montebravo

Carta mensal

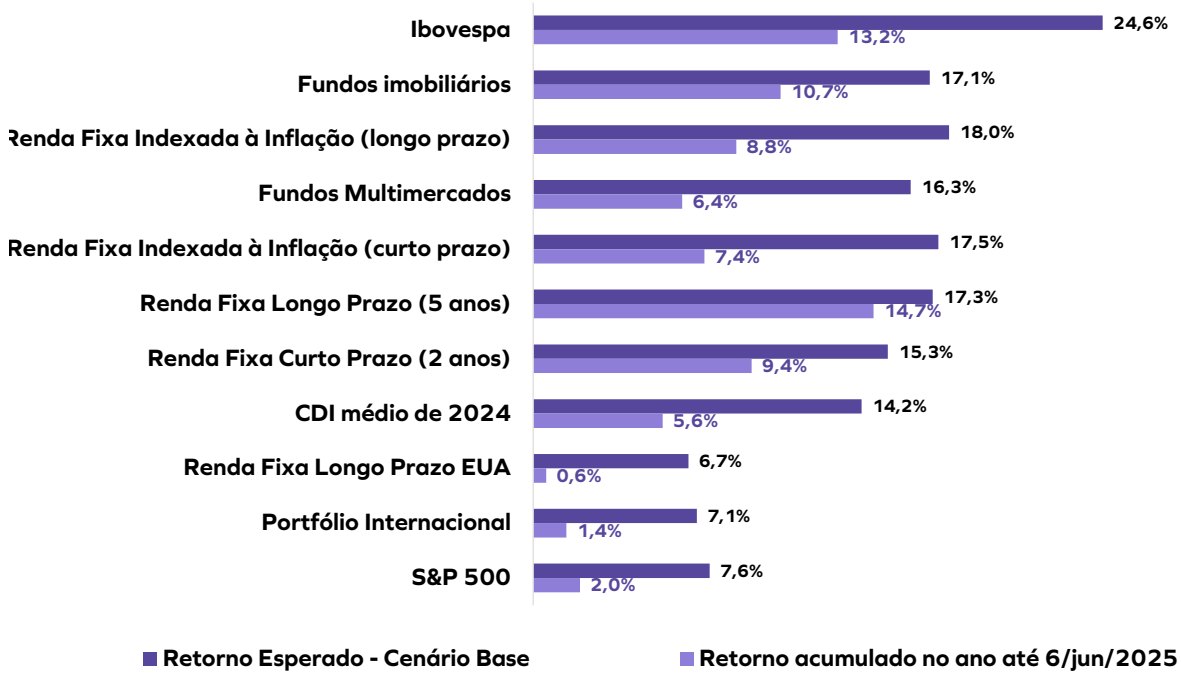
Tarifas e fiscal de Trump acentuam incerteza nos EUA e enfraquecem dólar globalmente, isso contribuí para uma melhora dos ativos brasileiros.

O aumento da incerteza nos EUA continua a gerar uma realocação das carteiras globais que beneficia o Brasil.

A despeito da deterioração fiscal, há um entendimento geral que o próximo governo terá que fazer um ajuste estrutural nos gastos.

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
Setores Preferidos:	**Setores Preferidos:**	**Ativos Preferidos:**	**Ativos Preferidos:**
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

Os mercados de ações norte-americanos seguiram em recuperação em maio, à medida em que as tensões comerciais diminuíram. No entanto, a aprovação na Câmara dos EUA de um Orçamento que expande os déficits levou a um aumento nas taxas de juros.

Os mercados globais também seguiram avançando, impulsionados por um dólar enfraquecido mesmo com os juros mais altos. No Brasil, apesar das notícias de novos programas assistenciais que deterioram ainda mais a frágil situação fiscal do país, os ativos de risco seguem com desempenho positivo. Esse movimento é impulsionado pelo quadro global.

Mercados em Maio

Em maio, os ativos globais apresentaram desempenho positivo, impulsionados por fatores macroeconômicos e geopolíticos favoráveis.

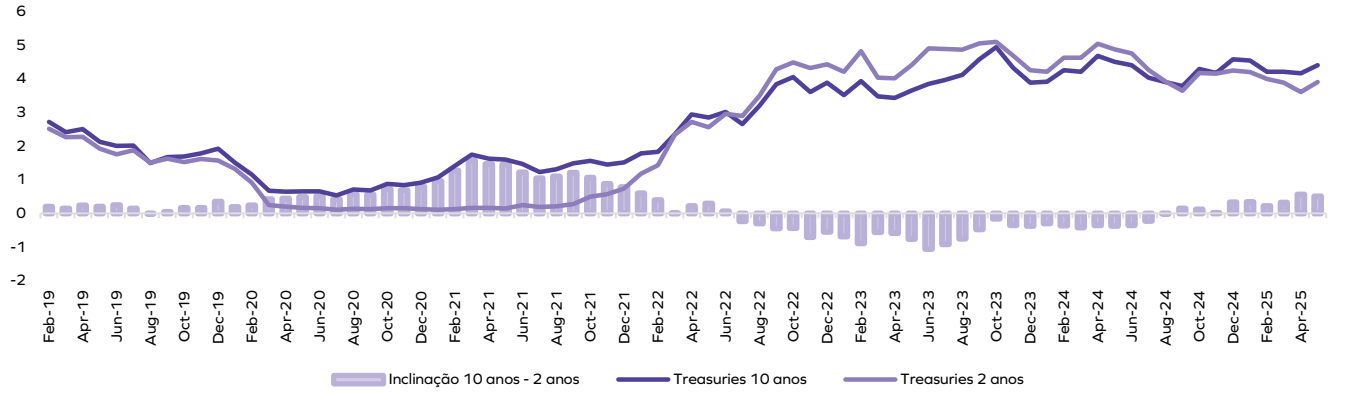
Nos Estados Unidos, os principais índices acionários registraram fortes ganhos: o Dow Jones subiu 3,9%, o S&P 500 avançou 6,2%, o Nasdaq teve alta expressiva de 9,6% e o Russell 2000 cresceu 5,2%. A principal força motriz dessas altas foi a redução das tensões comerciais entre EUA e China, que favoreceu especialmente o setor de tecnologia, com destaque para as big techs.

