

montebravo

Corretora

Carta mensal

**Cenário global ainda é construtivo, apesar da volatilidade.
Armadilha da calmaria no Brasil: conduta fiscal pode pressionar risco e dólar.**

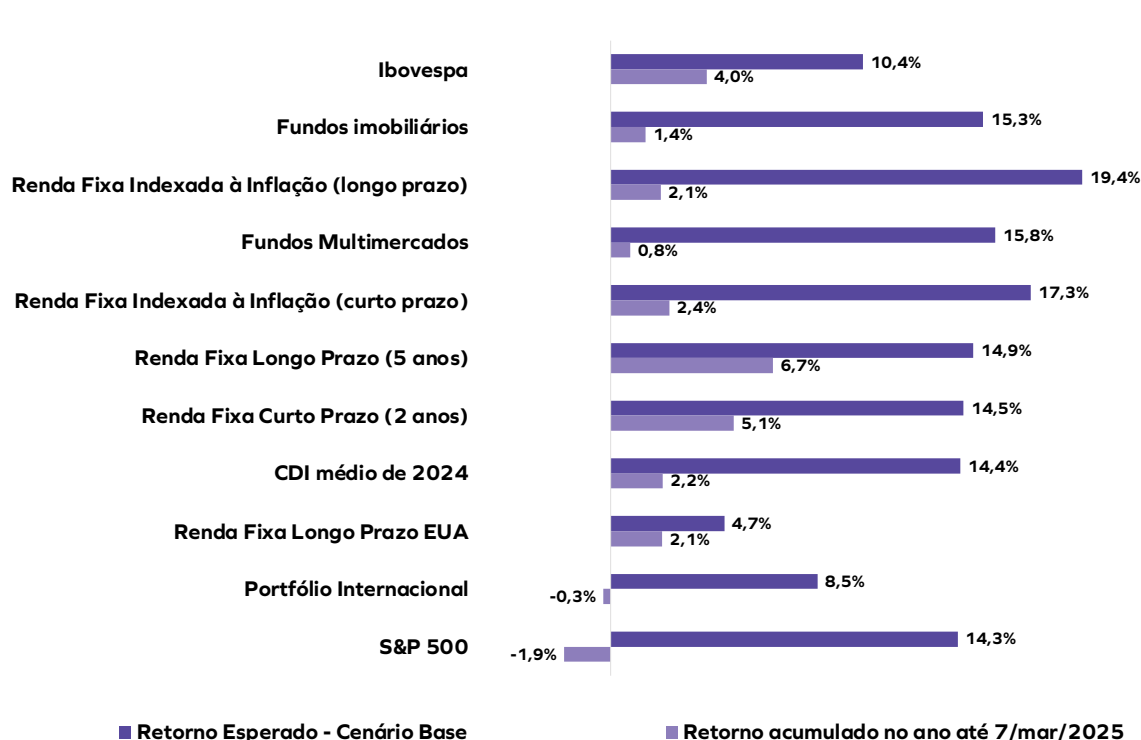
Trump errou a mão e abalou confiança, mas fundamentos da economia dos EUA são sólidos.

No Brasil, percepção de que lógica eleitoral domina ações do governa exacerba risco fiscal.

Estratégia de investimentos deve seguir com viés cauteloso.

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

Gráfico 1



Fonte: Bloomberg Elaboração Monte Bravo.

Cenário recomenda carteira diversificada.

| Ibovespa | Fundos Imobiliários | Renda Fixa | Investimento no Exterior |
|---|-------------------------------------|---|---|
| 138.000 Pontos em 12 meses | Recebíveis High Grade | CDI+ | Aumente Exposição |
| Setores Preferidos: | Setores Preferidos: | Ativos Preferidos: | Ativos Preferidos: |
| Bancos Seguradoras Exportadoras Utilities Shoppings | Papéis Logística Renda Urbana | NTN-B longa (para quem tem horizonte além de 2 anos) | Treasuries Bonds Brasil Russell 2000 S&P 500 |

Estratégia e alocação

Fevereiro foi marcado por um aumento da incerteza sobre os rumos das políticas fiscal e tarifária dos EUA, o que levou o mercado a redirecionar o foco do risco de inflação para o risco de desaceleração, impactando a avaliação das ações americanas.

