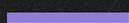


# montebravo

Carta mensal

**O novo cenário global tem um dólar mais fraco e desaceleração da economia mundial.**

Esses elementos jogam a favor de uma melhora na perspectiva dos ativos brasileiros.

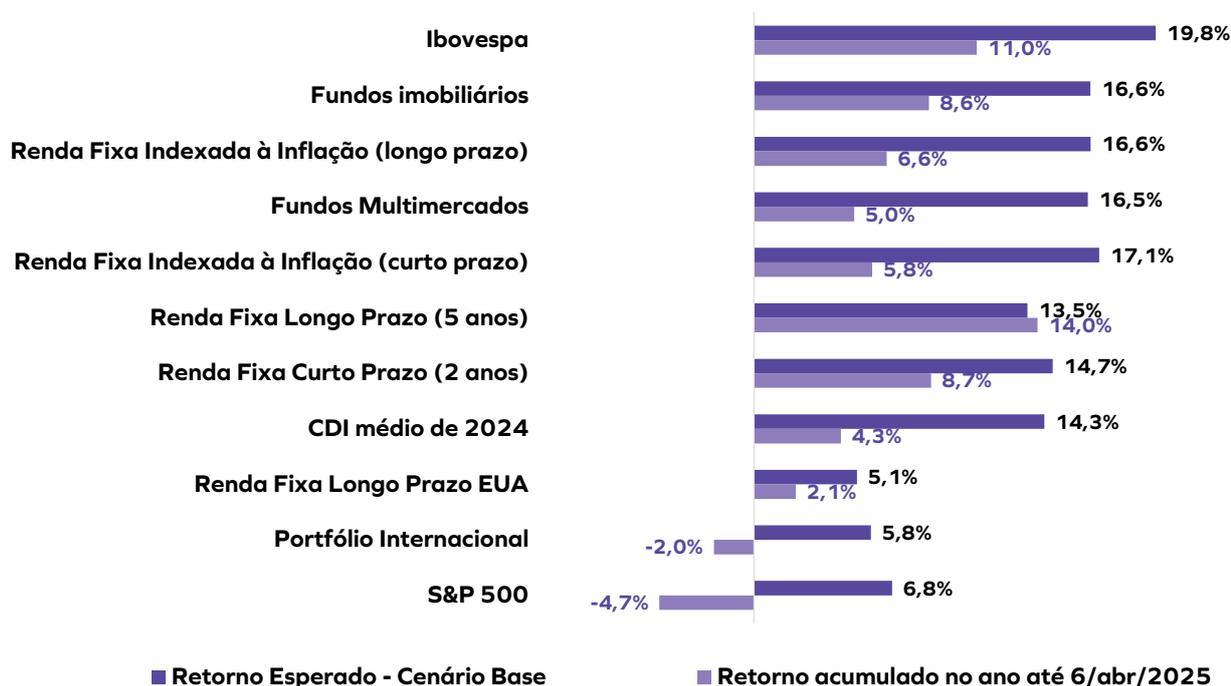


O cenário de maior incerteza nos EUA produziu uma realocação das carteiras globais e o Brasil também está sendo beneficiado.

O quadro de desaceleração global é desinflacionário, o que gera fluxo para renda fixa e uma dinâmica mais construtiva para os ativos brasileiros, apesar do quadro fiscal preocupante.

Gráfico 1

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



Fonte: Bloomberg Elaboração Monte Bravo.

### Cenário recomenda carteira diversificada.

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
160.000 Pontos em 12 meses	Recebíveis	CDI+ NTN-B	Manter Exposição
<b>Setores Preferidos:</b>	<b>Setores Preferidos:</b>	<b>Ativos Preferidos:</b>	<b>Ativos Preferidos:</b>
Bancos Seguradoras Exportadoras Utilities Shoppings	Papéis Logística Shoppings Lajes	Pré até 5 anos NTN-B longa (para quem tem horizonte além de 2 anos)	Treasuries Bonds Brasil Russell 2000 S&P 500



## Estratégia e alocação

**A escalada na política tarifária de Trump resultou em um cenário de incertezas** e retaliações por parte dos principais parceiros comerciais dos EUA. A volatilidade tem afetado diversos setores da economia, elevando a expectativa de inflação e diminuindo o crescimento esperado.

Apesar da retórica agressiva, tarifas são um instrumento ineficiente para alcançar os múltiplos objetivos vocalizados por Trump. A manufatura moderna é intensiva em capital e, em muitos casos, as tarifas acabam prejudicando mais empregos do que criam. Além disso, o desequilíbrio comercial só pode ser solucionado por uma queda no consumo ou no investimento, o que resulta em menor crescimento.

Trump também criticou publicamente Jerome Powell, presidente do Fed, sugerindo sua demissão por não cortar as taxas de juros. Posteriormente, recuou e afirmou que não tinha intenção de demiti-lo. Essa postura instável contribuiu para a incerteza nos mercados financeiros.

**Os diretores do Fed têm sido claros em indicar que não há urgência em alterar a política monetária**, sendo necessário observar os efeitos das tarifas sobre a inflação e sobre o emprego.

Abril foi marcado por forte volatilidade, à medida que a nova política comercial norte-americana afetou ações, títulos e moedas. Essa incerteza em torno da política comercial dos EUA foi o principal fator de influência sobre os mercados.

O mês começou com o anúncio de tarifas mais abrangentes do que o esperado. As bolsas despencaram, enquanto o VIX — indicador de volatilidade implícita — disparou para o maior nível desde a pandemia.

Grande parte das perdas foi revertida na última semana do mês, após Trump adotar uma postura mais branda e anunciar uma pausa de 90 dias nas tarifas recíprocas para os países que ainda não haviam retaliado os EUA, além da retirada de tarifas sobre produtos eletrônicos. As tensões comerciais entre Estados Unidos e China também arrefeceram, à medida que o governo norte-americano suavizou o tom.

**A nova configuração do cenário global tem um dólar mais fraco e traz uma desaceleração da economia mundial. Esses dois elementos jogam a favor de uma inflação menor no Brasil e contribuem para fluxos táticos para a renda fixa.**