Os ativos globais também apresentaram valorização: o MSCI World avançou 5,5%, enquanto o MSCI Emerging Markets subiu 4,0%. O Bitcoin subiu 10,6%, continuando sua trajetória de valorização, enquanto o ouro ficou estável.

No mercado de renda fixa, os Treasuries sofreram pressão com o aumento das preocupações fiscais nos EUA, o que levou a uma alta nas taxas de juros ao longo da curva: o título de 2 anos subiu mais de 30 pontos base, de volta para 3,90%; a taxa de 10 anos saltou de 4,16% para 4,40%; e as taxas de 30 anos avançaram cerca de 25 p.b. Apesar da alta dos juros, o dólar seguiu enfraquecido, com o índice do dólar (DXY) fechando em 99,4 pontos.

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

Gráfico 2

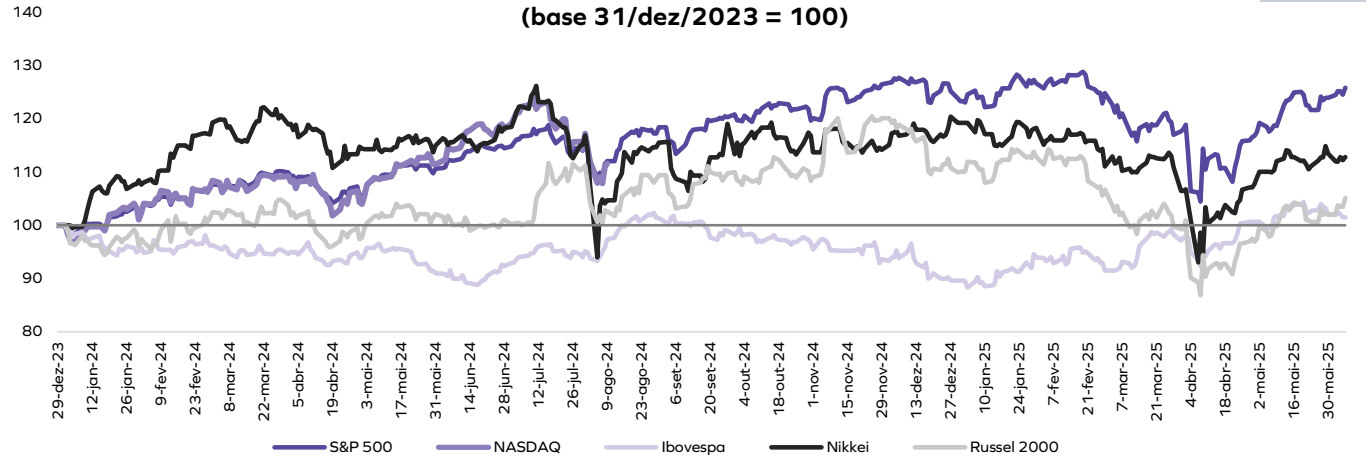


Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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%.

Gráfico 3

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



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

No Brasil, o real teve uma leve queda de 0,85% frente ao dólar em maio, enquanto a inflação medida pelo IPCA foi de 0,33%. O Ibovespa avançou 1,5% e os ativos de renda fixa também valorizaram, com os títulos longos superando o CDI de 1,14% do mês. O IRF-M subiu 1,0%, o IMA-B avançou 1,7%, o IMA-B5+ teve ganho de 2,5%, o Pré de 2 anos subiu 0,7% e o Pré de 5 anos teve alta de 1,2%.

No acumulado do ano, o CDI registra uma alta de 5,26%, o Ibovespa sobe 13,9% e o dólar PTAX cai 7,8%, gerando ganhos nos benchmarks da renda fixa: IRF-M (8,8%); IMA-B (7,4%); IMA-B5+ (8,7%); Pré de 2 anos (9,50%); e Pré de 5 anos (15,0%).

A incerteza fiscal segue elevada no Brasil, mas isso parece já estar incorporado aos prêmios de risco e os mercados domésticos estão sendo beneficiados pelo redirecionamento dos fluxos.

