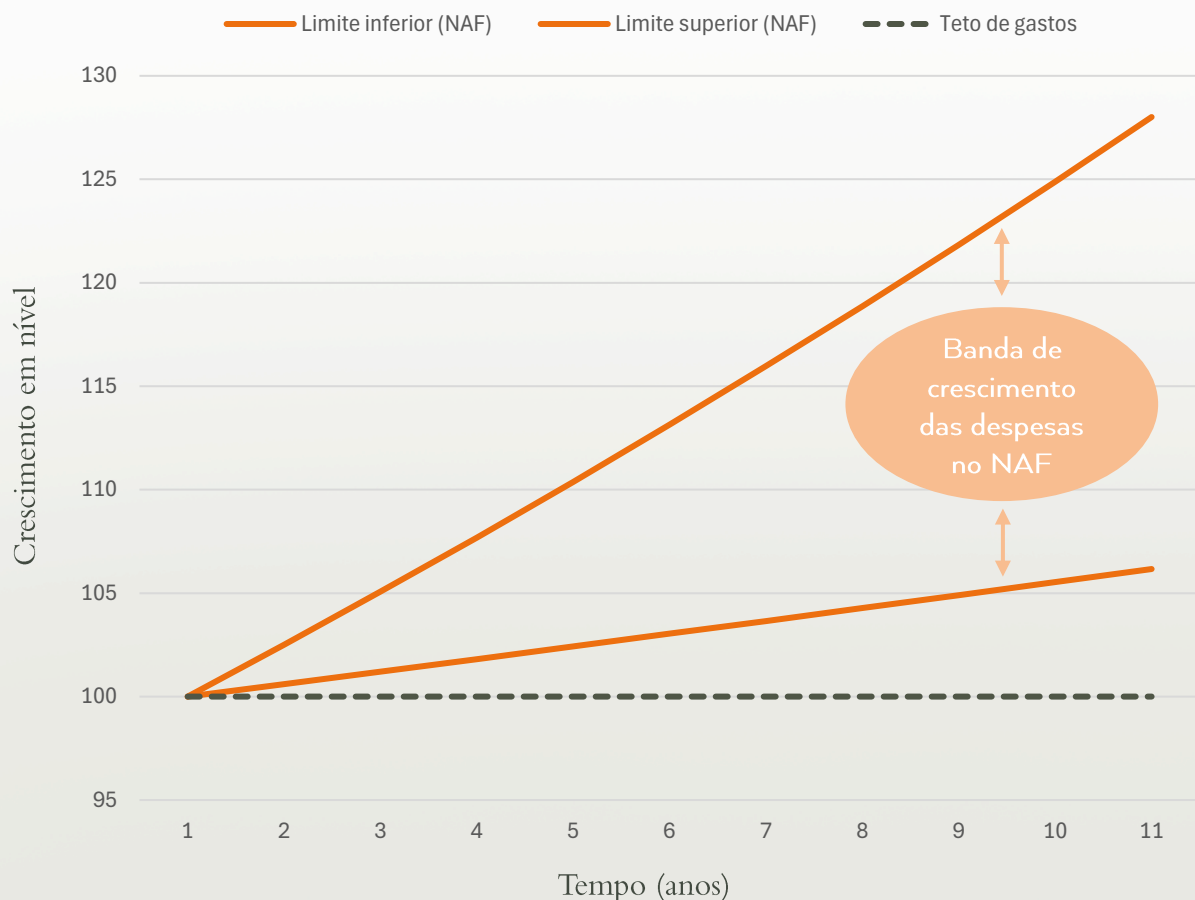


- **Aumento de Carga Tributária:**
 - Impacto na competitividade e no potencial de crescimento do país.
- **Aumento da Dívida Pública:**
 - Custos elevados com juros, pressionando ainda mais o orçamento público.
- **Redução das Despesas Discricionárias:**
 - Perda da capacidade de investimento do setor público.
- **Como faremos para estabilizar a Dívida daqui em diante?**
 - Ajuste benigno? (superávit primário, redução de despesas, redução de juros reais pelo mercado, crescimento do PIB)
 - Ajuste inflacionário?