### Performance dos ativos em abril

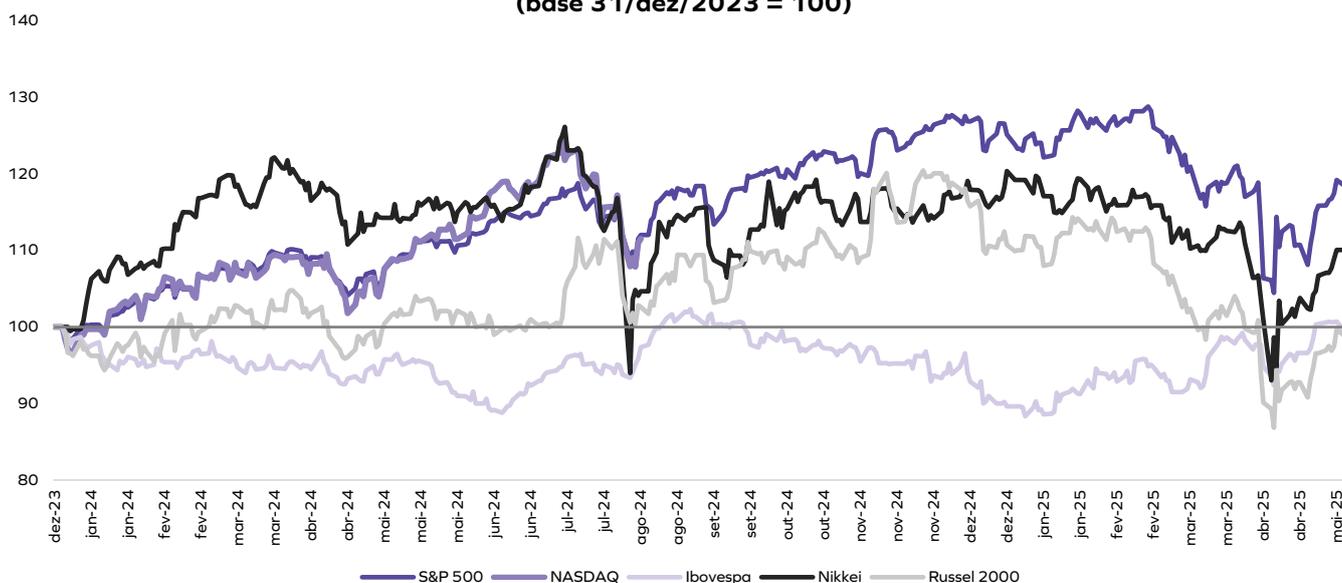
**Depois de uma queda abrupta na primeira semana de abril, os mercados acionários dos Estados Unidos recuperaram grande parte das perdas iniciais.**

A guerra comercial de Trump gerou um crash no início de abril, mas houve recuperação com sinais de uma postura mais amena. As ações norte-americanas encerraram o mês

em queda, mas longe dos piores níveis registrados nos dias seguintes ao anúncio das tarifas, no dia 2 de abril. O S&P 500 recuou 0,80% no mês e acumula queda de 4,90% no ano, enquanto o Nasdaq Composite avançou 0,90% e registra queda de 9,50% no ano. O MSCI World subiu 0,80% e o MSCI Emergentes avançou 1,00%.

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

Gráfico 2

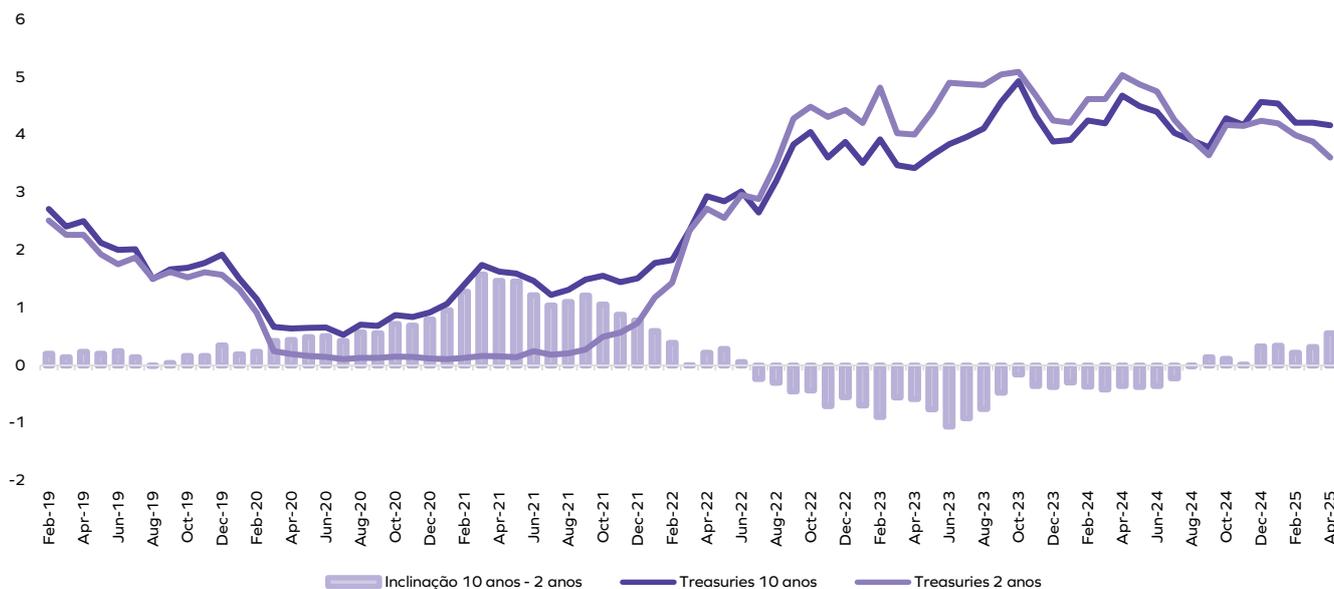


Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

O choque de confiança provocado pelos anúncios tarifários no “Dia da Libertação” também afetou os mercados de títulos. Após oscilar bastante — de um vale em 3,86% no dia 4 até o pico de 4,59% no dia 11 — a taxa do título de 10 anos do Tesouro dos EUA fechou relativamente estável em 4,16%.

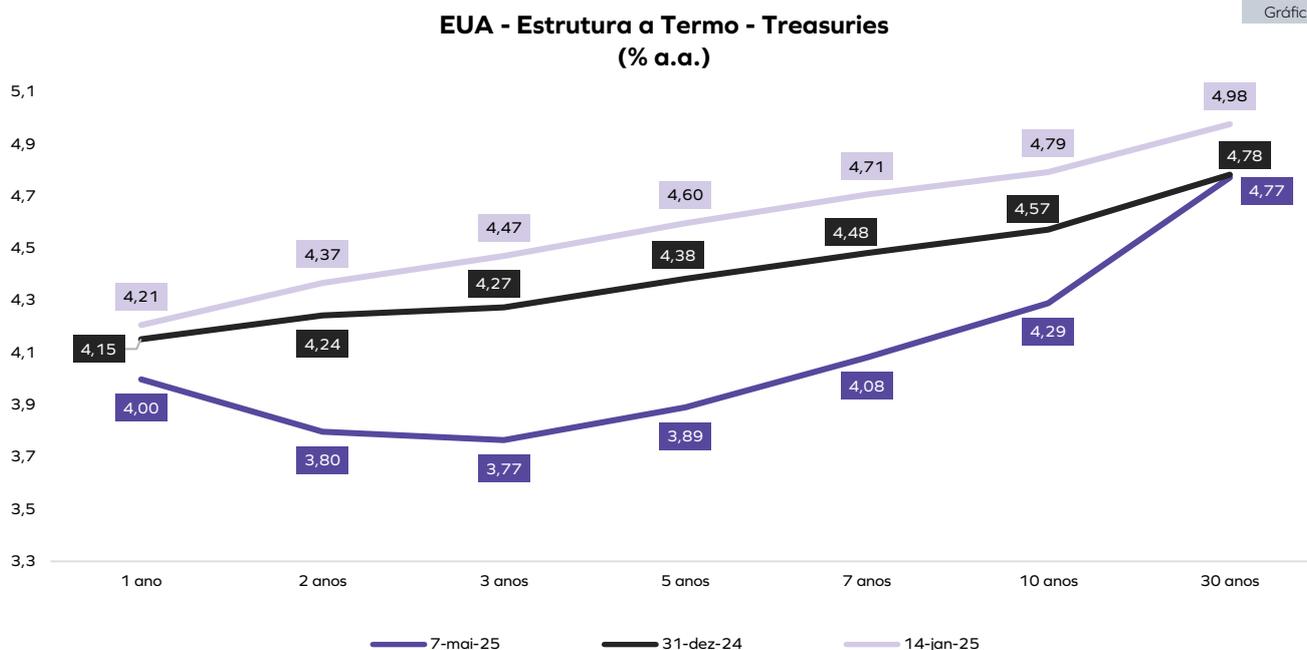
**Treasuries 2 anos, 10 anos e Inclinação 10 anos - 2 anos**  
(% a.a.)