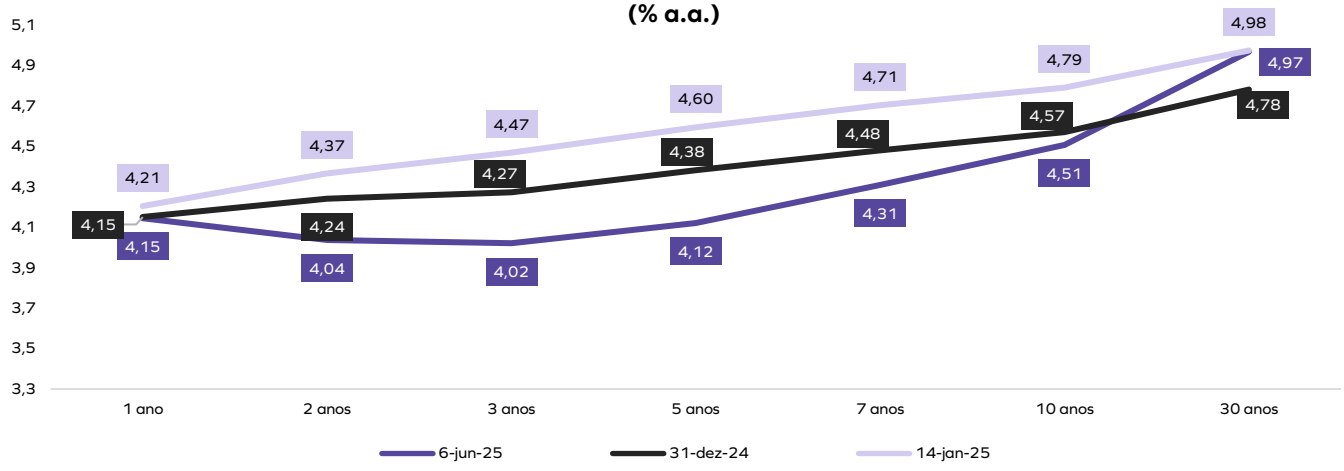
Além disso, a perspectiva de encerramento do ciclo de aperto da Selic também contribuiu para o desempenho dos ativos brasileiros. O mercado elevou a probabilidade de um aumento final de 0,25 p.p., mas nossa avaliação é que a taxa de 14,75% ao ano já produz a convergência para a meta em 2027 e um aumento residual não faria qualquer diferença neste horizonte.

Seria muito diferente se o BC estivesse buscando a convergência em 2026. Neste caso, no entanto, o aumento adicional teria que ser da ordem de 200 p.p. para segurar uma economia que segue tende um impulso fiscal muito forte.

Os mercados de risco vão observar com atenção a evolução das negociações comerciais e a postura do Fed, assim como a tramitação do Orçamento no Senado dos EUA.

Gráfico 4

EUA - Estrutura a Termo - Treasuries (% a.a.)



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Estratégia de Investimentos

Gráfico 5

Preços dos Ativos						Retornos (%)			Em 2025 (%)	
Ativos Globais	**2023**	**2024**	**6-jun-25**	**2025p**	**2026p**	**2024**	**2025p**	**2026p**	**YTD***	**YTGp***
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,57	4,51	4,25	4,25	-2,7	7,8	4,3	2,9	4,7
S&P 500	4.770	5.882	6.000	6.250	6.750	23,3	6,3	8,0	2,0	4,2
DXY	101,3	108,5	99,9	100,0	96,0	7,1	-7,8	-4,0	-8,6	0,8
Ativos Brasil										
Ibovespa	134.185	120.283	136.102	150.000	225.000	-10,4	24,7	50,0	13,2	10,2
Dólar	4,84	6,19	5,57	6,00	5,00	27,9	-3,1	-16,7	-10,1	7,7
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	7,38	7,18	6,75	5,25	-6,4	21,0	30,7	8,5	12,5

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.

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 o recorde nominal do Ibovespa confirma a visão.

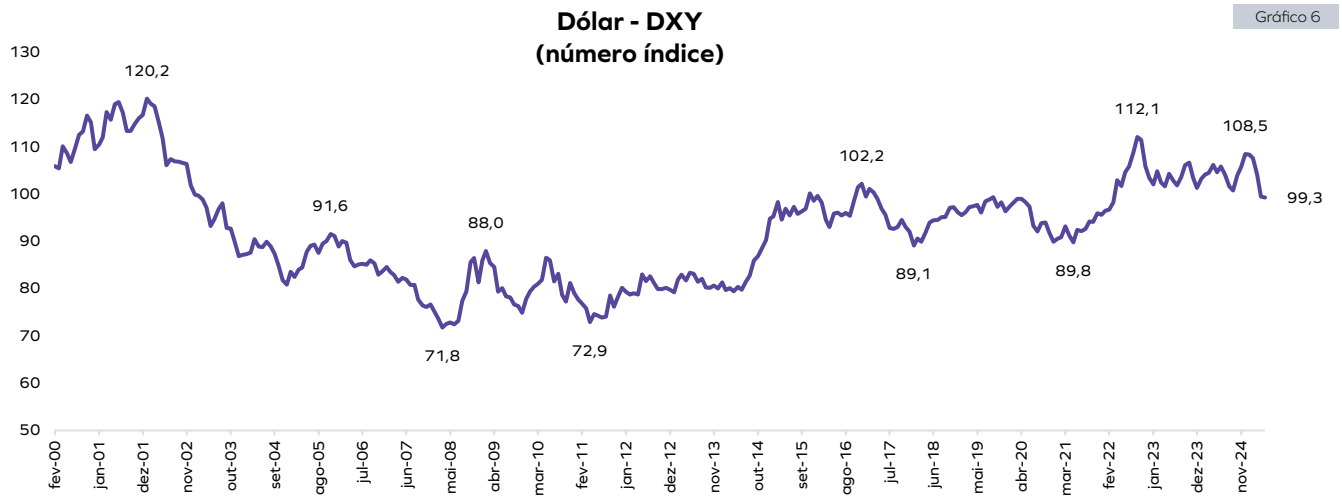
No âmbito global, o Fed deve observar atentamente como as tarifas afetam os preços e o comportamento dos consumidores. A resposta da política monetária dependerá da persistência da inflação e da reação do mercado de trabalho.

