

montebravo

2026

Carta mensal

Como investir em 2026

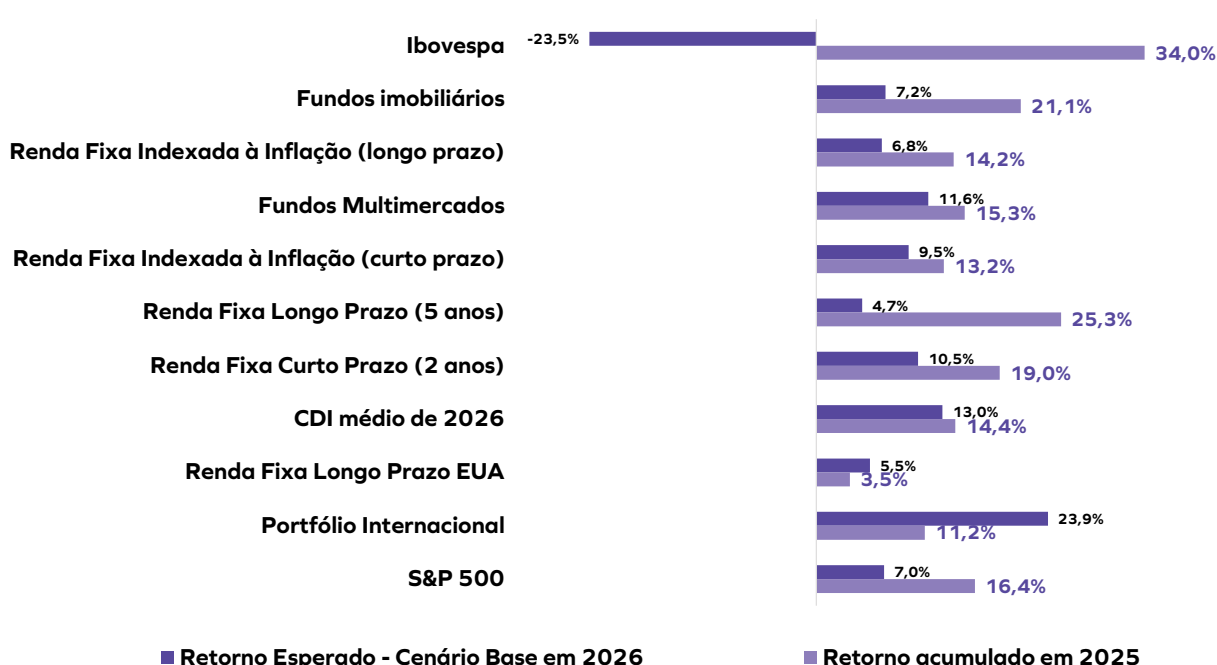
Com otimismo demais no curto prazo e pessimismo de menos no longo prazo, investidores tem uma boa oportunidade para reduzir risco nas carteiras

O crescimento acelerado da dívida pública torna inadiável um ajuste fiscal consistente no horizonte 2027-30. Lula desponta como favorito na eleição por enfrentar um adversário com rejeição muito alta, mas seu histórico recente de gastos e retórica populista não contribuem para ancorar as expectativas.

Sem uma âncora crível para a dívida pública, a calma dos mercados não tem fundamento robusto. O bom momento neste início de 2026 deve ser encarado como oportunidade para realizar ganhos, reduzir posições e comprar proteção diante da perspectiva de maior volatilidade a partir do segundo trimestre.

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

Gráfico 1



Fonte: Bloomberg Elaboração Monte Bravo.

Cenário recomenda carteira diversificada.

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
125.000 Pontos em 12 meses	Logística	NTN-B	Elevar Exposição
Setores Preferidos:	Setores Preferidos:	Ativos Preferidos:	Ativos Preferidos:
Commodities Utilities Bens de Capital	Logística Crédito High Grade	NTN-B (duration média)	Treasuries até 5 anos Russell 2000 S&P 500



Estratégia e alocação

Alocação deve ser prioridade ante movimentos táticos e mudanças de curto prazo

Tradicionalmente, a discussão sobre como investir no início de cada ano costuma começar pelo cenário. Assim — a partir da avaliação das perspectivas de inflação, juros, crescimento, política fiscal e eleições —, cria-se uma estratégia de investimentos com objetivo de obter os melhores retornos para cada nível de risco.

No entanto, é fundamental ter em mente que os ajustes táticos da alocação de uma carteira de investimentos de longo prazo são muito secundários em relação à estratégia de alocação de ativos. A alocação estratégica dos ativos não nasce de previsões anuais e nem de movimentos conjunturais, mas do estudo dos padrões e correlações que as classes de ativo exibem em prazos mais longos. Além disso, trata-se de um exercício que reflete objetivos, horizonte de investimento e tolerância ao risco de cada cliente, o que exige uma compreensão detalhada do momento financeiro de cada um.

O ponto crucial — por vezes desprezado no dia a dia — é que a alocação dos ativos, e não o market timing ou ajustes táticos, é o que determina o retorno do portfólio nos prazos mais longos. Como demonstrado por Brinson, Hood e Beebower em “Determinants of Portfolio Performance”, **a alocação estratégica responde por cerca de 90% dos retornos no longo prazo.** Isso que reforça que as decisões estruturais de exposição são mais relevantes do que ajustes táticos.

Contudo, isso não significa ignorar o ambiente macroeconômico ou político. Significa hierarquizar decisões. A alocação estratégica define o mapa, enquanto a conjuntura apenas sugere pequenos desvios de rota. Quando o investidor inverte essa lógica, ele passa a reagir a ruídos e transforma o portfólio em uma sucessão de apostas desconectadas.

Entramos em 2026 com um pano de fundo que, até recentemente, parecia relativamente favorável. O mercado brasileiro operava com a hipótese de que a eleição presidencial seria muito disputada, ancorado na expectativa de uma candidatura competitiva de centro-direita. Esse cenário, juntamente com o ambiente global construtivo para ativos de risco, sustentou a compressão de prêmios de risco e uma alta expressiva dos ativos domésticos em 2025.

Essa leitura, no entanto, mudou. A entrada de Flávio Bolsonaro no jogo eleitoral altera a dinâmica e inviabiliza a candidatura de Tarcísio de Freitas — o que, na prática, fortalece Lula. Isso obriga o mercado a repensar não apenas as probabilidades eleitorais, mas o horizonte de política econômica para além de 2026 — trazendo o tema de uma dívida explosiva, precocemente, para a discussão.

Em 2025, a Monte Bravo foi uma das casas mais otimistas, recomendando um portfólio diversificado e apostando na alta da Bolsa, dos fundos imobiliários e no fechamento das taxas de juros. Essa recomendação se mostrou acertada e gerou ganhos relevantes frente ao CDI para quem aceitou nossa tese.

Com os juros dos Treasuries de 10 anos ao redor de 4% e a perspectiva de cortes da Selic, ainda vemos espaço para que a dinâmica positiva tenha continuidade por alguns meses. Liquidez global, posicionamento e inércia de preços podem sustentar os ativos no curto prazo e levar o Ibovespa a novos recordes.

No entanto, o balanço de riscos já não é simétrico. Muito do cenário benigno já está nos preços, enquanto os riscos latentes relacionados a uma trajetória fiscal insustentável parecem ter crescido, mas, provavelmente, só vão afetar os preços a partir de abril — quando o tema eleição deve voltar com força devido às definições em torno das chapas.

O governo Lula III vai incorrer em déficits primários em todos os anos, levando a dívida pública a dar um salto de 13 p.p. do PIB. Pior do que isso, os sinais são de que a campanha de reeleição será calcada na promessa de mais gastos, como a gratuidade dos ônibus. Isso tende a pressionar o risco Brasil, não por questões ideológicas, mas por que o crescimento descontrolado da dívida — se nada for feito — vai levar a uma crise semelhante a que o país viveu entre 2014 e 2016.

Por isso, passamos a ver este início de ano, com uma expectativa de alta adicional dos ativos domésticos, como uma oportunidade para balancear o portfólio e adotamos uma postura bem mais conservadora. A recomendação não

é abandonar o risco de forma abrupta, mas mudar o tom, aproveitando o bom momento para reduzir exposições, reequilibrar o portfólio e recompor as proteções.

O cenário importa, mas não comanda. No entanto, os retornos projetados nos diversos cenários não cobrem a expectativa de volatilidade e os riscos associados. Em 2025, não hesitamos em desafiar o pessimismo com uma visão construtiva e, agora, nossa análise aponta para uma postura mais cautelosa do que o consenso otimista. Acreditamos que o cená-

rio de curto-prazo esteja oferecendo uma oportunidade de balancear posições em condições favoráveis e é sempre muito mais fácil ajustar a carteira antes que a tormenta chegue.

Onde investir em 2026 começa com uma recomendação simples: adote uma alocação com viés conservador, de forma diversificada e disciplinada. Em vez de buscar o último ponto percentual de retorno, faz mais sentido preservar capital e buscar opcionalidades que não comprometam uma parcela expressiva do patrimônio em caso de crise fiscal.

Retrospectiva 2025: exposição a ativos de risco brasileiros gerou ganhos em 2025

O ano de 2025 terminou com uma performance bastante positiva para os ativos de risco domésticos, contrariando a visão pessimista da maioria dos analistas no início do ano.

O Ibovespa fechou aos 161.125 pontos, com valorização de 33,95%. 2025 foi o melhor ano desde 2016 e uma surpresa para a maioria dos analistas — em abril, quando elevamos o preço alvo para 150 mil pontos, éramos a casa de análise mais otimista com a Bolsa.