Gráfico 3



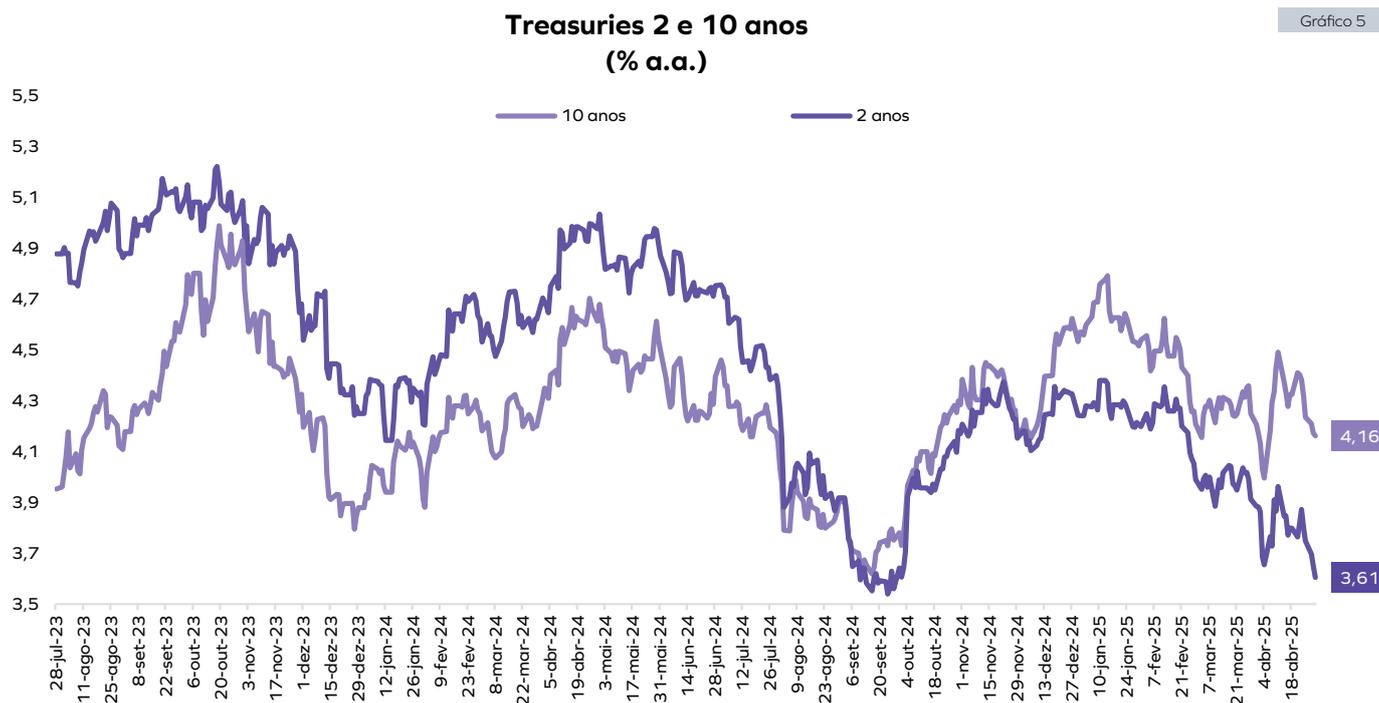
Fonte: Bloomberg. Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 4



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 5



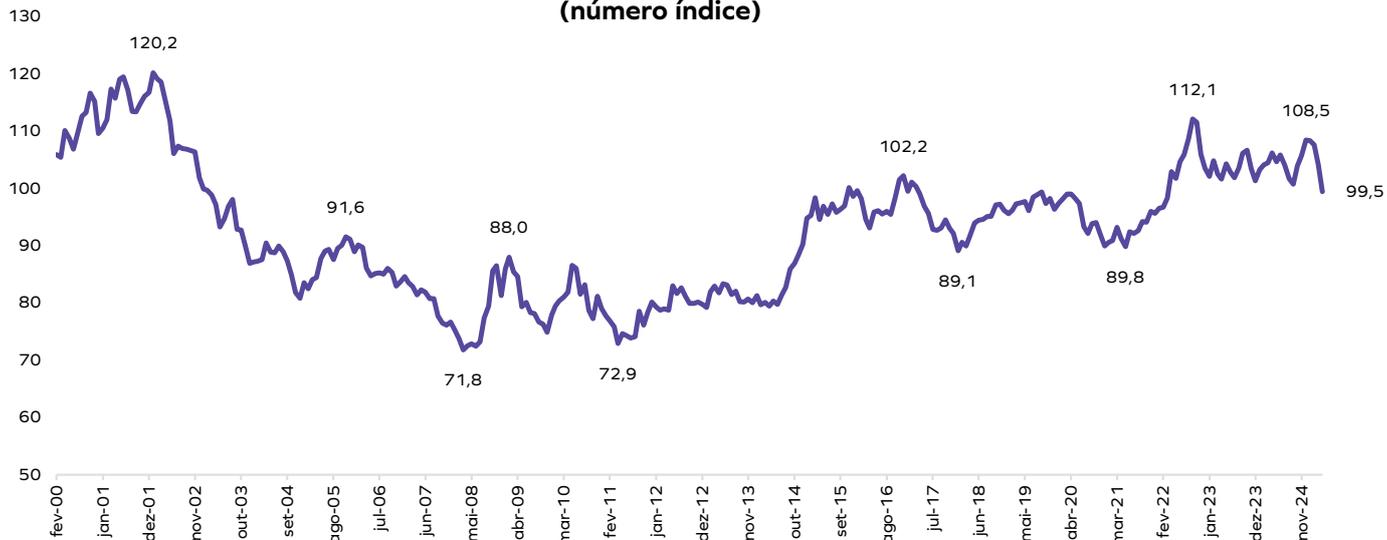
Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

**O ouro foi o principal beneficiário da incerteza de abril e alcançou um novo recorde histórico de US\$ 3.500 por onça em 22 de abril.** As commodities devolveram parte dos ganhos acumulados no ano, com os metais enfraquecendo e os preços do petróleo recuando 16,00% em meio ao aumento dos temores de recessão e à decisão dos membros da OPEP de ampliar a oferta.