A princípio, as tarifas representam um aumento pontual nos preços — e não uma fonte contínua de pressão inflacionária. Se isso se confirmar e as expectativas de inflação permanecerem ancoradas, os riscos negativos para a economia provavelmente dominarão a decisão de juros do Fed. Por isso continuamos a ver cortes de juros no segundo semestre.

O mercado parece ter virado a página das tarifas, ainda que seja um tema capaz de gerar volatilidade. Agora, ele deve ficar mais suscetível à evolução do Orçamento no Senado dos EUA.

Paradoxalmente, o cenário de maior incerteza nos EUA produziu uma realocação das carteiras globais que enfraquece o dólar e produz um fluxo que também vai para emergentes, de forma que o Brasil sai marginalmente beneficiado.

Gráfico 6



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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 — uma combinação disfuncional.

A agenda econômica segue subjugada pela pauta eleitoral — em especial diante da queda da popularidade do governo, que segue acreditando que programas de transferência de renda possam reverter esse quadro.

A recuperação dos ativos domésticos 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.

Nesse contexto, os fluxos de capital têm se desviado para mercados como Japão e Europa — e, de forma residual, alcançam também os emergentes. De qualquer forma, isso gera um quadro mais construtivo para os ativos brasileiros.

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

Ações: Os fluxos decorrentes do quadro global mais ameno favorecem a alta do Ibovespa e sancionam o alvo de 150.000 pontos 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 FIIs que tenham times de gestão estruturados.

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

Ativos em dólar: O quadro global mais ameno permite imaginar que a taxa de câmbio possa apreciar até R$ 5,40 no 3º trimestre, mas o final de ano deve ter um dólar mais perto de R$ 6,00 devido ao risco fiscal e à reversão dos fluxos.

Ações EUA: Os mercados tendem a antecipar os próximos 6 a 12 meses, um horizonte no qual espera-se uma agenda mais favorável nos EUA — incluindo estímulos à infraestrutura, incentivos fiscais, desregulamentação e cortes de juros.

Renda Fixa EUA: As taxas de juros longas estão pressionadas pelo risco fiscal e pela realocação das carteiras globais. Caso nosso cenário base para a inflação e os Fed Funds prevaleça, seria de se esperar um recuo das taxas de 10 anos para o patamar de 4,25% ao ano.

Alocação

O CDI projetado de 14,20% para os próximos 12 meses resulta em um juro real de 8,56% ante um IPCA de 5,20%. Nesse contexto, a recomendação segue de um portfólio com perfil defensivo, com uma parcela relevante exposta ao dólar.

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.

Com os ativos de risco domésticos acumulando ganhos significativos, ao mesmo tempo em que o dólar recuou, estamos fazendo apenas um ajuste marginal na carteira de investimentos sugerida. Assim, realizamos lucros na renda variável e aumentamos a exposição aos investimentos no exterior.

Destacamos que o custo da proteção via opções de bolsa 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 7

Carteira Sugerida Monte Bravo — **Junho - 25**

Cenário Base			Perfil			
Classe	**Benchmark**	**R[E] 12 m**	**Conservador**	**Moderado**	**Dinâmico**	**Arrojado**
Renda Fixa Pós	CDI	14,2%	80,0	22,0	**10,0**	6,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	15,5%	5,0	20,0	**12,0**	10,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	17,0%	15,0	28,0	**35,0**	40,0
Multimercado	IHFA	17,0%		5,0	**5,0**	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX	16,6%		5,0	**5,0**	4,0
Renda Variável	Ibovespa	24,1%		5,0	**10,0**	17,0
Alternativos	Não possui	19,9%		2,0	**3,0**	4,0
Internacional	60 Ações /40 Bonds	13,6%		13,0	**20,0**	15,0
Objetivo de retorno de CDI+			**0,5-1,0**	**1-3**	**3-5**	**5-8**
Volatilidade anual esperada			**1,0-2,0**	**2-4**	**4-8**	**6-12**

* Referência para uma carteira de investimentos diversificada para 4 perfis genéricos no horizonte de 3 anos.
A sugestão deve ser personalizada, pois necessidades específicas somente podem ser capturadas numa conversa pessoal.
** A meta de CDI + é um objetivo perseguido em janelas longas de tempo, não se configurando como promessas de rentabilidade.

Cenário Macroeconômico

Internacional

Após o elevado nível de incerteza atingido em abril com o anúncio do Liberation Day e as tarifas recíprocas, a decisão do governo Trump de postergar por 90 dias a entrada em vigor do aumento das tarifas de importação trouxe uma redução da incerteza.