Como chegamos até aqui?

UMA HISTÓRIA DO NOSSO FISCAL

O novo arcabouço fiscal, que veio como substituto para o teto de gastos em 2023, não é sustentável.

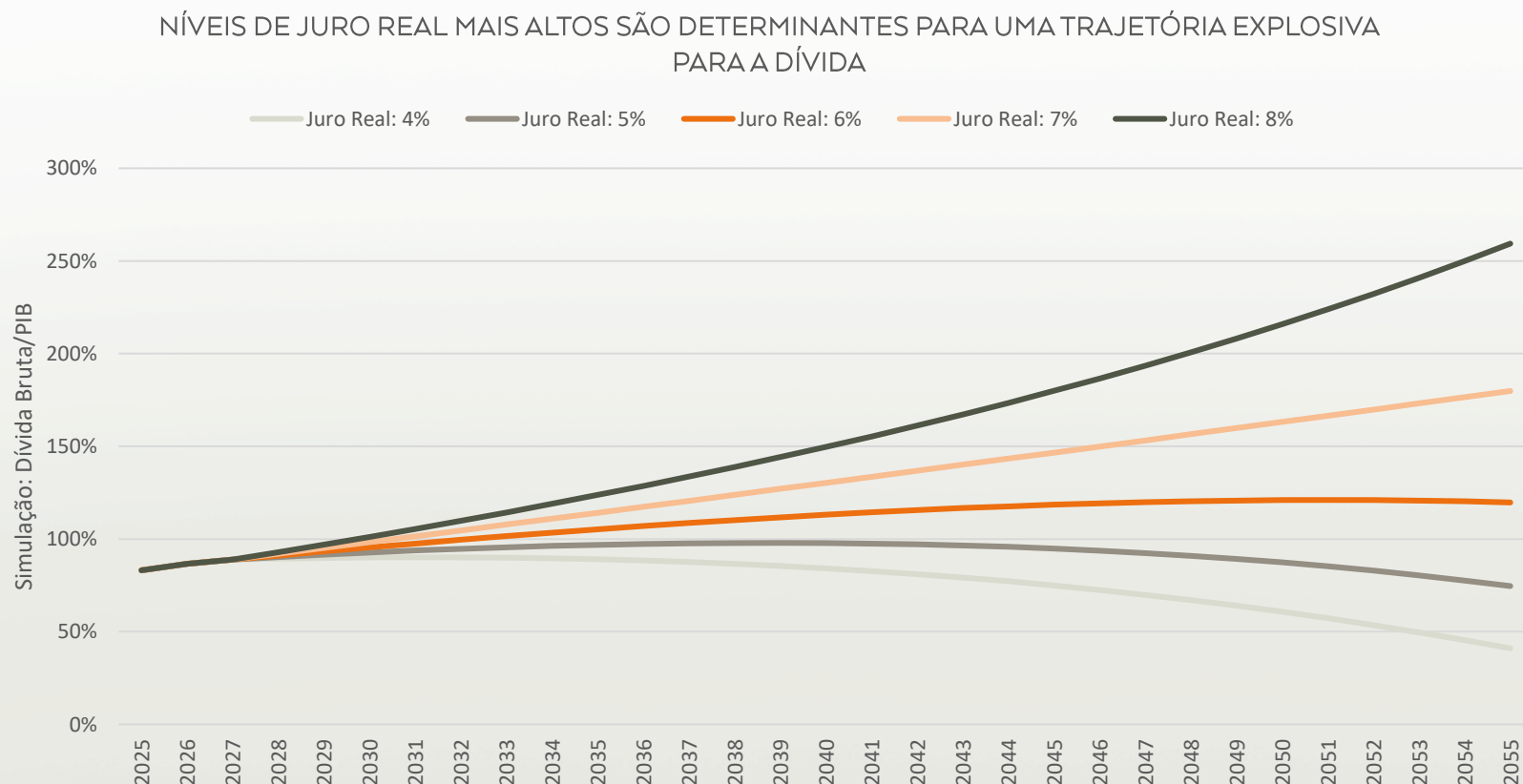


- Tanto o arcabouço fiscal quanto o já extinto teto de gastos são “âncoras” das contas públicas, a fim de tentar conter o crescimento desenfreado das despesas do governo. A principal diferença:
 - No teto de gastos, as despesas não podiam crescer acima da inflação;
 - No novo arcabouço fiscal (NAF), os gastos sempre terão um crescimento real, respeitando a banda entre 0,6% e 2,5% (podendo variar entre 50–70% do crescimento da receita, a depender do atingimento da meta fiscal no ano anterior).
- O problema é que o novo arcabouço fiscal não é sustentável ao longo do tempo, pois não resolve o problema da dívida crescente e vai consumindo o espaço total para despesas, comprimindo cada vez mais os gastos discricionários. Alguns dos principais pontos:
 - Parte relevante das despesas obrigatórias vem do benefício previdenciário e outros benefícios sociais, cujo crescimento – atrelado à valorização do salário mínimo – já correm acima do limite superior global de 2,5% real;