Os destaques do ano foram os setores imobiliário, utilities e instituições financeiras, cujos subíndices na B3 avançaram 73,48%, 63,16% e 46,22%, respectivamente. O índice de Small Caps subiu 30,70%, o que confirmou nossa previsão de que seria um ano em que vários papéis produziram ganhos expressivos. **Os fundos imobiliários também se destacaram, com o IFIX tendo sua maior alta anual desde 2019, avançando 21,15%.**

Apesar de intensa, a alta da Bolsa em 2025 não esteve relacionada aos fundamentos da economia brasileira, pois a trajetória da dívida segue sendo uma preocupação. O resultado foi fruto de um movimento global associado à queda das taxas de juros nos EUA, que enfraqueceu o dólar e levou os mercados de ações a níveis recordes no mundo todo.

O dólar PTAX caiu 11,14%, em linha com o enfraquecimento global do dólar. O índice DXY caiu 9,44%, enquanto o índice IHFA, referência para os fundos multimercados, subiu 15,33%. O enfraquecimento do dólar ajudou a derrubar as expectativas de inflação e levou a um alívio na curva de juros. No entanto, os retornos foram mais dispersos no universo da renda fixa, indo de **18,22% do IRF-M a 13,17% do IMA-B, com os prefixados de 5 anos como destaque em alta de 25,32%, passando pelo IMA-B5+, que subiu 14,20%, próximo do CDI que acumulou 14,31% em 2025.**

Com relação aos ativos globais, o maior destaque é o ouro que subiu incríveis 64,55%. Enquanto isso, na outra ponta do espectro, o Bitcoin — principal criptomoeda — fechou o ano com perda de 6,50%.

O juro dos Treasuries de 10 anos — principal referência global para o custo do capital — encerrou o ano de 2025 em 4,17%. Ao longo do ano, a taxa registrou um recuo de 45 pontos base, refletindo o ajuste das expectativas em relação à política monetária do Fed. Assim, **o ETF UTEN — que carrega as US Treasury 10 Year Notes — apresentou um desempenho sólido, com um retorno total de 7,7%. Assim, o portfólio 60/40, referência para os investimentos no exterior, fechou o ano com uma rentabilidade de 12,9% em dólares, incluindo dividendos.**

As ações no mercado americano tiveram mais um ano de desempenho muito bom, **o S&P 500 subiu 16,44%, o NASDAQ, com maior peso em tecnologia, apresentou alta de 20,36%.** Ao redor do mundo, vários países estão com seus índices próximos aos recordes, como o Nikkei 225 (Japão), Nifty 50 (Índia), ASX 200 (Austrália), STOXX Europe 600 (índice Pan-Europeu). O MSCI AW, que consolida as bolsas globais, fechou o ano em alta de 20,6%.

A combinação de juros baixos e pouco voláteis nos EUA com um ciclo de redução de juros no Brasil mantém um panorama positivo para os ativos brasileiros. Este cenário continua pelo menos até o segundo trimestre, quando a eleição e o tema fiscal devem ganhar prioridade na determinação do preço dos ativos domésticos — deixando a onda global como um fator secundário.

Em meio ao bom momento dos ativos brasileiros, a maioria dos gestores locais mantém apostas otimistas na queda de juros reais e nominais, na valorização do real e na alta do

Ibovespa. Assim, na iminência dos cortes de juros pelo Banco Central (BC) e com um ambiente global favorável, a exposição ao Brasil segue como uma das teses dominantes neste início de ano.

Nosso cenário tem cortes de juros a partir de janeiro, levando a taxa Selic para perto de 12% ao ano no terceiro trimestre. No entanto, a nova configuração do cenário eleitoral enseja maior cautela.

Global: apesar dos riscos, juros seguirão criando panorama favorável

O mercado global inicia 2026 com uma perspectiva positiva depois de resultados excelentes em 2025. Assim, o ano de 2026 deve trazer crescimento moderado e desinflação, mas ainda existem fontes relevantes de incerteza.

Os riscos econômicos e geopolíticos seguem no radar. Além da condução errática da política econômica nos EUA, há uma legítima preocupação com o valuation das empresas de tecnologia. A guerra na Ucrânia — que continua distante de uma solução —, a frágil trégua no Oriente Médio e a recente incursão na Venezuela — com possíveis efeitos sobre a relação entre China e Taiwan — permanecem como fatores de risco.

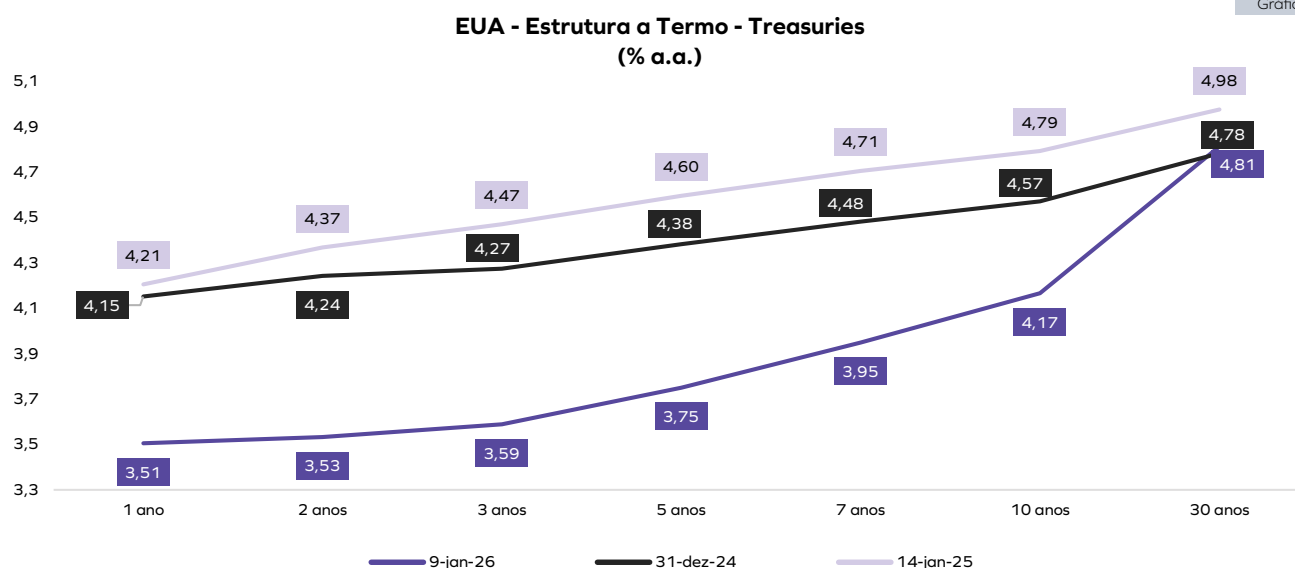
No entanto, no cenário base, a convergência de juros de curto prazo baixos — aliados a uma inflação contida — cria um pano de fundo favorável para a economia norte-americana, que deve apresentar um crescimento robusto de 2,4% em 2026. Nestas condições, a resiliência do consumo deve dar suporte às vendas, às margens, ao crescimento dos lucros e ao retorno das ações em 2026. **Projetamos o S&P 500 em 7.500 pontos para 2026, resultando em uma alta de 9,6% no ano.**

Reconhecemos a legitimidade das preocupações com os valuations elevados das empresas de IA. No entanto, embora os múltiplos de mercado estejam altos em relação à média histórica, um aumento nos investimentos corporativos deve impulsionar os lucros e promover, consequentemente, uma compressão dessas avaliações.

Em relação ao cenário de renda fixa, acreditamos que a inflação permitirá mais dois cortes de juros em 2026, trazendo os Fed Funds para 3,25% a.a. Os termos mais longos, porém, devem ser pouco beneficiados. Assim, esperamos que a taxa de 10 anos continue oscilando em torno de 4% — patamar já bastante favorável aos ativos de risco.

A preocupação com a sucessão no Fed e o risco de que um indicado com viés político tente impor uma redução de juros incompatível com o mandato do Fed são evidenciados pelo aumento da inclinação, com as taxas mais longas caindo menos do que as curtas — algo que merece um olhar atento.