No entanto, o impacto da política comercial na inflação ainda será substancial. Isso acontece por conta do mínimo já implementado de elevação em 10% das tarifas de importação para todos os países. Considerando que haverá a manutenção de tarifas reciprocas para alguns países, o montante final de elevação da tarifa efetiva de importação deverá ser entre 10% e 15%.

Essa alta implicará em um impacto de cerca de 1,0 a 1,5 ponto percentual no núcleo do PCE nos próximos meses. Avaliamos que o núcleo do PCE deverá subir até 3,6% em termos anuais no auge do impacto das tarifas, terminando o ano em 3,3% e desacelerando para 2,2% em 2026. A inflação seguiu bem-comportada até abril, com o núcleo do PCE desacelerando para 2,5% em termos anuais, e sem sinais de maiores impactos das tarifas.

Entretanto, há evidencias que o choque da inflação está impactando a economia. Os componentes de preços pagos das pesquisas dos gerentes de compras (ISM) indicam forte pressão inflacionária à frente. Os indicadores de preços pagos do ISM da indústria e de serviços subiram 16,9 e 4,3 pontos, respectivamente, desde o início do ano. Ambos os relatórios tiveram aumento do número de menções a respeito dos impactos inflacionários das tarifas.

Historicamente, o componente de preços pagos do ISM industrial tem alta correlação com os preços no atacado (PPI) e o patamar atingido pelos preços do ISM é compatível com a variação anual do PPI acelerando para 9,0% ao ano nos próximos meses. Portanto, devemos observar maiores pressões nos preços no atacado a partir de maio, que deverão ser capturados rapidamente pelos preços ao consumidor.

Mantemos a avaliação de que o choque inflacionário decorrente das tarifas deverá se concentrar entre o segundo e o terceiro trimestres deste ano. Passado esse período, a trajetória da inflação deve voltar a apontar para uma convergência à meta de 2,0% em 2026. Diante desse cenário, seguimos com a expectativa de que o Fed começará a reduzir os juros a partir de setembro, com três cortes de 25 pontos base, levando a taxa básica para 3,75% ao ano em dezembro.

Além dos sinais de pressões inflacionárias, os ISM da indústria e dos serviços também indicaram que a confiança teve forte deterioração ao longo de maio, em especial no setor de serviços — que estava mais resiliente até então. A piora da confiança e a maior incerteza são fatores que deverão reduzir o ritmo da economia nos próximos trimestres.

O último Livro Bege — relatório que atualiza a situação econômica dos distritos onde o Fed tem sedes regionais — trouxe sinais dos impactos da política tarifária. Segundo o relatório, as empresas estariam atrasando a contratação de mão de obra devido às incertezas e todos os distritos descreveram menor demanda por emprego.

A economia segue com fundamentos robustos, como a boa posição patrimonial das famílias, a baixa alavancagem das empresas e o mercado de trabalho resiliente. Não podemos descartar, porém, que a atividade registre um ou mais trimestres de contração no 2° semestre devido aos impactos das tarifas. A projeção para o crescimento do PIB é alta de 1,3% em 2025.

Na China, os dados de atividade de abril foram mistos. A indústria manteve um ritmo favorável de crescimento, enquanto os investimentos e as vendas do varejo desaceleraram. A postergação das tarifas por 90 dias deverá impulsionar a produção industrial e as exportações, contribuindo para uma perspectiva de crescimento melhor no curto prazo.

Nesse sentido, revisamos a projeção de crescimento do PIB chinês de 4,5% para 5,0% no 2° trimestre. Isso deve contribuir para uma elevação do patamar médio do PIB, mesmo esperando uma acomodação da atividade ao longo do 2° semestre. Como resultado, a projeção de crescimento para o PIB foi revisada de 4,0% para 4,3% em 2025.

Brasil

O crescimento do PIB no primeiro trimestre confirmou a expectativa de um resultado robusto, embora a contribuição da agricultura tenha sido menor que o esperado.

A economia cresceu 1,4% na margem no 1° trimestre de 2025, com a agricultura crescendo 12,2% na margem e liderando o resultado. Apesar do bom desempenho, os indicadores antecedentes sinalizavam uma alta em torno de 14,0% na margem, o que resultou no crescimento do PIB um pouco abaixo da nossa expectativa.

O impacto defasado do aperto de juros apareceu na dinâmica da indústria, que contraiu 0,1% na margem com quedas da indústria de transformação e da construção civil. Esses setores são cíclicos e com dependência de crédito para crescer, o que justifica o fraco desempenho na margem. Por outro lado, os serviços cresceram 0,3% na margem, mantendo um ritmo de crescimento moderado e compatível com o aumento do emprego e da renda real das famílias.

A economia deverá crescer 0,2% na margem no 2° trimestre, com continuidade da desaceleração da indústria e menor contribuição da agricultura no período. O efeito do aumento da taxa de juros ficará mais evidente no 3° e 4° trimestres — que deverão registrar contração de 0,1% e estabilidade na margem, respectivamente. A projeção de crescimento do ano foi mantida em 1,9%, com a expectativa de fraco desempenho da economia no 2° semestre desse ano.

A dinâmica de inflação foi bastante desafiadora nos primeiros quatro meses desse ano, com o IPCA acumulando alta de 2,3% no período. A inflação deverá registrar um comportamento mais benigno partir de maio, com a reversão de alguns dos choques — como o aumento dos preços de alimentos e a depreciação do câmbio — que pressionaram os preços no início do ano. As coletas de preço de alimentos no atacado indicam deflação de 4,1% nos últimos 30 dias até 3 de junho. A apreciação recente do câmbio tem reduzido o repasse do enfraquecimento do real na virada do ano.