 - Há também os pisos constitucionais de Saúde e Educação, que possuem regra de crescimento atrelados ao crescimento da receita.

Estabilização da dívida

AJUSTE BENIGNO: CONFIANÇA

O nível de juros reais de longo prazo é baseado na confiança do mercado sobre a saúde fiscal do país, e propostas insustentáveis não vão melhorar essa variável.



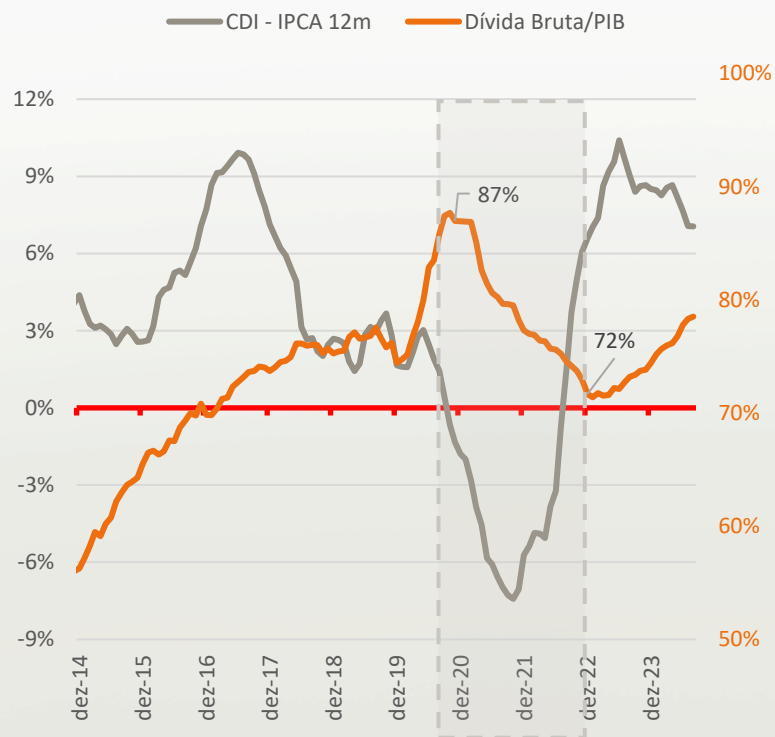
- Como podemos observar na simulação ao lado, níveis mais baixos de Juros Reais são fundamentais para a trajetória de sustentabilidade fiscal do país.
- Juros Reais são a diferença entre os Juros Nominais – que tem a Selic como principal referência – e a Inflação. Assim, Juros Reais mais baixos podem ser atingidos de duas formas:
 - Melhora da Confiança, com uma política fiscal que estabilize a trajetória da dívida (superávit primário, contenção de despesas e crescimento sustentável do PIB).
 - Juros Nominais mais baixos e inflação mais alta – o Ajuste Inflacionário.