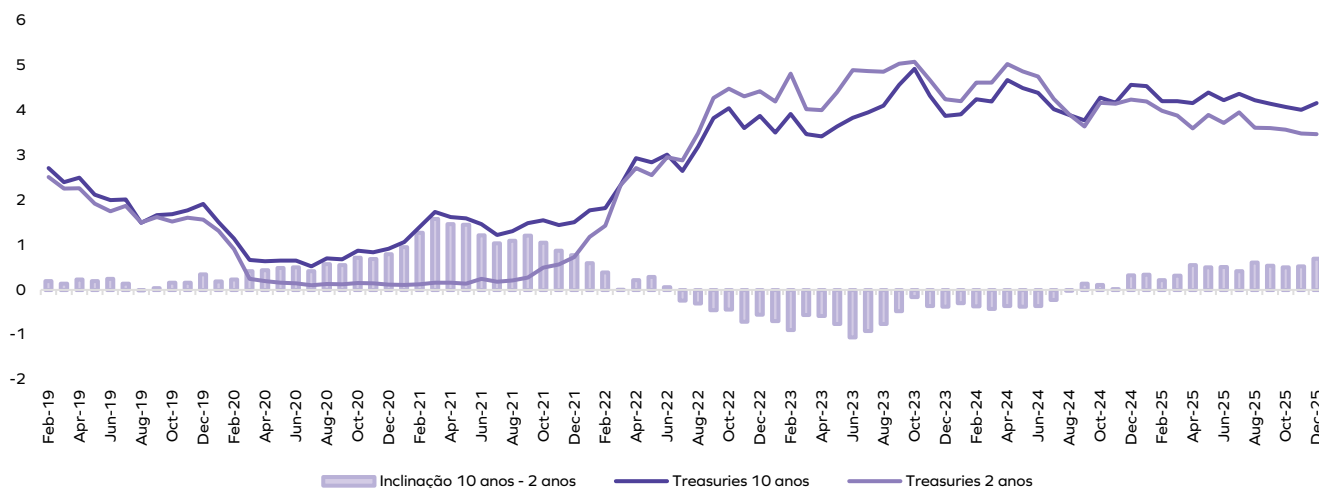
Gráfico 2



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

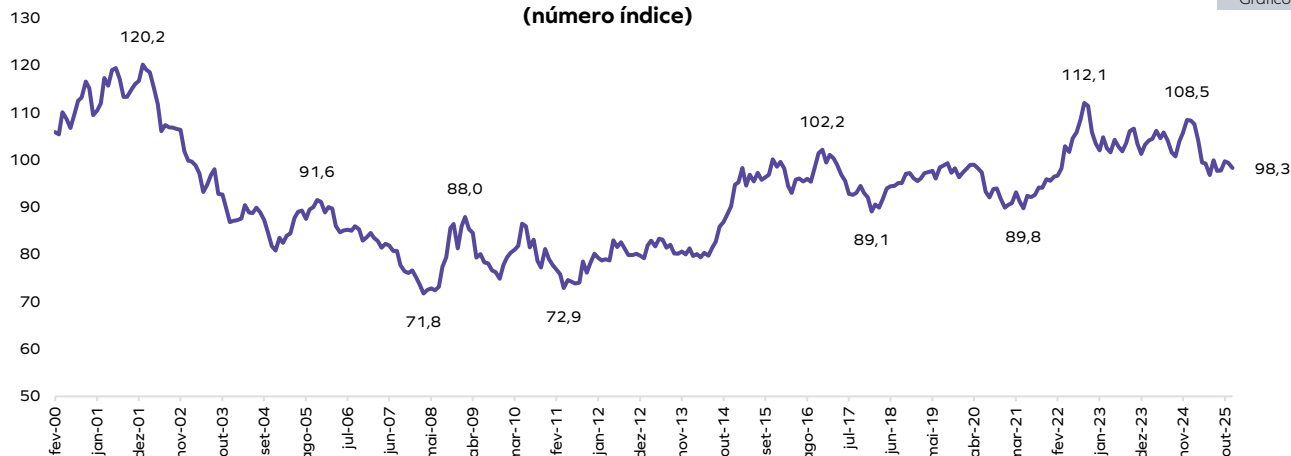
Gráfico 3



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Dólar - DXY
(número índice)

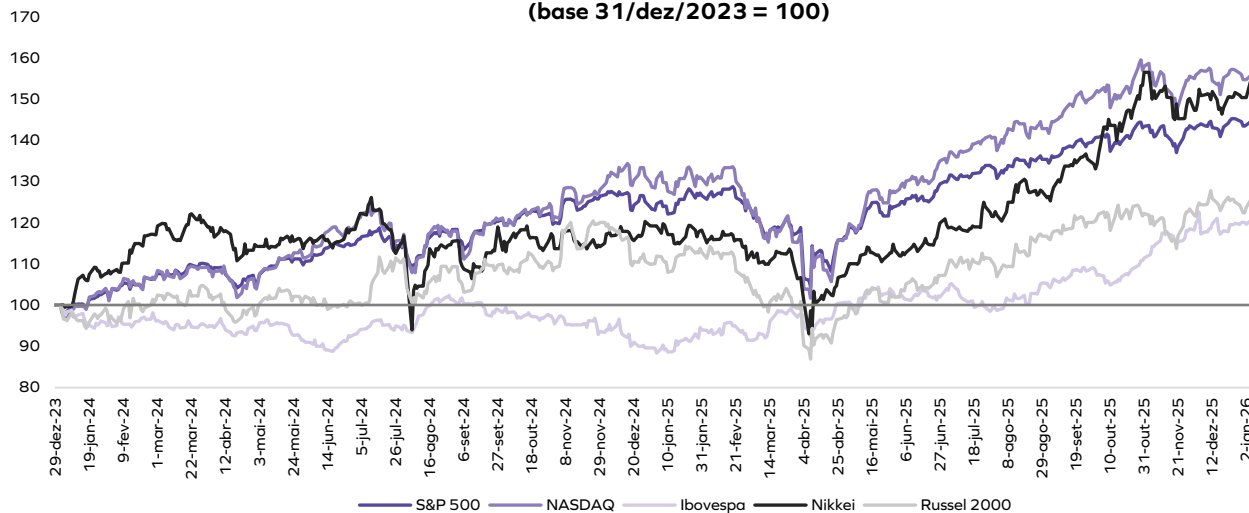
Gráfico 4



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

Gráfico 5



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Brasil: cenário de 2026 depende da política fiscal para o ciclo 2027-30

O Brasil segue apresentando uma dívida pública com trajetória explosiva. Quando o presidente Lula assumiu seu mandato atual, a dívida era de 71,7% do PIB, com um orçamento equilibrado depois de 4 anos de déficits primários. Ao final de 2026, o presidente vai entregar uma dívida próxima de 84% do PIB.

Se nada for feito, a mera continuidade desta agenda fiscal expansionista levará a relação dívida/PIB para mais de 90% entre 2027 ou 2028. Isso faria o prêmio de risco disparar e deflagrar uma crise similar à que o Brasil viveu entre 2014 e 2016.

Nos próximos meses, as atenções ficarão concentrados sobre a trajetória da Selic. Os cortes de juros tendem a ser positivos para a Bolsa, pois a redução no custo de capital das empresas eleva o valor presente líquido e tende a aumentar o valor das ações. Apesar disso, com as eleições trazendo o risco fiscal para o foco, a sugestão é aproveitar os ganhos para reduzir posições ou trocar posições direcionais por opicionalidades que reduzam as perdas em caso de crise fiscal.

Eleição: Lula é franco favorito contra Flávio; contra Tarcísio, a disputa ficaria equilibrada

Tudo indica que a eleição presidencial de 2026 será decidida por uma margem estreita, repetindo a dinâmica de 2022. O eleitorado brasileiro encontra-se fortemente polarizado. Usando a taxonomia do cientista político Felipe Nunes — CEO da Quaest e autor do livro “Brasil no Espelho” —, o eleitorado se divide de um lado com militantes de esquerda, classes D e E e progressistas, que formam a base do lulismo. Do outro lado, estão os conservadores cristãos, empresários, o agro e a direita, que constituem a oposição ao PT.

De forma aproximada, as pesquisas indicam que a esquerda reúne pouco mais de um terço do eleitorado, entre 33% e 37%, enquanto a direita concentra algo ligeiramente inferior, entre 30% e 34%. Considerando os pontos médios e descontando uma expectativa de 23% entre votos brancos e nulos, o ponto de partida seria de 45,5% para a esquerda e 41,5% para a direita. Embora a diferença seja de 4 pontos percentuais, basta que metade migre para que o placar se iguale.

Nesse modelo de análise, **restam dois grupos de eleitores sem preferências cristalizadas, com cerca de 5% do eleitorado cada — ou 6,5% dos votos válidos prováveis**. O primeiro é o liberal social, que não é eleitor típico do PT até 2022 e corresponde, em grande medida, ao antigo eleitor tucano, liberal na economia e social-democrata na gestão do Estado.

O segundo é o empreendedor individual, que emerge a partir de 2018, oriundo das classes D e E, e não vê o Estado como fonte de prosperidade. Trata-se de um grupo precarizado do ponto de vista do trabalho, mas que prefere flexibilidade, como trabalhadores de aplicativo.

Na eleição de 2022, Lula obteve 50,9% dos votos no segundo turno, contra 49,1% de Jair Bolsonaro, ao atrair uma fração ligeiramente maior do voto flutuante. Tarcísio de Freitas, com perfil técnico, trânsito amplo no espectro político e rejeição baixa, parecia mais bem posicionado para conquistar os eleitores de centro que Bolsonaro não conseguiu.

Antes da entrada de Flávio Bolsonaro na disputa, havia a percepção de que Tarcísio teria leve favoritismo nos grupos decisivos. A decisão da família Bolsonaro, porém, altera essa lógica. O sobrenome carrega uma rejeição elevada e parece improvável que Flávio consiga um desempenho melhor do que seu pai obteve como incumbente em uma disputa contra Lula — que, desta vez, ocupa a cadeira presidencial.

Nesse contexto, o Financial Times listou a vitória do presidente Lula nas eleições de outubro entre suas apostas para 2026 em sua edição de fim de ano, com o atual presidente beneficiado pelos ‘gols contra’ da direita bolsonarista. A publicação também mencionou a saúde de Lula, que passou por uma cirurgia de emergência na cabeça um ano antes.

Se a candidatura de Flávio era um balão de ensaio, o experimento funcionou e passou a parecer plausível. **Ainda assim, em política, os cenários mudam rapidamente e nada impede que, em março, quando as candidaturas forem efetivamente definidas, o quadro se altere**.

Afinal, o custo de uma derrota para o clã Bolsonaro seria extremamente elevado. Ao conduzir a direita a uma segunda derrota consecutiva, haveria risco de dispersão da liderança — já pressionada por episódios como a pandemia, a tentativa de golpe e as tarifas —, além de Jair Bolsonaro ficar preso e Flávio sem imunidade parlamentar. Por outro lado, muitas vezes as opções estratégicas do clã parecem seguir uma lógica de difícil compreensão.

Por essa razão, nosso cenário atribui 75% de probabilidade de que Flávio mantenha a candidatura, mas reserva 25% para uma reavaliação até 4 de abril — data limite para que Tarcísio se desincompatibilize para concorrer a outro cargo em um eventual rearranjo das chapas.

Com Flávio no pleito, Lula teria 75% de chance de vitória contra ele. No entanto, exnergamos uma chance de 5%

para que que Ratinho Jr., como terceira via, supere Flávio e dispute o segundo turno com leve favoritismo (52%). Na hipótese de Tarcísio ser o candidato, atribuímos 55% de probabilidade para sua vitória.