O IPCA deverá ser beneficiado pelo desconto de gasolina e a deflação de alimentos no curto prazo. No entanto, as bandeiras tarifárias de energia deverão amortecer parte desse alívio devido ao baixo nível dos reservatórios, em especial, na região Sul. Por outro lado, as contas de luz poderão ter oscilação na metade do ano devido ao bônus de Itaipu, que deve reduzir as tarifas temporariamente em cerca de 8,0% no mês em vigor. Excluindo a volatilidade mensal, a dinâmica do IPCA deverá ser mais benigna nos próximos meses, com moderação dos núcleos de inflação. A projeção para o IPCA de 2025 foi revista de 5,8% para 5,7%, incorporando a expectativa de moderação do crescimento e a dinâmica favorável dos preços de commodities em reais.

O Banco Central deverá encerrar o ciclo de alta de juros na reunião de 18 de junho, mantendo a taxa Selic estável em 14,75% ao ano até o fim de 2025. Considerando o total de 425 pontos base de aumento desde o início do ciclo, o nível de aperto monetário é bastante restritivo.

Como indicado nas comunicações do próprio Banco Central, os efeitos acumulados da política monetária ainda serão sentidos na economia, e o balanço de riscos está mais equilibrado. Portanto, a estratégia será manter os juros elevados por um período prolongado, assegurando a convergência da inflação para a meta.

A dinâmica fiscal segue inspirando cautela, sentimento reforçado pelo relatório bimestral de receitas e despesas do governo. Na revisão do relatório, o governo reconheceu a frustração de R$ 31,3 bilhões de receitas e o aumento de R$ 25,8 bilhões de despesas em 2025.

Essa revisão resultou na piora do resultado primário sem descontos, que passou de déficit de 0,2% para 0,8% do PIB. Considerando o desconto de R$ 45,3 bilhões (0,4% do PIB) autorizado para o pagamento dos precatórios do limite de meta de resultado fiscal, o déficit primário projetado seria reduzido para 0,4% do PIB. Entretanto, esse resultado primário estaria acima da banda da meta fiscal desse ano, que permite que o governo incorrer em déficit primário de até 0,25% do PIB. Dessa maneira, o governo anunciou o bloqueio mais contingenciamento de R$ 31,3 bilhões (0,2% do PIB).

Além disso, houve o anúncio das medidas do IOF com o objetivo de arrecadar R$ 20 bilhões para recompor a arrecadação, evitando uma contenção de despesas ainda maior. A dinâmica das despesas segue sendo o principal desafio da consolidação fiscal, em especial as despesas com BPC, benefícios previdenciários e despesas discricionárias — que seguem crescendo 9,6%, 10% e 14,6%, respectivamente, em termos anuais em 2025.

O forte crescimento das despesas tem exercido forte pressão por ganhos de arrecadação na ausência de cortes de gastos. Isso torna o ajuste mais custoso para a economia devido ao aumento da carga tributária. Mantemos a expectativa de que o resultado primário sem descontos será deficitário em 0,9% do PIB, o que implicará no aumento da dívida bruta de 76,1% para 82,3% do PIB em 2025.

As contas externas seguem pressionadas pelo menor saldo comercial no acumulado do ano até abril. A conta corrente registrou déficit de US$ 21,4 bilhões (3,1% do PIB) nos primeiros 4 meses desse ano, frente ao déficit de US$ 14,1 bilhões (1,9% do PIB) no mesmo período do ano passado. A redução de US$ 9,2 bilhões do superávit na balança comercial nesse período foi o principal responsável por essa deterioração.

Projetamos que esse saldo deverá se recuperar ao longo do ano, com a desaceleração das importações acompanhando a perda de ritmo da atividade econômica. Com isso, o superávit comercial deve atingir US$ 70,6 bilhões em 2025, ante US$ 65,8 bilhões em 2024. A conta corrente, por sua vez, deverá encerrar o ano com déficit de US$ 63,6 bilhões (-2,8% do PIB), acima dos US$ 61,2 bilhões registrados em 2024.

Apesar da piora nas contas externas e fiscais, o cenário global tem sido o principal fator determinante da dinâmica cambial. Paradoxalmente, a guerra comercial e a deterioração fiscal nos EUA têm provocado fuga de investidores de ativos denominados em dólar, o que tem beneficiado os mercados emergentes.

Como os países asiáticos estão mais expostos às tarifas, os mercados da América Latina — especialmente o Brasil — têm se beneficiado do redirecionamento dos fluxos de capitais. Nesse contexto, não descartamos uma apreciação adicional do real no curto prazo.

Dessa forma, a fraqueza do dólar tem adiado os efeitos negativos que os fundamentos fiscais e externos exerceriam sobre o real. No entanto, a conclusão das negociações comerciais e o início do ciclo de cortes de juros pelo Fed, previsto para setembro, deverão atrair novamente o fluxo de capitais para os EUA, com a perspectiva de retomada da atividade ao longo de 2026. Isso deve fortalecer o dólar no final do ano. Portanto, esperamos que o real volte a se depreciar com mais intensidade a partir do terceiro trimestre e encerre 2025 com a taxa de câmbio em R$ 6,00 por dólar.