Estabilização da dívida

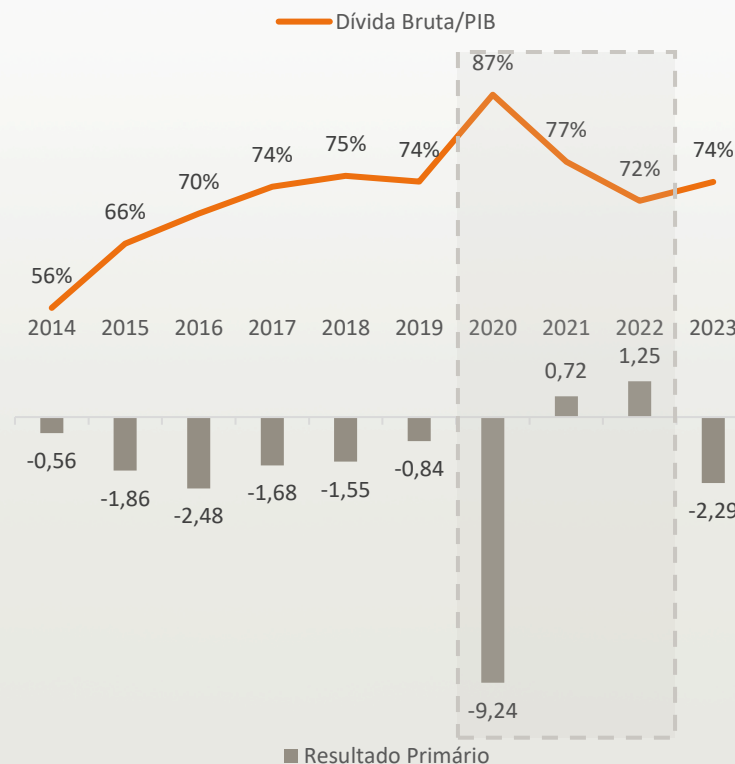
AJUSTE INFLACIONÁRIO: O EXEMPLO DA PANDEMIA

Melhora da relação Dívida/PIB pode acontecer via um “calote inflacionário”, como ocorrido durante a pandemia.

QUANDO O IPCA FICOU ACIMA DO CDI, A DÍVIDA/PIB SAIU DE 87% PARA 72%



MESMO SEM UM RESULTADO FISCAL SUFICIENTEMENTE ALTO PARA TANTO



- A Dívida cresce proporcionalmente ao Juro Nominal e o PIB à inflação + crescimento real. Então, basta que seja permitido que a soma inflação + PIB real corra acima do juro pago pelo Governo (ex. Selic) por um determinado tempo para termos um número de Dívida/PIB mais baixo.
- O resultado: quem carregou CDI obteve juros reais negativos e “pagou a conta”, enquanto quem carregou IPCA+ saiu com seu ganho de juro real garantido.

Cenários de investimento

ENTRANDO EM 2025

CENÁRIO NEGATIVO 20% PROBABILIDADE

- Governo desiste de cumprir o Arcabouço Fiscal.
- BC não consegue controlar a inflação.
- Entramos em dominância fiscal onde a política monetária perde a eficácia.
- Moeda local sofre forte desvalorização e inflação dispara.
- Internacional: hard landing.

CENÁRIO BASE 75% PROBABILIDADE

- Arcabouço Fiscal é levado até 2027 com muita dificuldade e chance elevada de gastos fora da regra.
- Mais tentativas de aumento de arrecadação em detrimento de medidas de contenção de gastos.
- Macro: inflação acima da meta, juros elevados e crescimento moderado.
- Internacional: desaceleração controlada da economia americana, porém com juros estabilizando em patamares superiores aos praticados nos últimos anos.