O dólar seguiu enfraquecendo. O índice do dólar (DXY) caiu 4,30%, de 104,20 para 99,70 pontos, com os fluxos migrando para o Japão, a Europa e a Suíça.

## Dólar - DXY (número índice)

Gráfico 6



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

A queda do dólar global contribuiu para a alta de 1,40% do real ante a moeda norte-americana, enquanto o Ibovespa avançou 3,70%. Os ativos de renda fixa se valorizaram, superando o CDI de 1,06%: IRF-M (2,99%), IMA-B (2,09%), IMA-B5+ (2,33%), Pré de 2 anos (3,10%) e Pré de 5 anos (6,15%).

No fechamento de abril, o CDI acumula alta de 4,07% em 2025. O Ibovespa sobe 12,30% e o dólar PTAX cai 8,60%, gerando ganhos nos benchmarks da renda fixa: IRF-M

(7,80%), IMA-B (5,60%), IMA-B5+ (6,10%), Pré 2 anos (8,70%) e Pré 5 anos (13,60%). No quadro global, os destaques do ano são o S&P 500, que caiu 5,30%, e o ouro, que avança 25,30% como uma alternativa de segurança diante das incertezas nos EUA.

## Estratégia de Investimentos

**Desde o início do ano, sustentamos que os ativos brasileiros teriam um desempenho muito melhor em 2025 após um ano fraco em 2024.** Essa tendência tem se confirmado e a perspectiva de um novo recorde nominal do Ibovespa confirma essa visão.

**O Brasil segue com fundamentos macroeconômicos frágeis,** em um ambiente de política fiscal excessivamente expansionista que força o Banco Central a adotar uma política monetária dura e contracionista para conter a inflação. Esta é uma combinação absolutamente disfuncional.

A agenda econômica está subjugada pela lógica eleitoral, com programas de transferência de renda surgindo a cada semana — um fator de risco adicional dada a dinâmica descontrolada da dívida.

**Paradoxalmente, o cenário de maior incerteza nos EUA produziu uma realocação das carteiras globais e trouxe interesse e fluxo para emergentes, de forma que o Brasil saiu marginalmente beneficiado.** Nesse contexto, os fluxos de capital têm se desviado para mercados como Japão e Europa — e, de forma residual, alcançam também as economias emergentes.

O quadro de desaceleração global é desinflacionário. Isto gera fluxo para renda fixa no mundo inteiro e, em termos de juros, o Brasil é destaque. **Essa dinâmica gera um quadro mais construtivo para os ativos brasileiros.**

Por isso, elevamos a probabilidade do cenário otimista e reduzimos a chance do cenário pessimista. Ao mesmo tempo, revisamos o crescimento de 2025 de 1,60% para 1,90% no cenário base e reduzimos a inflação de 6,00% para 5,80%.

## Estratégia de Investimentos

Gráfico 7

O que acontece			Mais do mesmo		Risco fiscal sobre		Populismo radical		
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
ANO / Probabilidades			44%			55%			1%
Variáveis Macro	2022	2023	2024	2025p	2026p	2025p	2026p	2025p	2026p
PIB (% a.a.)	3,00	3,20	3,40	2,20	2,25	1,90	2,00	0,50	0,50
IPCA (% a.a.)	5,80	4,60	4,80	5,50	4,00	5,80	4,50	7,00	9,00
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	12,25	14,75	10,50	14,75	11,00	13,00	9,00
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,22	4,84	6,19	5,50	5,70	6,00	6,40	7,00	7,50
Juro Real (% a.a.)	7,7	6,8	7,1	8,77	6,25	8,46	6,22	5,61	0,00
Resultado Primário (% PIB)	1,28	-2,30	-0,40	-0,70	-0,70	-0,90	-0,90	-1,50	-1,50
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,7	73,8	76,1	80,2	84,0	82,2	87,0	89,5	91,5
Varição Anual Dívida / PIB	-6,3	2,1	2,3	4,1	3,8	6,1	4,8	13,4	2,1

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

A recente recuperação dos ativos tem sido impulsionada menos por fundamentos e mais por fatores externos. A turbulência política nos Estados Unidos, decorrente da política errática de Trump, enfraqueceu o dólar e contribuiu para a queda das taxas globais diante da desaceleração econômica internacional.

Com um cenário global menos volátil e incorporando os efeitos dos juros em queda nos EUA e a perspectiva de cortes na Selic por aqui, revisamos para melhor a expectativa de retorno dos ativos brasileiros.

O novo preço alvo para o Ibovespa em 2025 é de 150.000 pontos, não mais 138.000 pontos, e o câmbio médio do ano deve ficar abaixo de R\$ 6,00 — melhorando a perspectiva de inflação e contribuindo para o fechamento das curvas de juros.

As NTN-Bs parecem atrasados em relação aos demais ativos (dólar, bolsa e prefixados). Assim, a tendência é que apresentem uma recuperação maior nos próximos meses.

Gráfico 8

Preços dos Ativos					Retornos (%)		Em 2025 (%)	
Ativos Globais	2023	2024	8-mai-25	2025p	2024	2025p	YTD*	YTGp*
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,57	4,30	4,25	-2,7	7,0	3,6	3,3
S&P 500	4.770	5.882	5.687	6.250	23,3	6,3	-3,3	9,9
DXY	101,3	108,5	99,9	100,0	7,1	-7,8	-7,9	0,1
Ativos Brasil								
Ibovespa	134.185	120.283	136.705	150.000	-10,4	24,7	13,7	9,7
Dólar	4,84	6,19	5,69	6,00	27,9	-3,1	-8,2	5,5
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	7,38	7,26	6,80	-6,4	20,4	6,3	14,1
Portfólio 60 / 40 (em USD)					12,9	6,6	-0,5	7,2
Portfólio 60 / 40 (em R\$)					44,4	3,2	-8,7	13,2

Fonte: Broadcast. Projeções Monte Bravo indicadas pelo p na coluna.

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

**Renda fixa:** Para quem tem apetite ao risco e horizonte superior a dois anos, os papéis indexados à inflação mais longos estão bastante atraentes.