Ao consolidar essas probabilidades subjetivas, chegamos a 66,2% de chance de um governo Lula IV e 33,8% de vitória da oposição. O resultado tem implicações relevantes para alocação de ativos e percepção de risco.

Diante da trajetória explosiva da dívida pública, o interesse de investidores e do mercado financeiro não é ideológico, mas sim uma avaliação de risco associada à sustentabilidade fiscal do Brasil.

A atual gestão Lula deve encerrar o mandato com endividamento superior ao prometido no lançamento do Arcabouço Fiscal. À época, o cenário da equipe econômica indicava estabilização da dívida em 76,54% do PIB em 2026. Nas projeções, porém, apontam para algo próximo de 84% do PIB, um reflexo da expansão descontrolada do gasto em uma gestão que optou por elevar a meta em 2024, e depois, com aval do Congresso, passou a “excluir” despesas do cálculo da meta — tornando o Arcabouço algo inútil para controlar o crescimento da dívida.

Na última reunião ministerial, Lula deu o tom da campanha: “Não tem macroeconomia, não tem câmbio. Se tiver dinheiro na mão do povo, está resolvido o nosso problema. Está resolvido o problema da industrialização, do consumo, da agricultura e da inflação”, afirmou o presidente. Não parece o prenúncio de alguém que esteja propenso a controlar o gasto e buscar um ajuste fiscal.

Assim, desde o surpreendente anúncio da candidatura de Flávio Bolsonaro no dia 5 de dezembro, os juros reais dados pelas taxas das NTN-Bs longas — que ensaiaram operar abaixo de 7% a.a. — voltaram a subir e estão próximas de 7,20% a.a. Este é o mesmo patamar de 2014-16 e é um nível incompatível com a estabilidade de uma dívida próxima a 90% do PIB.

O cenário global com dólar fraco e juros baixos nos EUA é favorável aos emergentes, incluindo o Brasil, o que ofusca o sinal emitido pelas taxas de juros reais acima de 7% a.a pagas pelo Tesouro Nacional para rolar a dívida. Ainda assim, se nada for feito, a dívida brasileira deve superar 90% do PIB em 2027 ou 2028, ante a uma média de 70% entre emergentes. Nessas condições, o Brasil vai enfrentar uma crise fiscal semelhante à de 2014-16.

Estratégia de Investimentos: incerteza fiscal sugere viés cauteloso na alocação em 2026

O cenário para 2026 segue apresentando um panorama favorável no ambiente global, com os juros nos EUA em níveis baixos. Por lá, o Fed parece ter chegado a um compromisso de aguardar mais informações após os cortes de 2025, mas provavelmente ainda reduzirá as taxas em 0,50 p.p. ao longo de 2026.

Com os juros baixos nos EUA e o início do ciclo de cortes por aqui, tudo conspira para que a tendência de alta dos ativos brasileiros nos últimos meses prossiga. No entanto, a partir do segundo trimestre, acreditamos que o foco dos investidores recairá crescentemente sobre a trajetória da dívida — que terminará 2026 em torno de 84% do PIB.

Por aqui, no curto prazo temos o início de um ciclo de relaxamento monetário por parte do Banco Central (BC). Esperamos que o Comitê de Política Monetária (Copom) inicie com um corte de 0,25 p.p. em janeiro e siga cortando em um ritmo de 0,50 p.p. por reunião até outubro, levando a taxa Selic para 12,25% ao ano.

Todavia, nenhum alívio monetário altera nosso drama: o Brasil tem um encontro marcado com a restrição orçamen-

tária em 2027. A deterioração das contas é evidente, pois a manutenção de déficits primários próximos de 1% do PIB levará a relação dívida/PIB a um salto de 13 p.p. até 2026.

Um ajuste crível pode trazer os juros para perto de 5%, viabilizando a estabilidade da dívida com um superávit primário de 2% do PIB. É conveniente lembrar que o arcabouço fiscal obteve um voto de confiança e as taxas longas marcaram 5,32% em 2023 — antes que as metas fiscais fossem revisadas e o governo passasse a excluir despesas da contabilidade do arcabouço.

Até abril, os riscos tendem a permanecer contidos pela liquidez global. Com a campanha eleitoral, porém, a política fiscal assumirá protagonismo na formação dos preços dos ativos. Nesse contexto, as eleições serão cruciais, pois — à medida que o pleito se aproximar — a correlação dos ativos brasileiros com o ciclo global diminuirá, dando lugar a uma sensibilidade crescente à percepção dos riscos fiscais.

O próximo presidente herdará uma bomba fiscal, o que vai requerer diagnóstico, vontade política e capacidade para articular um pacto entre Executivo, Legislativo e Judiciário para

viabilizar superávits primários críveis e politicamente viáveis. A sociedade e os políticos do Brasil precisam compreender que o ajuste fiscal não é um debate técnico, mas uma escolha política com implicações sociais profundas.

Vale lembrar que somente em 2024 o Brasil alcançou a renda per capita que tínhamos em 2013, ou seja, tivemos mais do que uma década perdida. A recessão gerada pela crise fiscal teve um custo alto para as camadas mais pobres. Por isso, independentemente da ideologia, quem for eleito precisará buscar um ajuste antes que a dívida deflagre uma nova crise. Sem isso, reviveremos o quadro social trágico de 2014 a 2016.

A campanha será um termômetro para aferir a disposição dos candidatos em construir legitimidade para o ajuste necessário. O Brasil segue na antessala da dominância fiscal e isso pode ser constatado pelo cupom das NTN-Bs — títulos indexados à inflação —, que operam com juros reais acima de 7% a.a. Este é um patamar tecnicamente incompatível com a estabilidade da dívida no longo prazo.

Assim, o cenário para 2026 dependem da disposição, capacidade e credibilidade de executar um ajuste fiscal que traga o déficit primário estrutural de cerca de 1,4% do PIB — segundo o Ministério da Fazenda — para algo em torno de 2,0% do PIB de superávit no ciclo 2027-30.

Cenários

Gráfico 6

Cenário					Otimista		Neutro		Pessimista	
Probabilidade					34%		51%		15%	
Cenário depende da gestão fiscal, Brasil precisa estabilizar a dívida Isso requer superávit primário > 2%, o que implica em cortes de despesas					Ajuste com alta credibilidade		Ajuste com baixa credibilidade		Sem Ajuste	
O que acontece					Mercado antecipa ajuste Ativos disparam		Mercado espera ajuste Ativos caem e estabilizam		Mercado antecipa crise Ativos despencam	
Variáveis Macro	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2026p	2027p	2026p	2027p
PIB (% a.a.)	3,00	3,20	3,40	2,20	2,25	3,25	2,00	1,50	1,75	0,50
IPCA (% a.a.)	5,80	4,60	4,80	4,26	4,00	3,00	4,80	6,00	8,00	10,00
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	12,25	15,00	11,00	8,00	12,25	14,00	16,00	18,00
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,22	4,84	6,19	5,49	4,80	4,75	6,25	6,60	7,00	8,50
Juro Real (% a.a.)	7,72	6,84	7,11	9,52	6,73	4,85	7,11	7,55	7,41	7,27
Resultado Primário (% PIB)	1,28	-2,30	-0,40	-0,60	-0,90	1,00	-0,90	-0,40	-1,50	-1,50
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,7	73,8	76,5	80,2	84,1	84,1	84,3	88,8	88,3	98,0
Variação Anual Dívida / PIB	-6,3	2,1	2,7	5,5	3,9	0,0	4,1	4,5	8,1	9,7

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

Cenário neutro

O presidente promete um ajuste pressionado pelas circunstâncias. Apesar disso, a baixa credibilidade — por conta da falta de compromisso com o Arcabouço Fiscal — leva a um aumento dos prêmios de risco. Neste cenário, o mercado adotaria um ceticismo mais crítico do que em 2023, quando acreditou no compromisso fiscal. Haveria um ajuste de nível, mas não uma crise imediata.

Ao “pagar para ver”, os investidores ficariam observando a seriedade do compromisso com a estabilização da dívida pública. Neste cenário, os investimentos no exterior oferecem o melhor retorno, seguidos dos pós-fixados. No entanto, vale observar que, com exceção da bolsa, as demais classes de ativos proporcionarão retornos positivos e acima da inflação.

Renda fixa: as posições pós-fixadas seguirão proporcionando um ganho relevante, da ordem de 8%, com um CDI de 13,6% frente a uma inflação de 4,80% em 2026. O aumento do risco, porém, levará a uma abertura da curva de juros, o que resultará em rentabilidades de 10,3% para o IRF-M e de 9,0% para o IMA-B, respectivamente.

Renda variável: o Ibovespa cairia para a região de 125 mil pontos, retornado aos níveis de março de 2025. Este cenário abre alternativas interessantes para o uso de derivativos. A proteção com opções sobre ações segue como excelente alternativa, pois proteger uma queda de 30% do Ibovespa até o final de 2026 custa cerca de 5%.

Fundos imobiliários: a materialização dos cortes e queda do CDI devem impulsionar ganhos de capital nos fundos de lajes

no primeiro trimestre de 2026. Para o restante do ano, no entanto, a elevação dos prêmios de risco deve levar o IFIX a uma valorização de cerca de 7% no ano calendário.

Crédito: seguirá com carregamento atraente pelos juros elevados. Em um cenário menos favorável, no entanto, a curadoria criteriosa da carteira com foco em emissores high grade será essencial.

Investimentos no exterior: com um dólar testando os níveis recordes de R\$ 6,25 ao final do ano e uma perspectiva de ganhos nos Treasuries e ações nos EUA, o retorno projetado para o portfólio 60/40 é da ordem de 24% em reais e de 8% em dólares.