CENÁRIO POSITIVO 5% PROBABILIDADE

- Medidas estruturais robustas e impopulares para endereçar o problema fiscal são perseguidas pelo Governo e Congresso.
- Inflação dentro do limite superior da meta e expectativas re-ancoradas permitindo que o BC volte a cortar os juros.
- Internacional: inflação converge para a meta do Fed sem uma recessão.

ASSET ALLOCATION:
Entrando em
2025



Asset allocation

POSICIONAMENTO PARA O INÍCIO DE 2025

Renda Fixa Pós-Fixado – Overweight

- Iniciamos o ano de 2025 com um posicionamento tático overweight em títulos públicos (caixa), buscando equilibrar o portfólio e navegar melhor no curto prazo, período em que a Selic deve subir e permanecer em níveis elevados.
- No crédito privado high grade, mantemos posição underweight devido ao baixo nível atual dos spreads, que não justifica uma alocação relevante de risco na sub-estratégia. Além disso, a elevação da Selic pode impactar negativamente o fluxo de caixa das empresas, deteriorando métricas de crédito.
- Na sub-estratégia de crédito estruturado (FIDC), estamos overweight, dado que enxergamos um mercado mais saudável em termos técnicos e de precificação. Concentramos os investimentos em cotas seniores com elevado grau de subordinação.

Renda Fixa Pré-Fixado – Underweight

- Mantemos uma posição underweight na classe. Apesar de identificarmos exageros na curva de juros, optamos por priorizar a exposição em ativos reais, como as NTN-Bs.

Renda Fixa Inflação – Overweight

- Estamos com uma visão overweight na classe, pois historicamente a alocação em IPCA+ nos níveis atuais de taxa oferece uma assimetria extremamente favorável para o investidor em um horizonte de 12 meses ou mais.
- Essa alocação também protege o portfólio em cenários de possível descontrole inflacionário. Reduzimos levemente a nossa posição em debêntures incentivadas devido ao risco do fim da isenção tributária.

CLASSE DE ATIVO	UW	Neutro	OW
PÓS-FIXADO	• •	•	⊙ •
Caixa	• •	•	⊙ •
Crédito privado	• ⊙	•	• •
PRÉ-FIXADO	• ⊙	•	• •
IPCA+	• •	•	• ⊙

Asset allocation

POSICIONAMENTO PARA O INÍCIO DE 2025

Multimercado – Underweight

- Começamos o ano com um posicionamento underweight na classe, financiando o aumento da exposição em Renda Fixa Pós-Fixado (títulos públicos).
- Mantemos o atual mix de 60% na sub-estratégia Macro, 30% em Long Short e 10% em Quantitativo.

Renda Variável – Underweight

- Revisamos o posicionamento de neutro para underweight. Embora os valuations estejam atraentes e a posição técnica seja favorável, o desempenho dessa classe depende de fluxo, algo que não vislumbramos no curto prazo.
- Apesar de permanecermos construtivos com a classe no médio e longo prazo, devido à assimetria positiva identificada, entendemos que uma posição underweight é mais apropriada no atual cenário de maior incerteza e volatilidade.

CLASSE DE ATIVO	UW	Neutro	OW
MULTIMERCADO	• 	•	• •
Macro	• 	•	• •
Long Short	• 	•	• •
Quant	• 	•	• •
RENDA VARIÁVEL	• 	•	• •
Long Bias	• 	•	• •
Long Only	• 	•	• •

Asset allocation

POSICIONAMENTO PARA O INÍCIO DE 2025

Alternativos: Real Estate e Infraestrutura – Neutro

- Mantivemos nossa visão neutra em relação aos ativos imobiliários. A inversão do ciclo e início da alta nos juros locais, diminuí a liquidez para estratégia além de encarecer alavancagem financeira dos projetos e reduzir as opções para desinvestimento. Nesse ambiente, preferimos projetos de menor duration como retrofit.
- Em relação à classe de Infraestrutura, o momento demanda mais cautela com projetos greenfield, mas abre espaço para compra de ativos performados com desconto.