**Ações:** Os fluxos decorrentes do quadro global mais ameno nos fizeram revisitar o potencial de alta do Ibovespa para 150.000 em 2025. Estruturas de proteção com opções de bolsa estão baratas por causa dos juros altos e da queda da volatilidade.

**Fundos imobiliários:** O foco passa a ser a alocação em fundos de recebíveis e a busca da qualidade de crédito com FIs que tenham times de gestão estruturados.

**Crédito:** Com inflação e juros mais altos, o carregamento de ativos de crédito fica mais atraente.

**Ativos em dólar:** O quadro global mais ameno permite imaginar que a taxa de câmbio para o final de 2025 fique em R\$ 6,00 por dólar.

## Alocação

O CDI projetado de 14,30% para os próximos 12 meses resulta em um juro real de 8,69% ante um IPCA de 5,20%. Nesse contexto, a recomendação segue de um portfólio defensivo, com uma parcela relevante exposta ao dólar, mas aumentando a exposição a risco — ações e NTN-Bs longas, particularmente.

O fim do ciclo de alta dos juros no Brasil já derrubou a taxa dos prefixados, enquanto os títulos indexados à inflação ficaram atrasados. A dinâmica global cria um ambiente favorável para ativos brasileiros, apesar do risco fiscal e da queda de popularidade do governo. Faz sentido manter uma carteira diversificada, aumentando um pouco a exposição ao risco.

Como o cenário global atual traz fluxos que permitem o incremento do risco da carteira e as NTN-Bs longas — especialmente com isenção —, juntamente com as ações, são os ativos com maior potencial de ganhos, estamos aumentando a exposição a estes ativos. Desta forma, estamos reduzindo a parcela prefixada e a alocada em investimento globais.

**Destacamos que o custo da proteção via opções de bolsas está barato, com dividendos e cupons mais do que pagando uma proteção de queda de 15% até novembro de 2026.** Por isso, enxergamos uma oportunidade de aumentar a exposição usando as opções como proteção.

Gráfico 9

### Carteira Sugerida Monte Bravo

Maio - 25

Cenário Base			Perfil			
Classe	Benchmark	R[E] 12 m	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	14,3%	80,0	22,0	<b>10,0</b>	6,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	14,9%	5,0	20,0	<b>12,0</b>	10,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	16,9%	15,0	28,0	<b>35,0</b>	40,0
Multimercado	IHFA	16,5%		5,0	<b>5,0</b>	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX	16,4%		5,0	<b>5,0</b>	4,0
Renda Variável	Ibovespa	18,5%		8,0	<b>15,0</b>	20,0
Alternativos	Não possui	18,8%		2,0	<b>3,0</b>	4,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds	13,4%		10,0	<b>15,0</b>	12,0
<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

**O cenário global segue com um nível de incerteza acima do usual após o anúncio das tarifas recíprocas pelo presidente americano Donald Trump no “Dia da Libertação”,** que ocorreu no dia 2 de abril. Considerando o anúncio, a tarifa média de importação dos EUA foi elevada em 20 pontos percentuais, passando de 2,4% para 22,4% — o maior patamar dos últimos 100 anos.

O atual nível de tarifas torna a economia praticamente inoperante, já que grande parte da produção interna das empresas americanas depende de insumos importados. Diante disso, as companhias vêm pressionando o governo a rever as medidas, o que pode abrir espaço para negociações entre os países — embora o desfecho ainda seja incerto.

De todo modo, é certo que **a imposição de tarifas de pelo menos 10% sobre produtos de todos os países resultará em menor crescimento econômico, inflação mais alta e produtividade abaixo do esperado.** A intensidade desses efeitos dependerá da disposição do governo americano em negociar após a adoção das tarifas.

No cenário base, consideramos que o presidente Trump flexibilizará o discurso e negociará o nível final das tarifas com os principais parceiros comerciais, inclusive a China. Nesse cenário, a tarifa efetiva de importação subiria para uma faixa entre 10% e 15%, o que limitaria o impacto na inflação ao intervalo entre 1 p.p. e 1,5 p.p.

Esse choque de tarifas deverá elevar o núcleo do PCE, que atingiu 2,6% ao ano em março, para 3,6% no pico do impacto em agosto deste ano, encerrando 2025 em 3,3%. Com impacto moderado sobre os preços e a manutenção da ancoragem das expectativas, o núcleo do PCE deverá retomar a trajetória de convergência ao longo de 2026, sem os efeitos das tarifas, e alcançar 2,2% no final do ano.

Diante desse cenário de choque moderado, o Fed deverá optar por monitorar a trajetória da inflação e buscar mais indícios que confirmem que o grau de persistência do choque é transitório, postergando a retomada dos cortes para a reunião de setembro deste ano. Além desta confirmação

do choque inflacionário, o Fed também espera por sinais de desaceleração da economia americana.

**O banco central dos EUA deverá realizar três cortes de 25 pontos base entre as reuniões de setembro e dezembro deste ano. Em 2026, o Fed seguiria com a redução dos juros, levando a taxa dos Fed Funds para 3,50% ao ano.**

No cenário alternativo, não há avanços nas tentativas de negociação e o governo Trump mantém o aumento das tarifas na magnitude inicial. Essa alternativa levaria a um aumento da tarifa efetiva de importação para 22,4%, impactando o núcleo do PCE em mais de 2 pontos percentuais. O núcleo do PCE subiria para 4,7% no ponto máximo do choque, em agosto deste ano, recuando para 4,2% no final de 2025. A manutenção do aumento da tarifa efetiva de importação afetaria as cadeias de produção, provocando uma forte redução da atividade e levando a economia americana a uma recessão entre o segundo e o terceiro trimestres deste ano, com alta expressiva na taxa de desemprego.

Nesse cenário, com a economia entrando em recessão, a inflação permaneceria elevada no curto prazo. A fraqueza da demanda, no entanto, limitaria a propagação do choque tarifário para horizontes mais longos e manteria as expectativas ancoradas. Caso o cenário pessimista seja confirmado, o Fed cortaria os juros, reagindo predominantemente ao risco sobre a atividade. A política monetária seria utilizada como um “seguro”, para evitar que as tarifas causem uma recessão mais profunda. Neste cenário, o Fed iniciaria os cortes em julho e levaria a taxa de juros para 3,25% a.a. em dezembro deste ano. Em 2026, o ciclo prosseguiria com um corte adicional de 25 p.b., reduzindo os juros para 3,0% a.a.

Embora os dois cenários resultem em redução de juros, as implicações para o crescimento econômico são bastante distintas. No cenário base, o crescimento médio de 2025 deverá desacelerar para 1,0% — com contração no terceiro trimestre, mas sem configurar uma recessão. Já no cenário alternativo, o choque tarifário deverá afetar o consumo, a produção e os investimentos, implicando em contração do PIB ao longo do restante do ano e resultando em um fraco crescimento de 0,4% em 2025.