Gráfico 7

PROJEÇÃO DE RETORNO NO CENÁRIO NEUTRO					Retornos (%)	
Ativos Globais	2024	2025	12-jan-26	2026p	2025	2026p
US Treasury 10 anos (% a.a.)	4,57	4,17	4,17	4,00	7,7	5,6
S&P 500	5.882	6.845	7.020	7.500	16,4	9,6
DXY	108,5	98,3	99,1	96,0	-9,4	-2,3
Ativos Brasil						
Ibovespa	120.283	161.125	163.370	125.000	34,0	-22,4
Dólar	6,19	5,49	5,37	6,25	-11,4	13,9
NTN-B 2045 (% a.a.)	7,38	7,15	7,25	7,80	14,2	5,2

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.

Portfólio 60 / 40 (em USD)	12,9	8,0
Portfólio 60 / 40 (em R\$)	0,1	23,0

Cenário Otimista

O governo eleito anuncia um ajuste robusto com cortes de gastos e reformas visando um superávit de 2% do PIB em 2028. A reversão de expectativas com a ancoragem fiscal reduz o prêmio de risco e faz as taxas das NTN-Bs longas fecharem para a faixa de 5%. Com isso, o Ibovespa avança para 225 mil pontos e o dólar cai abaixo de R\$ 5,00, permitindo que a taxa Selic caia abaixo de 10% a.a.

Cenário Pessimista

Se o presidente apostar no “mais do mesmo”, teremos um colapso — uma reprise da crise do governo Dilma. A ausência de ajuste mantém o déficit primário e empurra a dívida para perto de 93% do PIB em 2027, desencadeando recessão, fuga de capitais e instabilidade social.

Uma Selic a 18% a.a. seria insuficiente para conter a inflação, o Ibovespa ficaria na faixa de 100 mil pontos, o dólar dispararia para mais de R\$ 7,80 e a curva de juros sofreria um estresse intenso.

Visão das Commodities

Ouro: proteção contra inflação e contra riscos geopolíticas

O ouro acumulou alta superior a 60% em 2025. O desempenho do metal precioso foi impulsionado pelos cortes de juros nos EUA, um dólar mais fraco, tensões comerciais, riscos geopolíticos, pela demanda física, fluxos crescentes para ETFs e, sobretudo, devido às compras de bancos centrais.

Esperamos que alguns desses ventos favoráveis persistam em 2026 e continuem a dar suporte ao ouro, ainda que em um ritmo mais lento do que em 2025. **A projeção é de aco-**

modação dos preços, na faixa de US\$ 4.500 a US\$ 5.000 por onça troy, diante da reversão de alguns destes fatores.

Cobre e Ferro: Entre o impulso verde e a desaceleração industrial

Restrições na oferta de cobre minerado podem impulsionar o desempenho superior (outperformance) do setor. Interrupções inesperadas na produção em regiões-chave de mineração agravaram as preocupações já existentes quanto ao abastecimento.

O mercado de cobre vive um paradoxo: estoques baixos e demanda resiliente sustentam preços elevados, com as projeções para 2026 variando entre US\$ 12.000 e US\$ 15.000 por tonelada. A transição energética e o boom dos veículos elétricos são os principais motores dessa valorização.

O minério de ferro deve manter preços relativamente elevados em 2026, com estimativas entre US\$ 95,00 e US\$ 115,00 por tonelada. Os preços são sustentados por estímulos chineses e demanda resiliente fora da China.

Petróleo: Oferta abundante e demanda em transição

O mercado global de petróleo atravessa um ciclo de ajuste marcado por oferta crescente e demanda moderada em um

contexto de transição energética e incertezas geopolíticas. A Opep+ tem sido a principal fonte de crescimento da oferta global, mas a implementação de cortes de juros pelo Fed para apoiar o crescimento econômico em 2026 poderá fomentar o crescimento da demanda.

Para 2026, a tendência é de acomodação, com preços médios entre US\$ 55 e US\$ 65 para o Brent.

Cenário Macroeconômico

Internacional

O ciclo de corte de juros reaberto pelo Fed em setembro de 2025 foi concluído com a decisão de redução de juros de dezembro. Ao todo, o banco central norte-americano reduziu a taxa de juros básica em 75 pontos base, para 3,75% ao ano, como reação ao aumento do risco de emprego — em especial após o enfraquecimento do mercado de trabalho de abril para maio, que reduziu substancialmente o ritmo médio de abertura de vagas dos últimos 6 meses de 180 mil para 20 mil entre maio e novembro desse ano.

Por outro lado, a dinâmica da inflação se mostrou mais benigna que o esperado. O impacto das tarifas no núcleo de bens foi contido e disseminado, enquanto o núcleo de serviços também teve comportamento favorável, com os custos de moradia — como aluguéis e gastos de manutenção — desacelerando ao longo de 2025.

Com isso, o núcleo do PCE atingiu um pico de 2,9% em agosto de 2025. O resultado ficou bem abaixo da expectativa inicial de um pico de 3,5% a 4,0% projetada no auge do impacto das tarifas.

Tal comportamento benigno da inflação e a desaceleração do mercado de trabalho permitiram que o Fed reduzisse a taxa de juros do segundo semestre de 2025. Em 2026, o cenário ainda deverá permitir que o Fed corte os juros, pois o comportamento da inflação não deve se alterar com a tendências de redução do impacto das tarifas e de desaceleração da inflação de serviços a partir do enfraquecimento do mercado de trabalho. O núcleo do PCE deverá desacelerar de 2,7% em 2025 para 2,2% em 2026, reflexo a saída do impacto das tarifas e o mercado de trabalho menos aquecido.

O mercado de trabalho deverá seguir com geração de empregos fraca no primeiro semestre de 2026, ficando em torno de 40 a 60 mil vagas ao mês — o que manterá a taxa de desemprego em torno de 4,6% nesse período. Esse nível mantém a taxa de desemprego acima da taxa neutra estimada em 4,2% pelo Fed e reforçando a ociosidade do mercado de trabalho.

A continuidade da trajetória de desinflação e a folga do mercado de trabalho deverão permitir que o Fed retome o ciclo de corte de juros ao longo de 2026. Nós revisamos nossa expectativa de um para dois cortes de 25 p.b. nas taxas de juros, levando a taxa de juros básica da economia americana para 3,25% a.a. até o final de 2026.

A economia americana deve ter crescido 2,2% em 2025, surpreendendo as expectativas com maior vigor apesar das incertezas com as tarifas. Para 2026, a economia deverá manter uma trajetória favorável e crescer 2,4% com os impactos dos cortes de juros, de impostos e o menor impacto negativo das tarifas no crescimento.

A mudança na presidência do Federal Reserve introduz uma incerteza na condução da política monetária nos EUA. Atualmente, o comitê avalia que a taxa de juros neutra nominal está no intervalo entre 4,0% a 3,0% a.a., o que é compatível com nossa expectativa de juros terminais.

Haverá dúvidas sobre a condução da política monetária caso o banco central americano corte juros para um patamar abaixo de 3% a.a. sem que os fundamentos da economia permitam essa redução. Este é um risco a ser monitorado ao longo de 2026. O anúncio do novo presidente do Federal Reserve deverá ocorrer até o final de janeiro, segundo o presidente Donald Trump.

Na China, os indicadores de confiança tiveram recuperação importante no final de 2025. O PMI da indústria subiu para 50,1 pontos em dezembro após permanecer abaixo do patamar de 50 pontos desde março do ano passado. Os PMIs de serviços e da construção também registraram aceleração na margem, atingindo 50,2 e 52,8 pontos, respectivamente. O PMI da indústria e dos serviços tiveram melhora dos componentes de produção, novas ordens e pedidos de exportação, indicando perspectiva favorável para a economia no começo de 2026.

Os dados do PMI indicam que a economia deve ter crescido 4,5% em termos anuais no 4º trimestre, terminando o ano com crescimento em torno de 5,0%. Para 2026, a expectativa é que o governo adote novas medidas de estímulo, como corte de juros, de compulsório e aumento de investimentos

em infraestrutura. Medidas para estimular a demanda doméstica, como crédito para troca de bens e para compra de imóveis, deverão ser anunciados.

Revisamos nossa expectativa de crescimento do PIB da China de 4,5% para 4,7% em 2026, considerando a expectativa de medidas de estímulo e o menor impacto das tarifas sobre a economia.

A redução das incertezas relativas às tarifas, a perspectiva de corte de juros pelo Fed e as medidas de estímulo pelo governo chinês indicam que o crescimento global deverá acelerar em 2026. Assim, economia global deverá crescer 3,5% em 2026, um avanço ante o crescimento estimado de 3,3% em 2025.

Brasil

Os dados de atividade do quarto trimestre indicam que a economia manteve um patamar baixo de atividade. A indústria registrou ligeira alta de 0,1% na margem em outubro, mas seguiu contraindo 0,5% em termos anuais.

A indústria extrativa mineral — que inclui a produção de petróleo e minério de ferro — cresceu 3,6% na margem e amorteceu o impacto negativo das atividades do restante da indústria. A produção de bens de intermediários, de capital e consumo não duráveis tiveram quedas em termos anuais, refletindo a desaceleração dos investimentos e do consumo.

As vendas do comércio tiveram um desempenho positivo, com crescimento de 1,1% na margem em outubro. No entanto, assim como a indústria, o desempenho em termos anuais foi menos favorável, com queda de 0,3%.

A recuperação na margem das vendas não tem sido o suficiente para as vendas crescerem frente ao patamar de 2024, o que explica o fraco crescimento esperado do PIB quando se considera o resultado do varejo. Entre os setores, as vendas de supermercados estão crescendo ligeiramente, enquanto as vendas de vestuário, automóveis e materiais de construção estão registrando queda anual em outubro.

O setor de serviços segue como o mais resiliente da economia nesse momento, com crescimento de 2,2% em termos anuais em outubro. Os serviços de informática e transportes seguem em expansão, enquanto os serviços ligados às famílias e empresas estão com ligeira queda na comparação anual.