Alternativos: Special Situations – Overweight

- Continuamos convictos em relação à estratégia. Inadimplência segue alta tanto para PF quanto PJ, o que favorece a estratégia na medida que permite operações com boas garantias e retornos elevados, seja por meio de aporte de capital novo ou reestruturações.
- A alta nos juros reduz a liquidez e por sua vez a competição por ativos, abrindo oportunidade para compra de ativos descontados com maior margem de proteção.
- A menor correlação da classe com os ativos líquidos também corrobora o posicionamento.

Alternativos: Private Equity & Venture Capital – Underweight

- Mantemos nossa visão negativa de forma a refletir o cenário ainda desafiador para classe. Entendemos que o movimento de correção nos preços ainda está em curso, o que demanda cautela. Nesse momento temos optado por gestores com acesso ao mercado secundário, onde entendemos ter oportunidades com melhor risco retorno dado os descontos relevantes.
- Também vemos boas oportunidades na estratégia de Search Funds, onde passamos a investir por meio de uma gestora especializada

CLASSE DE ATIVO	UW	Neutro	OW
REAL ESTATE / INFRA	• •	⊙	• •
SPECIAL SITUATIONS	• •	•	⊙ •
PRIVATE EQUITY & VC	• ⊙	•	• •

Principais MENSAGENS

- Os indicadores mostram uma **fotografia positiva da economia brasileira em 2024** – PIB crescendo acima de 3%, taxa de desemprego em mínimas históricas, e inflação sob controle.
- **No entanto, as expectativas do mercado para o futuro indicam um cenário diferente** – juros projetados em mais de 15% e inflação acima de 7%.
- **A falta de credibilidade da política fiscal explica esse descompasso entre a economia real e os preços de mercado.**
- O governo demonstra **pouca convicção e vontade política** para implementar um ajuste fiscal estruturante e convincente.
- **Os preços de mercado refletem desconfiança e um elevado grau de pessimismo** em relação à política econômica atual.
- Diversos ativos apresentam níveis de preço e taxas que **não eram vistos há 10 anos, criando oportunidades assimétricas (com uma relação favorável entre risco e retorno) para investidores de longo prazo.**
- Temos predileção por **ativos reais no médio prazo em detrimento de ativos nominais.**
- Entretanto, **a travessia no curto prazo promete ser desafiadora**, com custo de oportunidade elevado e fundamentos econômicos fragilizados.
- Temos **aumentado taticamente a nossa exposição a ativos de renda fixa pós-fixados** com o intuito de suavizar esse percurso.



WWW.BRAINVEST.COM



GENEVA
3, PLACE DU MOLARD
1204 GENEVA -
SUIÇA
TEL: +41 22 310 7488



MIAMI
1221, BRICKELL AVE
SUITE 1750 MIAMI
FL 33131 - EUA
TEL: +1 305 224 8834



SÃO PAULO
AV. BRIGADEIRO FARIA LIMA, 4300
5º ANDAR ITAIM BIBI CEP 05422-001
TEL: +55 11 3030 3120

RIO DE JANEIRO
RUA VISCONDE DE PIRAJÁ, 608
SALAS 905 E 906 IPANEMA
CEP 22410-002
TEL: +55 21 3088 7980

CAMPINAS
AV. JOSÉ BONIFÁCIO COUTINHO NOGUEIRA, 150
ALA LESTE - SALA 608
JARDIM MADALENA CEP 13091-611
TEL: +55 19 3367-7006

SALVADOR
RUA ARTHUR DE AZEVEDO MACHADO, 1225
11º ANDAR, SALAS 1103 E 1104
COSTA AZUL CEP 41760-000
TEL: +55 71 3506-2938