Cenários

Gráfico 8

O que acontece				Mais do mesmo		Risco fiscal sobe		Populismo radical	
Cenário				**Otimista**		**Base**		**Pessimista**	
Política Fiscal **Política Monetária**				**Déficit > -0,50% PIB** **BC mira 2026**		**Déficit > -0,90% PIB** **BC acomoda inflação**		**Déficit < -1% PIB** **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**	1,50	-0,50
IPCA (% a.a.)	5,80	4,60	4,80	5,30	4,00	**5,70**	**4,50**	6,20	7,00
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	12,25	14,75	10,50	**14,75**	**11,00**	14,75	10,00
Câmbio (R$/USD final de ano)	5,22	4,84	6,19	5,40	5,75	**6,00**	**6,40**	6,40	7,00
Juro Real (% a.a.)	7,7	6,8	7,1	8,97	6,25	**8,56**	**6,22**	8,05	2,80
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	80,4	84,2	**82,3**	**87,1**	94,1	100,0
Variação Anual Dívida / PIB	-6,3	2,1	2,3	4,3	3,8	**6,2**	**4,8**	18,0	5,9

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

Renda Variável

Maio foi mais um mês positivo para o Ibovespa, que registrou uma alta de 1,50% no mês. Este foi o terceiro mês consecutivo de alta e o quarto em cinco meses do ano. Com mais esse resultado positivo, o IBOV acumula um ganho de 13,90% no ano.

O destaque continua sendo a performance dos setores mais sensíveis ao ciclo doméstico, com performance bastante positiva dos Índices de Small Caps, Imobiliário, Comércio e Financeiro. Enquanto isso, o setor de Materiais, mais focado em commodities, teve uma performance bem mais modesta.

Na nossa visão, esse cenário pode ser explicado por dois pontos. O primeiro é a proximidade do cenário de fim de elevação das taxas de juros pelo Banco Central, que deve manter os juros no patamar atual de 14,75% ao ano na próxima reunião — que acontece neste mês de junho. Assim, conforme esse cenário foi ganhando corpo e os dados e as comunicações do BC corroboraram para aumentar a probabilidade dessa decisão, os investidores foram se posicionando para esse cenário.

O segundo ponto, que abordaremos em mais detalhes abaixo, foi a boa temporada de resultados, com destaque para os Bancos (IFNC), Incorporadoras (IMOB) e algumas empresas de Varejo (ICON).

Antes disso, porém, gostaríamos de tecer alguns comentários gerais: a temporada de resultados do 1T25 foi boa. É verdade que as expectativas eram baixas, porém os números reportados nos surpreenderam positivamente, principalmente quando olhamos os resultados das empresas domésticas.

As companhias domésticas, mesmo enfrentando uma Selic mais alta, entregaram um crescimento de Receita, EBTIDA e Lucro Líquido de 14,5%, 12,1% e 7,9%, respectivamente. Esses números nos surpreenderam, seja pela Selic mais alta ou graças às nossas expectativas de que a economia iria estar em um processo de desaceleração mais acentuada graças ao patamar das taxas de juros.

Ainda no segmento doméstico, os bancos apresentaram ótimos resultados, com exceção do Banco do Brasil mas o maior destaque vai para o Bradesco, que voltou a apresentar bons resultados após as dificuldades enfrentadas nos anos de 2022, 2023 e meados de 2024. O Banco voltou a crescer suas margens financeiras, principalmente com clientes, e começa a dar sinais de que a nova gestão está no caminho certo.

Outros destaques foram os bons números das Incorporadoras de baixa e média renda, que continuam apresentando bons resultados, impulsionadas pela sua exposição no Minha Casa Minha Vida. Esse resultado deve melhorar ainda mais com a criação da Faixa 4 do programa, que aumenta o mercado endereçável para essas companhias e deve possibilitar a continuidade do crescimento acelerado.

Outro setor de destaque em nossa opinião foi o varejo de moda, com destaque para a Azzas e para as Lojas Renner. Ambas as companhias apresentaram bons resultados, impulsionados por melhoras em suas margens e em volumes.

No geral, a temporada foi positiva, com destaques espalhados por diversos setores e companhias. Apesar dos bons números reportados, não vimos revisões relevantes para cima nas projeções de lucros para o ano, o que pode significar que o mercado ainda tem uma visão mais cautelosa sobre a performance da economia num ano que tem bastante desafios. Para 2026, no entanto, as revisões têm sido positivas.

Nas nossas últimas interações, temos sido um pouco mais vocais em aumentar um pouco a alocação em ativos que se beneficiam de um cenário de juros menores. Como sempre, porém, temos sido bastante conservadores em nossas escolhas, com esse aumento acontecendo através de setores que dependem menos da atividade domésticas e estavam com seus valuations pressionados pelos juros, sejam os reais ou nominais.

Com isso, reforçamos nossa alocação em Bancos, Utilidades Públicas e Shoppings e reduzimos, mesmo que de maneira gradual, nossas alocações em papeis de commodities.

Fundos Imobiliários

O mês de maio foi positivo para a indústria de Fundos Imobiliários. O IFIX, índice de referência do mercado de FIIs, teve performance sólida, com alta de 1,44% no período. Com o resultado, o índice tem ganhos acumulados de 11,07% em 2025.