Os dados divulgados até outubro indicam que a economia deverá registrar ligeira contração de 0,1% na margem no quarto trimestre, após o fraco crescimento de 0,1% no ter-

ceiro trimestre. Em 2025, a economia deverá crescer 2,2% devido à revisão da série histórica após a divulgação do resultado terceiro trimestre.

Para 2026, a expectativa é que os cortes de juros e os impulsos fiscais — como a isenção do Imposto de Renda para salários até R\$ 5 mil — deverão estimular o consumo e manter o crescimento da economia, que deverá crescer 2,0%.

A inflação teve dinâmica benigna no último trimestre de 2025, com os núcleos, a inflação de bens e serviços desacelerando. Os núcleos de inflação recuaram ao longo do ano e, após atingir o pico de 5,1% em termos anuais em maio de 2025, encerraram 2025 em 4,6%. O núcleo de bens também teve dinâmica benigna ao longo de 2025, desacelerando de 4,0% em setembro para 3,5% em dezembro em termos anuais.

Os bens foram impactados pela forte depreciação do câmbio no começo de 2025. No entanto, com a reversão do enfraquecimento do real e a desaceleração da economia, houve uma desinflação importante nesse grupo.

O núcleo de serviços registrou melhora, ainda que em menor intensidade. O núcleo de serviços desacelerou para 6,0% em dezembro após atingir variação anual de 6,7% em setembro de 2025. A desinflação do grupo permanece o maior desafio, mas a expectativa de moderação da geração de empregos e o aumento gradual da taxa de desemprego ao longo de 2026 é compatível com a continuidade da desinflação do setor.

Apesar da dinâmica mais benigna no segundo semestre de 2025, a projeção do IPCA de 2026 foi elevada para 4,8%, com a expectativa que a depreciação esperada do câmbio jogue a inflação acima do teto da meta em 2026.

Diante do cenário de desaceleração da atividade, uma dinâmica mais favorável da inflação e projeções no horizonte relevante da política monetária em torno da meta, avaliamos que o Banco Central deverá iniciar o ciclo de corte de juros na reunião de janeiro com um corte de 25 pontos base. A partir da reunião de março, o BC deverá optar por acelerar o corte de juros para 50 p.b. com o objetivo de diminuir o aperto relativo dos juros reais considerando à queda da inflação esperada 12 meses à frente.

Com a nova configuração do cenário eleitoral após os desdobramentos recentes — como analisado na seção de Estratégia —, o risco fiscal deverá se elevar, pressionando a taxa de câmbio e reduzindo o espaço para corte de juros em 2026. Assim, a taxa Selic deverá ser reduzida até 12,25% ao ano ao invés dos 11,0% a.a. esperados anteriormente.

Uma eventual redução para um patamar abaixo de 12,25% a.a. ficará condicionada ao comprometimento de um novo governo com um ajuste fiscal crível para estabilizar a dívida pública.

A dinâmica fiscal teve alguns fatores de alívio no final de 2025 — como receitas de concessões e pagamentos de dividendos, além do empoçamento de despesas — que possibilitaram que o resultado primário do governo central ficasse menos deficitário. Revisamos o déficit primário do governo central de 0,6% para 0,5% do PIB, sem considerar os descontos para o cumprimento da meta do Arcabouço Fiscal. Assim, o resultado primário consolidado foi revisado para 0,6% do PIB, considerando o provável déficit das empresas estatais e o equilíbrio do resultado dos governos regionais.

Para 2026, mantemos a expectativa de déficit primário consolidado de 0,9% do PIB. A aprovação do orçamento, que traz uma estimativa mais otimista para as receitas e despesas — que avaliamos como subestimadas —, demandará o contingenciamento de despesas no início do ano. O tamanho do contingenciamento dependerá das revisões que serão feitas nos parâmetros de crescimento da arrecadação e das despesas obrigatórias, como benefícios de previdência e BPC. Nesse cenário, a expectativa é que a dívida bruta seguirá em alta e deverá atingir cerca de 84,3% do PIB em 2026.

Nas contas externas, a forte entrada de investimentos diretos nos últimos meses tem melhorado o financiamento do déficit em conta corrente, embora o seu patamar siga em níveis elevados. Os investimentos diretos registraram uma forte entrada de US\$ 9,8 bilhões em novembro, acumulando entrada de US\$ 84,2 bilhões no ano — o que representa 3,8% do PIB.

Por outro lado, o déficit em conta corrente segue pressionado, acumulando um resultado negativo de US\$ 77,7 bilhões — 3,5% do PIB. Desta forma, o déficit em conta corrente passou a ser financiado pelas entradas de investimentos diretos, o que torna seu financiamento mais saudável ao considerarmos que os recursos são investimentos de longo prazo.

A taxa de câmbio teve uma dinâmica de depreciação esperada no final do ano, com a cotação do real atingindo 5,57 por dólar no final de dezembro. Os fluxos de saídas sazonais, além da remessa de lucros e dividendos para evitar a cobrança da alíquota de 10% para investidores estrangeiros, explicam essa tendência de depreciação. A dinâmica da taxa de câmbio nos primeiros meses do ano deverá ser mais favorável, visto que os fluxos de saída diminuem e a elevada taxa de juros mantém as operações de arbitragem do câmbio atrativas. A partir de abril, com a definição dos candidatos à eleição presidencial, a volatilidade da taxa de câmbio deverá aumentar.

Como discutido na seção de Estratégia, os eventos recentes reconfiguraram o cenário eleitoral e elevam o risco fiscal a partir de 2027 que deverá pressionar a percepção de risco. Dessa forma, avaliamos que a taxa de câmbio deverá permanecer pressionada ao longo do segundo semestre e terminar o ano em R\$ 6,25 por dólar — como reflexo da incerteza em relação ao anúncio de um ajuste fiscal crível a partir de 2027.

Renda Variável

O Ibovespa fechou o mês de dezembro novamente em alta, com uma performance positiva de 1,29%. Com isso, **o índice de referência da Bolsa fechou o ano com uma performance acumulada de 34%.**

No entanto, diferente dos últimos meses, os principais destaques do mês foram para ações “defensivas”. Destacamos, em especial, a performance de exportadoras — bens industriais e commodities —, enquanto o lado “doméstico” teve uma performance mais tímida — principalmente utilidades públicas e incorporação.

Com o encerramento de 2025, constatamos que o Ibovespa teve uma performance bastante positiva no ano. **Alguns fatores explicam esse desempenho, sendo eles: (i) valuation bastante atrativo no início do ano; (ii) cenário internacional benigno; e (iii) boa performance operacional das companhias.**

Sobre nosso posicionamento ao longo do ano: entendemos que acertamos mais do que erramos, surfamos bem a melhora do cenário ao entender o momento certo de aumentar o risco das carteiras através das sugestões para alocação em incorporadoras, utilidades públicas e shoppings. Também entendemos o momento desafiador para o petróleo, sugerimos uma redução da posição em papéis que dependem da commodity e nos mantivemos construtivos com o cenário de techs nos EUA ao reforçar nosso posicionamento antes dos resultados do segundo trimestre de 2025.

Entre os erros, tivemos a redução da posição em minério de ferro e a manutenção da exposição em papel e celulose e exportadoras. Além disso, apesar de termos sugerido o aumento de risco, poderíamos ter sido um pouco mais arrojados.

Terminando essa retrospectiva e entrando nos diagnósticos para 2026: entendemos que temos um cenário binário — conforme foi abordado em outras seções da Carta — que implica uma alocação ideal bastante diferente. A alocação é distinta, pois já partimos de um valuation mais demandante — uma vez que não estamos mais negociando com desconto de 2 desvios padrão de nossa média história, como no começo de 2025 — e continuamos com taxas de juros reais acima de 7%.

Para 2026, projetamos crescimento de lucro das companhias. Nosso cenário macro aponta para uma economia que, apesar de desacelerar, continua crescendo possibilitando que as companhias tenham aumento em suas receitas. Além disso e temos um cenário de corte relevante nos juros, diminuindo as despesas financeiras. Mesmo com a soma desses dois fatores impactando positivamente o lucro, enxergamos que, para uma performance positiva do IBOV, será necessário uma melhora no mix de ativos macro, que possibilitariam que o índice busque valuations mais demandantes através de: (i) fluxo; e (ii) mais fluxo.

Com estes fatores postos e com o nível de incerteza, nossa estratégia para 2026 será manter uma carteira equilibrada, com ativos que podem performar bem em um ambiente econômico benigno, mesclados a ativos com exposição ao dólar e/ou menos sensíveis a variáveis macro (seguradoras e utilidades públicas). Também entendemos que, conforme o ano avance e as incertezas diminuam, devemos migrar para uma carteira mais ou menos sensível ao cenário otimista.

Para aqueles que querem ter um posicionamento mais direcional ao ambiente eleitoral, as alocações são diametralmente opostas. Para não ficar em cima do muro, vamos elencar os setores e papéis que achamos que terão uma performance melhor em todo cenário.

No cenário otimista, uma carteira com empresas dos segmentos financeiros — mas com maior participação em suas receitas no mercado de capitais — devem ter uma performance positiva. O mesmo vale para varejistas, bens de capital — intensivo em CAPEX —, infraestrutura, incorporadoras de média e alta renda, small caps, empresas alavancadas e empresas estatais.