Na China, o crescimento de 5,4% na comparação anual no primeiro trimestre deste ano superou as expectativas. A indústria, o consumo doméstico, os investimentos e — especialmente — a construção civil no setor de infraestrutura explicam esse bom desempenho da economia. Apesar do cenário positivo, a economia deverá ser afetada pela entrada em vigor das tarifas de importação de 145% impostas pelo governo americano. Avaliamos que essas tarifas serão objeto de negociação, resultando em uma tarifa final entre 50% e 60% sobre os produtos chineses.

Mesmo com a moderação no patamar final das tarifas, a trajetória de crescimento deverá ser impactada, especialmente na segunda metade do ano, com a economia avançando 3,5% e 3,0% em termos anuais no 3º e 4º trimestres, respectivamente. A projeção de crescimento para 2025 foi revisada de 4,5% para 4,0% considerando essa trajetória de desaceleração no segundo semestre.

## Brasil

**A atividade econômica apresentou comportamento misto no início do ano.** A indústria manteve-se estável até fevereiro, com queda na produção de bens de capital e de consumo, e teve um recuo de 0,9% na média móvel trimestral. O comércio mostrou desaceleração, sobretudo nas vendas ampliadas, com destaque para as quedas nos segmentos de veículos e material de construção — afetados pela alta da Selic. As vendas associadas à renda, como vestuário e produtos farmacêuticos, também perderam força, enquanto supermercados permaneceram estáveis mesmo diante da inflação de alimentos.

Em contrapartida, o setor de serviços teve desempenho positivo, recuperando o nível de atividade observado em novembro do ano passado — impulsionado por tecnologia da informação, serviços corporativos e financeiros. A agricultura se destaca como principal motor do crescimento no primeiro trimestre, com avanço de 10% na margem, reflexo de uma safra recorde. Para 2025, espera-se crescimento de 9,0% no setor, revertendo a queda de 3,2% em 2024.

O cenário econômico tem sido favorecido por estímulos como o crédito consignado privado e o aumento das transferências de renda, como o BPC e os benefícios previdenciários. Esses fatores levaram à revisão da projeção de crescimento do PIB de 1,6% para 1,9% em 2025. Para 2026, a estimativa foi ajustada de 1,8% para 2,0% diante do desempenho mais forte neste ano e da expectativa de aceleração dos gastos fiscais e parafiscais no próximo.

**A inflação se manteve pressionada nos primeiros quatro meses do ano, com o IPCA acumulando alta de 2,3% no período.**

Os núcleos de inflação seguiram em trajetória de alta, atingindo 5,0% em abril em termos anuais. A inflação de serviços também está pressionada, refletindo o mercado de trabalho aquecido. O núcleo de serviços atingiu 6,4% em termos anuais em abril, o que sempre é um patamar que requer cautela porque a inflação de serviços é bastante inercial. O repasse da depreciação do câmbio segue sendo repassada para a inflação de bens, apesar da recente apreciação do câmbio. O núcleo de bens subiu continuamente desde setembro do ano passado, atingindo 3,4% em abril na variação anual.

**A projeção para o IPCA de 2025 foi revista de 6,0% para 5,8% com a expectativa da queda do preço das commodities em reais e a revisão da trajetória da taxa de câmbio, que resultou em um câmbio médio mais apreciado ao longo desse ano. A projeção para 2026 foi mantida em 4,5%.**

**É provável que o Banco Central tenha encerrado o ciclo de alta de juros e mantenha a taxa Selic estável em 14,75% a.a. até o final do ano.** Apesar do cenário de inflação de curto prazo pressionado, o nível de aperto da política monetária é bastante restritivo. A taxa de juros real esperada para os próximos 12 meses atingiu 9,3% a.a., considerando as expectativas para o IPCA 12 meses à frente do Boletim Focus do BC. Ao longo do 2º semestre, a taxa de juros reais se elevará, pois a expectativa do mercado e do nosso cenário para o IPCA de 2026 está em 4,5%. Portanto, no final do ano, as taxas de juros reais atingirão 9,8% a.a. — um patamar bastante restritivo.

**A política fiscal segue sendo o fundamento mais frágil da economia. No primeiro trimestre desse ano, as despesas tiveram um ritmo de crescimento baixo de 1,4% em termos anuais devido à ausência de orçamento nos primeiros meses do ano** — o que implica na regra de liberação de 1/18 do orçamento do orçamento previsto para as despesas não obrigatórias. No entanto, o ritmo de crescimento de despesas obrigatórias, como abono e seguro-desemprego e benefícios de prestação continuada (BPC) — que estão crescendo 16,8% e 17,9% em termos anuais no acumulado do ano até março — é uma dinâmica preocupante. Isso acontece porque as demais despesas não obrigatórias passarão a crescer em ritmo normal a partir da aprovação do orçamento em abril.

**Mantemos nossa expectativa de déficit primário de 0,9% do PIB esse ano, sem descontos. A dívida bruta deverá atingir 82,2% do PIB no final de 2025, subindo 6,5 p.p. ante o nível do final de 2024.**

O déficit em conta corrente sofreu forte deterioração e atingiu 3,2% do PIB em março, reflexo da queda no saldo da balança comercial — que passou de US\$ 94,1 bilhões em março do ano passado para US\$ 57,4 bilhões neste ano. Além disso, a despesa com serviços — como viagens, fretes e aluguel de equipamentos — aumentou em US\$ 10,5 bilhões nos últimos 12 meses e chegou a US\$ 56,1 bilhões em março.

A deterioração do déficit levou a uma redução da diferença entre ele e o financiamento via investimento estrangeiro direto, que atingiu 3,2% do PIB e equilibrou-se com a conta corrente.

Apesar dessa piora nas contas externas, a taxa de câmbio tem se apreciado devido ao enfraquecimento do dólar frente às principais moedas, o que tem beneficiado o real. Contudo, espera-se que a perda de força do dólar se interrompa nos próximos meses e os fundamentos fiscais e externos voltem a pressionar a moeda brasileira no final do ano. A expectativa é de que o dólar atinja R\$ 6,00 no final de 2025, embora o real se mantenha apreciado até meados do ano devido à dinâmica global.

## Renda Variável

**Abril foi, novamente, um mês positivo para as ações brasileiras. O Ibovespa subiu 3,7%, acumulando valorização de 12,3% no ano.** Em dólares, os números impressionam ainda mais: alta de 4,4% no mês e 22,6% no acumulado de 2024. Podemos considerar a performance da bolsa brasileira, junto com as da América Latina, surpreendente. As bolsas da região têm registrado performances bastante positivas na moeda local e, principalmente, em dólar.

As explicações para a performance positiva já foram abordadas em nossas outras cartas do ano. **No entanto, os últimos desdobramentos nos deixam mais confortáveis para ter uma visão ligeiramente mais construtiva para os ativos de riscos, o que nos levou a reanalisar nosso cenário.**

Começamos o ano com uma previsão de que o Ibovespa encerraria 2025 negociando próximo dos patamares atuais, aos 138 mil pontos. Nós esperávamos que a economia internacional manteria uma certa trajetória de crescimento, que continuaria pressionando nosso câmbio e nos fazia trabalhar com um cenário de Selic e inflação mais altas.