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.

Após passar os últimos meses batendo na tecla de que fazia sentido alocar em Recebíveis, dada a assimetria que enxergávamos, estamos com uma posição mais neutra. Depois do rally dos últimos meses, entendemos que, agora, saber selecionar bons ativos é mais importante do que focar em uma classe ou outra de Fundos.

Em recebíveis preferimos os indexados ao IPCA. Isso acontece pois o carrego 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. Continuamos preferindo ficar de fora dos ativos que são mais indexados ao CDI, pois entendemos que quase toda essa classe está negociando muito próximo — em muitos casos, até acima do VP (valor patrimonial).

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 disso, ambas as classes estão com excelentes performances operacionais — com aumento do aluguel por m^2 em diversas regiões por conta da 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.

A performance no ano, como comentamos acima, retirou 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.

Renda Fixa

Nos EUA, a curva de juros dos Treasuries reverteu a tendência de queda ao longo de maio, refletindo a elevação do risco fiscal com a aprovação do pacote fiscal proposto pelo governo Trump na Câmara. O pacote deverá elevar a dívida americana em aproximadamente US$ 3,8 trilhões ao longo dos próximos 10 anos, segundo o Comitê de Orçamento do Congresso (CBO).

A continuidade do movimento de rotação de carteiras — com a saída de investidores de ativos denominados em dólares em busca de outros mercados — beneficiou os países emergentes, em especial o Brasil. No entanto, houve uma dinâmica distinta ao longo de maio, com os investidores demonstrando preferência por títulos indexados à inflação de longo prazo e por vértices mais longos da curva de juros.

No mercado futuro, a taxa Selic terminal subiu de 14,47% ao ano no fim de abril para 14,74% a.a. no fechamento de maio, refletindo a percepção de que o Banco Central deverá manter a taxa de juros estáveis ao longo de 2025. O crescimento resiliente da economia, aliado a um mercado de trabalho ainda aquecido e ao aumento da massa salarial, sustenta a avaliação de que não há necessidade de estímulos monetários adicionais no curto prazo.

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, a aprovação do pacote fiscal na Câmara dos Deputados — que mantém os cortes de impostos e eleva os gastos — impactou a percepção de risco fiscal em um ambiente no qual os investidores estão reduzindo a exposição em ativos denominados em dólares.

O movimento de elevação dos juros foi intenso ao longo de toda a curva. Os rendimentos dos Treasuries de 2 e 10 anos subiram cerca de 25 pontos base, encerrando abril em 3,90% e 4,40% ao ano, respectivamente. As taxas dos Treasuries de 30 anos também se elevaram 25 p.b., para 4,93% ao ano, mas houve períodos durante maio em que os rendimentos atingiram 5,09% ao ano.

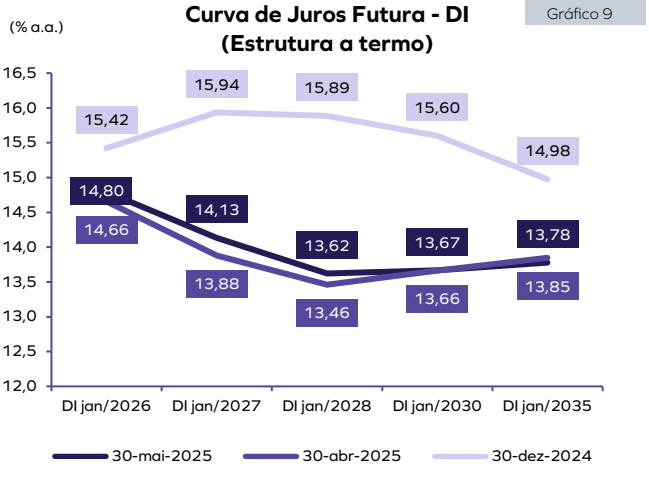
No mercado doméstico, a queda da curva de juros reais foi o destaque entre os ativos de renda fixa. Após um período no qual houve um descompasso entre a redução das taxas de juros nominais nos contratos futuros de taxa de juros, os cupons dos títulos indexados à inflação tiveram redução significativa.

Como discutido na Carta Mensal anterior, esse movimento de redução dos cupons das NTN-Bs era esperado pela arbitragem dos mercados ao longo do tempo. A NTN-B com vencimento em 2045, por exemplo, teve uma queda significativa de 23 p.b. em seu rendimento, passando de 7,38% a.a. no fim de abril para 7,15% a.a. no fechamento de maio.

Os demais títulos com vencimento acima de cinco anos também registraram fechamentos expressivos. Combinada à maior duration desses papéis, essa movimentação resultou em uma valorização de 2,5% em maio no índice de referência das NTN-Bs mais longas (IMA-B5+). No acumulado do ano, o IMA-B5+ apresenta alta de 8,7%.

Os ativos de renda fixa seguem oferecendo prêmios atrativos em relação ao nosso cenário base, o que reforça o apelo da alocação em títulos prefixados — especialmente nas NTN-Fs, que ainda oferecem rendimentos elevados. No mercado de crédito privado, seguimos com preferência por emissões atreladas ao CDI de empresas com bom perfil de risco, ressaltando a importância de uma seleção criteriosa desses ativos, sobretudo no cenário atual.

Curva de Juros Futura - DI (Estrutura a termo) Gráfico 9



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.