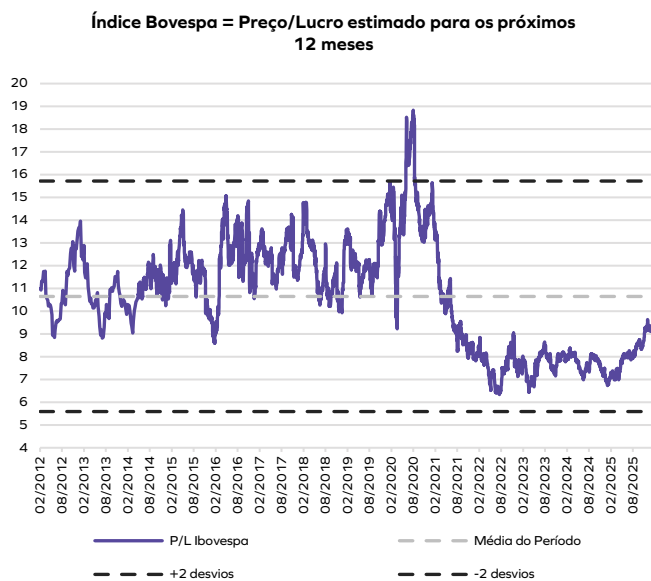
- **Setor Financeiro:** Bradesco, BTG, BR Partners, B3 e XP;
- **Varejo:** Lojas Renner, C&A, Azzas, SBF e Mercado Livre;
- **Bens de Capital:** Movida, Localiza, JSL e Vamos;
- **Infraestrutura:** Rumo, Cosan, Motiva e EcoRodovias;
- **Incorporadoras:** Even, Mitre e Trisul;
- **Small Caps:** Allos, BR Partners e Banco ABC;
- **Empresas alavancadas:** Auren, GPA, Assaí, Casas Bahia, Magalu e Simpar;
- **Empresas estatais:** Petrobras e Banco do Brasil.

No cenário pessimista, temos uma carteira com empresas do segmento financeiro, porém mais defensivas, exportadoras e companhias com menor sensibilidade ao ciclo e oscilações de variáveis macro.

- **Financeiro:** Itaú, BB Seguridade e Caixa Seguridade;
- **Exportadoras:** Suzano, Klabin, JBS, Embraer, Weg, Minerva e MBRF;
- **Utilidades Públicas:** CPFL, Taesa, ISA Cteep e Sabesp;
- **Telefonia:** Vivo e Tim.

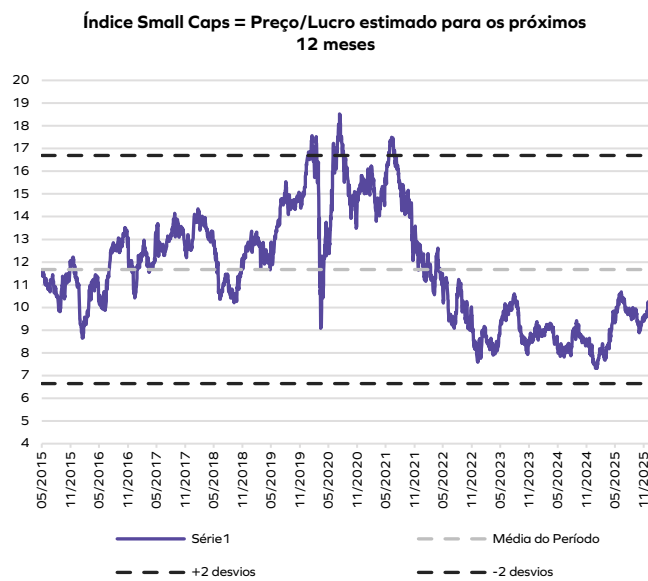
Por enquanto, como abordado anteriormente, estamos seguindo uma alocação mesclada entre as duas estratégias. No entanto, essa alocação deverá ser bastante fluida e mudar conforme a incerteza for diminuindo.

Gráfico 8a



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

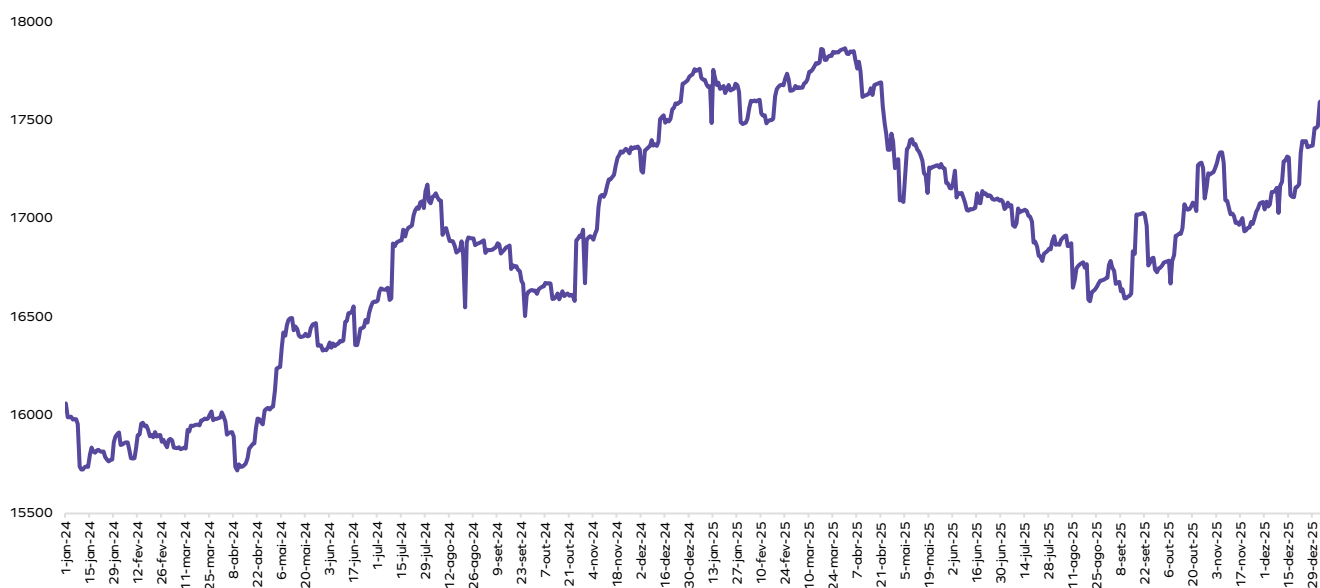
Gráfico 8b



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

Gráfico 9



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O IFIX fechou dezembro novamente em alta, com uma performance positiva de 3,1% no mês e fechando o ano com uma alta acumulada de 21,1% no ano. No entanto, diferente dos últimos meses, **o principal destaque ficou com os fundos de crédito (Imobiliário e Agro) e FoFs.**

No acumulado do ano, a classe de melhor desempenho foi a dos FIAGros, com valorização de 35,6% — em recuperação após um 2024 bastante desafiador. Surfamos parte desse movimento, mas reduzimos nossas posições há algum tempo, pois já não enxergamos uma assimetria relevante na classe.

Temos três motivos para esse movimento: (i) a forte valorização diminuiu a assimetria; (ii) temos algumas dúvidas quanto à saúde financeira do agronegócio como um todo; e (iii) mudanças regulatórias em discussão podem gerar impactos para o setor.

Outro destaque positivo no ano foram os fundos de logística, com alta acumulada de 30,3%. Essa é uma classe na qual aumentamos nossa exposição ao longo do ano, pois os fundamentos permanecem sólidos: (i) queda na vacância; (ii) absorção líquida positiva; e (iii) aumento nos aluguéis por metro quadrado.

Os fundos de shopping têm alta acumulada de 29,2% no ano. Também aumentamos nossa exposição à classe, já que enxergávamos uma boa assimetria e esperávamos que a manutenção dos bons resultados operacionais no ano levasse a uma reprecificação dos ativos.

Nos fundos de recebíveis, segmento que apresentou performance abaixo do IFIX, continuamos adotando uma postura conservadora. Temos reduzido gradualmente a alocação em fundos high yield e mantido uma carteira equilibrada entre indexadores CDI e IPCA, com objetivo de preservar o equilíbrio entre retorno e risco de crédito.

No caso das lajes corporativas, continuamos vendo uma assimetria positiva, com redução consistente da vacância nos últimos trimestres. Começamos a aumentar a alocação na classe, mas ainda mantemos uma exposição conservadora por conta do carregamento mais limitado e do número reduzido de ativos com perfil de investimento adequado. Para investido-

res com maior familiaridade com o segmento e disposição para buscar ganhos de capital, ainda há boas oportunidades pontuais.

Com o encerramento de 2025, podemos resumir que o IFIX teve uma performance bastante positiva, com alguns fatores explicando a performance: (i) valuation bastante atrativo no início do ano; (ii) boa performance operacional das classes de tijolo, com redução de vacância, aumento do aluguel e/ou vendas; (iii) não ter sido afetado diretamente — e com poucos impactos indiretos — nas propostas de reforma tributária; e (iv) poucos eventos de crédito relevante.

Sobre nosso posicionamento ao longo do ano: entendemos que acertamos mais do que erramos. Antecipamos bem a melhora do cenário e entendemos o momento certo para aumentar o risco das carteiras — com aumento de alocação em FoFs e Recebíveis no começo do ano e migração para uma alocação ligeiramente maior em Tijolos conforme o ano foi avançando.

Para 2026, entendemos que temos um cenário mais desafiador. No entanto, diferente das outras classes de ativos, entendemos que a alocação em Fundos Imobiliários é menos mutável. Esta alocação pode variar um pouco entre classes e subclasses, mas mantendo um “core” preservado.