Com os desdobramentos da política tarifária de Donald Trump, presenciamos o movimento contrário, com o real se apreciando ante o dólar e uma forte realização no preço de algumas commodities chaves — principalmente o petróleo. Com esse cenário em mente, começamos a trabalhar com um ciclo de alta de juros menor, que provavelmente se encerrou na última reunião do Copom, onde o comitê elevou a Selic para 14,75% ao ano.

Apesar de ainda estar em patamares desconfortáveis, a inflação caminha para a meta no horizonte relevante para a política monetária. Isso pode criar um certo nível de liberdade para que o Banco Central comece a discutir o relaxamento dos juros em algum momento entre o final do quarto trimestre de 2025 e o começo de 2026.

**Com este cenário, que ainda conta com uma atividade resiliente, afastando a probabilidade de uma recessão, projetamos que os lucros das empresas listadas — à exceção do setor de commodities, principalmente — devem se manter mais ou menos nos patamares que projetamos para os próximos trimestres.**

Desta forma, concordamos que o múltiplo de saída justo para o Ibovespa no final de 2025 deveria ser mais altos e negociar em patamares parecidos com o do início do processo de afrouxamento monetário que tivemos em 2023, momento em que os ativos brasileiros tiveram uma performance bastante positiva. **Assim, estamos elevando nossas projeções do Ibovespa ao final de 2025 para 150.000 pontos.**

O cenário continua incerto, com alguns fatores que ainda podem jogar contra esse desfecho mais positivo. No momento, porém, estamos ligeiramente mais confortáveis com as premissas recém adotadas.

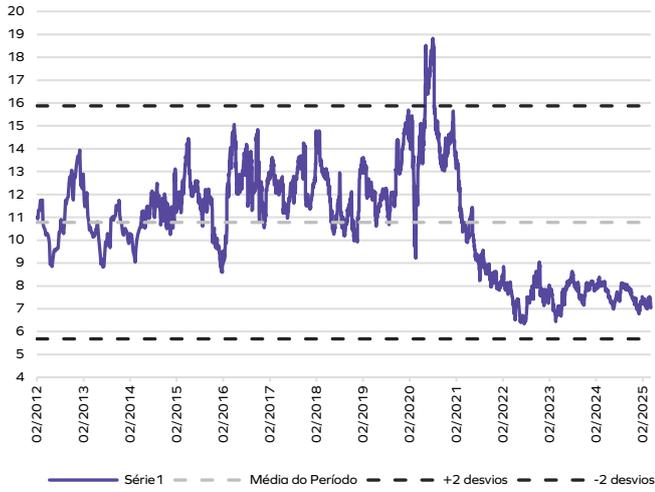
Apesar do aumento do preço do Ibovespa, estamos adicionando riscos de maneira paulatina em nossas Carteiras, evitando ativos que são muito sensíveis ao ciclo macroeconômico e/ou com problemas em sua estrutura de capital. Continuamos reduzindo exposição em empresas com receitas dolarizadas — seja via commodities ou outras fontes. Reforçamos nossa convicção em bancos com baixa exposição a segmentos vulneráveis e balanços sólidos, além de seguradoras — que se beneficiam da Selic mais alta — e empresas dos setores de utilidades públicas e shoppings. Mesmo nesses setores defensivos, priorizamos:

1. Estrutura de capital saudável, sem concentração de vencimentos no curto prazo;
2. Teses consolidadas, com boa entrega operacional independente de gatilhos externos;
3. Gestão experiente e de alta qualidade.

Seguiremos atentos à evolução do cenário internacional e aos desdobramentos internos, cientes de que a combinação entre incertezas globais e fundamentos locais ainda pode trazer volatilidade. Nesse contexto, seguimos privilegiando qualidade, resiliência e boa execução como critérios centrais na escolha dos ativos, mantendo disciplina e seletividade em nossas alocações. A leitura cuidadosa dos sinais — tanto de política monetária quanto de comércio internacional — continuará sendo essencial para navegar os próximos meses com responsabilidade e consistência.

Gráfico 10a

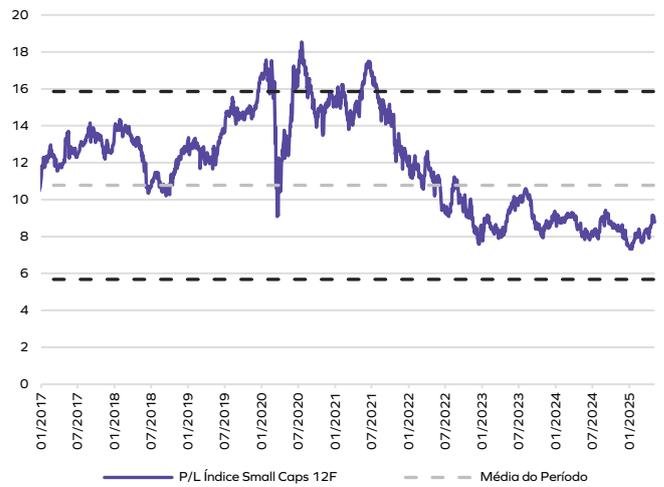
**Índice Bovespa = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses**



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 10b

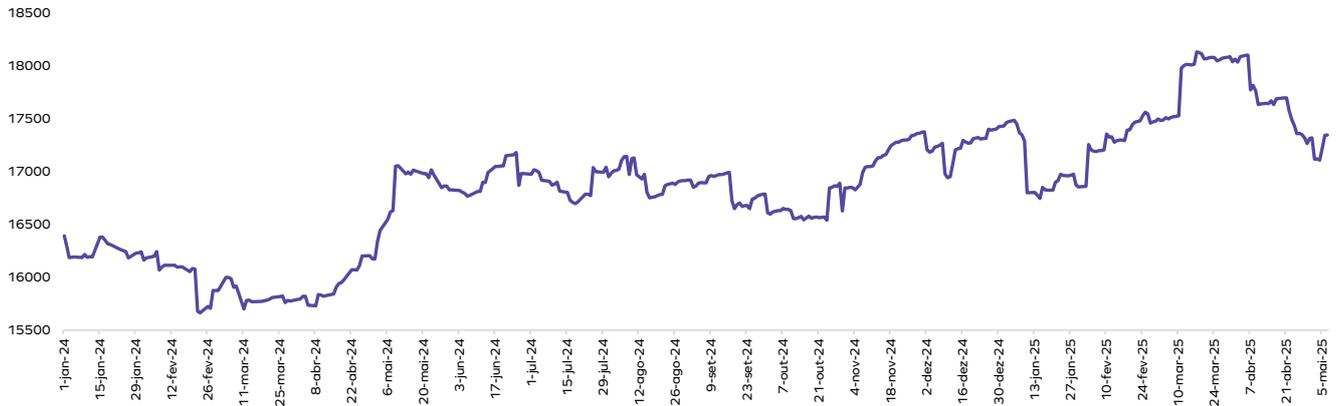
**Índice Small Caps = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses**



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

Gráfico 11



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

# Fundos Imobiliários

**O mês de abril foi, novamente, positivo para a indústria de Fundos Imobiliários. O IFIX, índice de referência do mercado de FIIs, teve performance sólida, com alta de 3,30% no período, e aumentou seus ganhos acumulados em 2025 para 9,5%.**

Os últimos meses foram positivos para as diversas classes de ativos. Esse movimento tornou a margem de segurança relativamente apertada e, por isso, estamos mais criteriosos na alocação dos ativos.