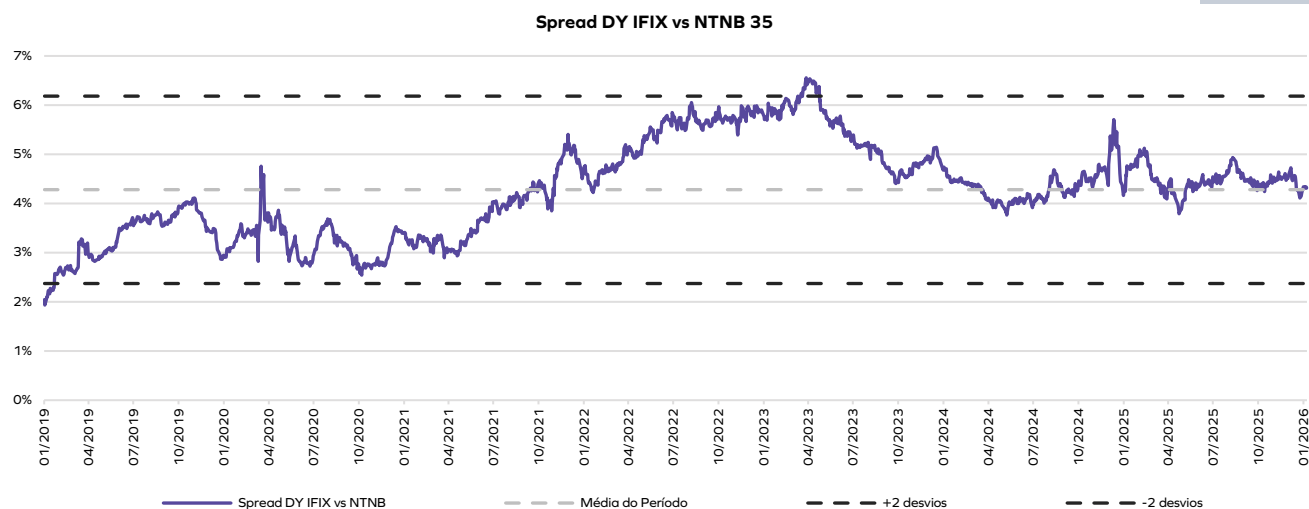
Com um cenário de cortes de juros, o quadro deve ser benigno para os fundos de tijolo. Apesar disso, é importante destacar que as subclasses já negociam próximas ao valor patrimonial — com exceção de lajes corporativas. Entendemos que o Valor Patrimonial (VP) não é o melhor dos instrumentos de valuation, mas é um ponto de partida importante, até porque — depois de anos mais difíceis para captação, mesmo com o advento da liquidação de cotas por imóveis — esperamos que fundos grandes próximos ao VP realizem emissões em 2026.

Nossas Carteiras têm migrado para uma maior concentração em Tijolos, com foco em Logística e Shoppings, mas com ligeiro aumento em Lajes. Além disso, aumentamos a participação de FoFs e Multiestratégia e, para isso, realizamos uma pequena diminuição em Fundos de Crédito, principalmente aqueles que carregam uma Carteira mais high yield.

De forma mais ampla, seguimos entendendo que a indústria de FILs atravessa um momento desafiador, marcado por desequilíbrios típicos de um setor que cresceu rapidamente antes de amadurecer. É importante que, ao longo dos próximos anos, o mercado passe por um processo de consolidação e aprimoramento institucional, capaz de elevar a qualidade da gestão, a transparência e a comunicação com o investidor.

Essa evolução beneficiará todos os participantes e poderá representar um marco de maturidade para os investimentos no Brasil. No entanto, ainda há um longo caminho pela frente.

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

Nos Estados Unidos, a curva de juros dos Treasuries ficou pressionada na virada do ano e início de 2026 após o Fed confirmar a expectativa de corte de juros na reunião de dezembro, mas não indicar a possibilidade de cortes nas primeiras reuniões de 2026.

Os dados robustos de atividade e os indicadores mistos do mercado de trabalho levaram o mercado a reduzir as chances de corte de juros no curto-prazo, postergando o primeiro corte para junho.

No Brasil, o Banco Central segue com a taxa de juros estável em 15,0% ao ano. No entanto, o próprio presidente do BC — em entrevista após a decisão de dezembro e a divulgação do Relatório de Política Monetária — afirmou que não haverá uma sinalização clara sobre as próximas decisões e que o processo de decisão será dado pela evolução dos dados e do cenário a cada reunião.

No fechamento de 9 de janeiro, os contratos futuros precificavam 234 pontos base de cortes até o fim de 2026, levando a Selic para 12,56% a.a. O Boletim Focus projeta a taxa básica de juros a 12,25% a.a. em dezembro de 2026, ou seja, 275 p.b. de redução a partir de janeiro de 2026, **com o primeiro corte de 50 pontos base em março desse ano.**

Avaliamos que a manutenção da taxa de juros em 15,0% a.a., diante da queda da inflação acumulada em 12 meses e das expectativas para os próximos 12 meses, implica um aumento passivo das taxas de juros reais, o que não se mostra necessário no atual estágio de transmissão da política monetária, considerando as defasagens de seus impactos.

Nossa visão é de que a inflação projetada pelo Banco Central no horizonte relevante vai estar muito próxima da meta na reunião de janeiro deste ano. Isso deve levar o BC a promover o início do ciclo de cortes de juros com um corte de 25 p.b. Com a revisão do cenário — que foi discutida na seção Macro —, passamos a projetar que a taxa Selic deverá encerrar o ciclo em 12,25% a.a., e não mais em 11,0% a.a. como projetado anteriormente.

Nos EUA, o Fed reduziu os juros na reunião de dezembro, como esperado. O banco central americano, todavia, não deu indicações mais claras sobre a possibilidade de novos cortes nas reuniões do início do ano. Os dados de atividade favoráveis e o mercado de trabalho com resultados mistos reduziram a chance de cortes ao longo de 2026 pelos mercados futuros, o que reduziu os cortes precificados de cerca de 70 p.b. para 50 p.b.

Diante dessa reavaliação nas expectativas de cortes, as taxas de juros dos Treasuries de 2 e 10 anos subiram ao longo de dezembro e no início de 2026, atingindo 3,53% e 4,17% a.a., respectivamente em 9 de janeiro de 2026.

No Brasil, os cupons das NTN-Bs tiveram uma dinâmica de deterioração ao longo de dezembro e no início de janeiro. A elevação das taxas de juros dos Treasuries e a elevação das incertezas fiscais com as definições do quadro eleitoral pressionaram o cupom dos títulos indexados à inflação.

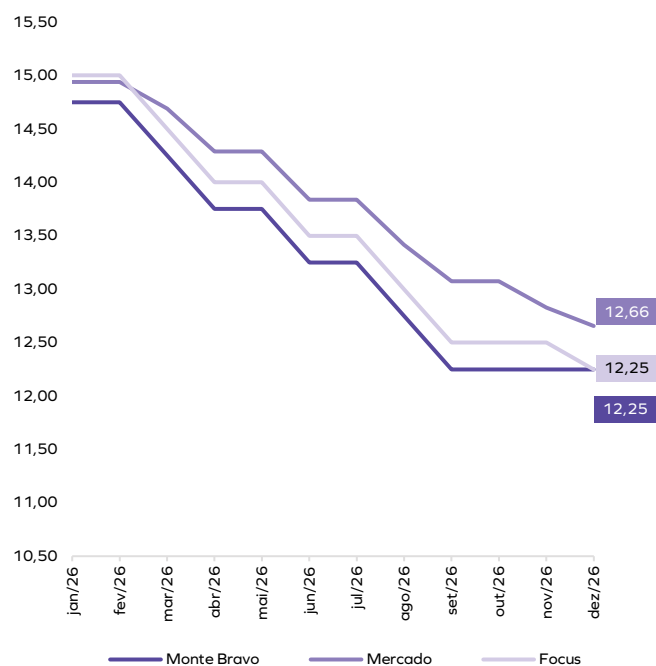
Os cupons da NTN-Bs de vencimento em 2045 e 2050 — que atingiram 6,97% e 6,92% a.a., respectivamente, no seu melhor momento em 4 de dezembro de 2025 — tiveram uma trajetória de alta e encerraram em 7,29% e 7,25% a.a. no dia 9 de janeiro desse ano.

Os ativos de renda fixa seguem oferecendo prêmios atrativos em relação ao nosso cenário base. Isso reforça o apelo da alocação nos títulos indexados à inflação, que ainda oferecem rendimentos elevados.

No mercado de crédito privado, seguimos com preferência por emissões atreladas ao CDI ou à inflação de empresas com bom perfil de risco, ressaltando a importância de uma seleção criteriosa desses ativos — sobretudo no cenário atual.

Trajatórias da Taxa Selic: Mercado, Focus e Monte Bravo (% a.a.)

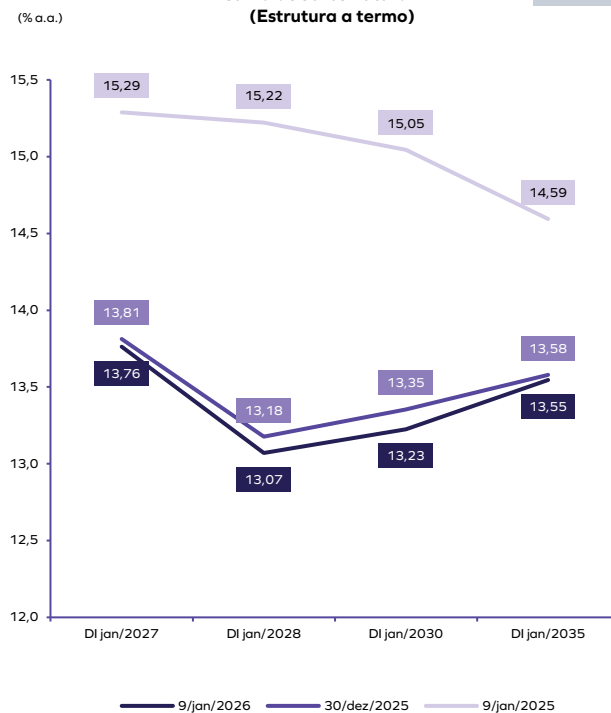
Gráfico 11



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Curva de Juros Futura - DI (Estrutura a termo)

Gráfico 12



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.