**No momento, ainda consideramos a classe de recebíveis — particularmente os indexados ao IPCA — como a classe de ativos mais interessante para alocação.** O carregamento continua elevado e enxergamos a possibilidade de algum ganho de capital com o fechamento das curvas de juros mais longas, que impactam o Valor Patrimonial desses ativos.

No momento, estamos preferindo ficar um pouco fora dos ativos que são mais indexados ao CDI. Entendemos que quase toda essa classe está negociando muito próximo — em muitos casos, até acima — do VP.

**Em Tijolos, continuamos com predileção por alocar em Logística e em Shoppings.** Estas são as duas classes em que enxergamos os melhores portfólios e times de gestão, além

do fato de ambas as classes estarem com excelentes performances operacionais — com aumento do aluguel por m<sup>2</sup> em diversas regiões dado a demanda forte por área em logística, enquanto os shoppings estão mantendo boas métricas operacionais, com aumento de vendas e fluxo que deve possibilitar repasse e reajustes positivos de aluguel para os lojistas.

Os últimos dois meses, como comentamos acima, retiraram um pouco das grandes assimetrias que enxergávamos quando olhávamos de uma maneira mais generalista para os Fundos Imobiliários. Agora, em nossa opinião, o trabalho volta a ser mais focalizado, com maior atenção na escolha de quais fundos vão fazer parte de sua Carteira.

Dito isso, mantemos nossa posição de 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 12



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

## Renda Fixa

**Nos EUA, a curva de juros dos Treasuries manteve a tendência de queda ao longo de abril.** O movimento reflete o maior risco de desaceleração da atividade com o anúncio das tarifas recíprocas, embora o movimento tenha se concentrado na parte curta e média da curva.

O mercado segue precificando um ciclo de corte de juros no segundo semestre desse ano, com a precificação oscilando entre três e quatro cortes de 25 pontos base no período.

A rotação das carteiras, com a saída dos investidores de ativos denominados em dólares para outros mercados beneficiou os mercados emergentes, em especial o Brasil. Os ativos de risco domésticos tiveram boa performance, com destaque para o forte fechamento da curva de juros doméstica e a apreciação do real.

**No mercado futuro, a taxa Selic terminal recuou de 15,32% a.a. no fim de março para 14,47% a.a. no fechamento de abril.** A queda reflete a percepção de que o Banco Central encerrou o ciclo de aperto monetário, aumentando as apostas em um possível corte de juros no final do ano. A avaliação de que o choque de commodities tende a ser deflacionário — aliada à expectativa de desaceleração do crescimento global com impactos sobre a economia doméstica — sustenta essa discussão.

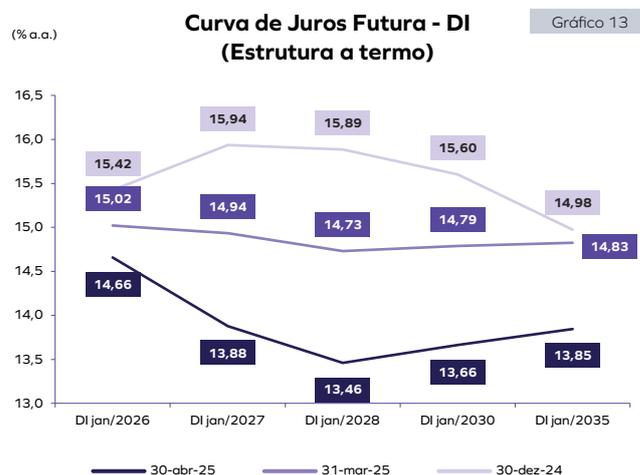
Mantemos a projeção de início do ciclo de cortes a partir de janeiro de 2026. No entanto, não descartamos a possibilidade de antecipação caso a desaceleração da atividade e a trajetória da inflação se mostrem mais intensas do que o previsto em nosso cenário base.

Nos Estados Unidos, os receios quanto ao impacto das tarifas sobre o crescimento, somados ao aumento da probabilidade de recessão, mantiveram a pressão sobre a parte curta e média da curva de juros. Apesar disso, o movimento na ponta longa — especialmente acima de 10 anos — foi menos intenso. As taxas dos Treasuries de 30 anos chegaram a subir em resposta às preocupações fiscais e a saída de investidores de ativos denominados em dólar. A curva de juros cedeu de forma expressiva nos vencimentos de até 5 anos: os rendimentos dos títulos de 2 e 5 anos recuaram cerca de 20 pontos base, encerrando abril em 3,61% e 3,73% ao ano, respectivamente. Em contrapartida, os juros dos títulos de 30 anos avançaram 11 p.b.

No mercado doméstico, a queda da curva de juros nominais não foi acompanhada na mesma proporção pelos cupons das NTN-Bs. Esse descompasso é explicado por alguns fatores: (i) menor liquidez do mercado de títulos indexados à inflação nos últimos anos; (ii) postura mais conservadora dos fundos de pensão, que já estão com suas carteiras imunizadas; (iii) ausência de risco nos portfólios dos fundos multimercados; e (iv) pela preferência dos investidores estrangeiros por NTN-Fs — papéis prefixados com pagamento de cupons semestrais.

**Ainda assim, como os mercados tendem a ser arbitrados ao longo do tempo, é esperada uma convergência que deve beneficiar as NTN-Bs. A NTN-B com vencimento em 2045, por exemplo, teve uma queda modesta de 10 p.b. em seu rendimento, passando de 7,48% ao ano no fim de março para 7,38% ao ano no fechamento de abril.** Consideramos esse um nível de retorno bastante atrativo, sobretudo diante da tendência de queda da curva nominal, que deve influenciar também a curva real.

Os ativos de renda fixa continuam oferecendo prêmio em relação ao nosso cenário base, o que reforça a atratividade da alocação em papéis prefixados — especialmente nas NTN-Bs, que ainda apresentam rendimento elevado e atrasado em comparação aos demais ativos. No mercado de crédito privado, seguimos preferindo emissões atreladas ao CDI de empresas com boa avaliação de risco, destacando a importância de uma seleção criteriosa desses ativos, especialmente no cenário atual.



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

**Alexandre Mathias**  
Estrategista-Chefe  
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.