A administração Trump tem sido uma fonte de volatilidade nos mercados globais. As propostas tarifárias vieram abaixo da promessa de campanha de 20% linear para todos os países, o que reduziu a percepção de risco inflacionário.

No entanto, a postura instável do presidente americano, marcada por decisões inconsistentes e conflitos com aliados históricos, aumentou os temores de uma desaceleração econômica mais forte. Esse cenário resultou em um movimento defensivo, com queda das ações, recuo dos juros e enfraquecimento do dólar.

A queda das taxas nos EUA e o dólar mais fraco permitiram uma recuperação nos preços dos ativos de renda fixa brasileiros e do IFIX, enquanto o Ibovespa acompanhou o mercado internacional em queda.

Performance dos Ativos

O mês de fevereiro apresentou uma reversão na dinâmica dos mercados nos EUA. O temor de que a guerra comercial de Trump provoque uma desaceleração mais forte levou a uma queda das taxas de juros, desvalorização do dólar e a recuos nas bolsas.

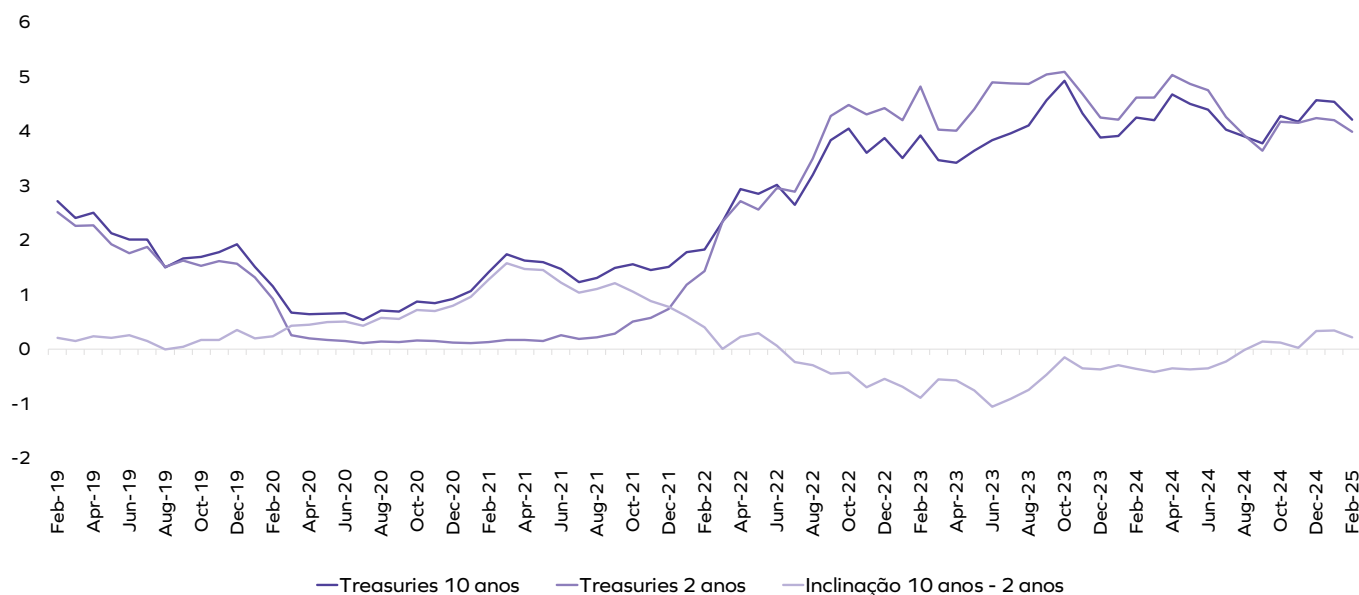
Os principais índices de ações nos EUA fecharam fevereiro em queda, revertendo os ganhos de janeiro. O S&P 500 re-

cou 1,30%, o Dow Jones caiu 1,40% e o Nasdaq Composite desvalorizou 3,90%. Já os mercados emergentes avançaram 0,50%.

A taxa do título de 10 anos do Tesouro dos EUA caiu de 4,54% para 4,20%. Com isso, o índice do dólar (DXY) recuou de 108,40 para 107,60 pontos.

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

Gráfico 2



Fonte: Bloomberg | Elaboração: Monte Bravo.

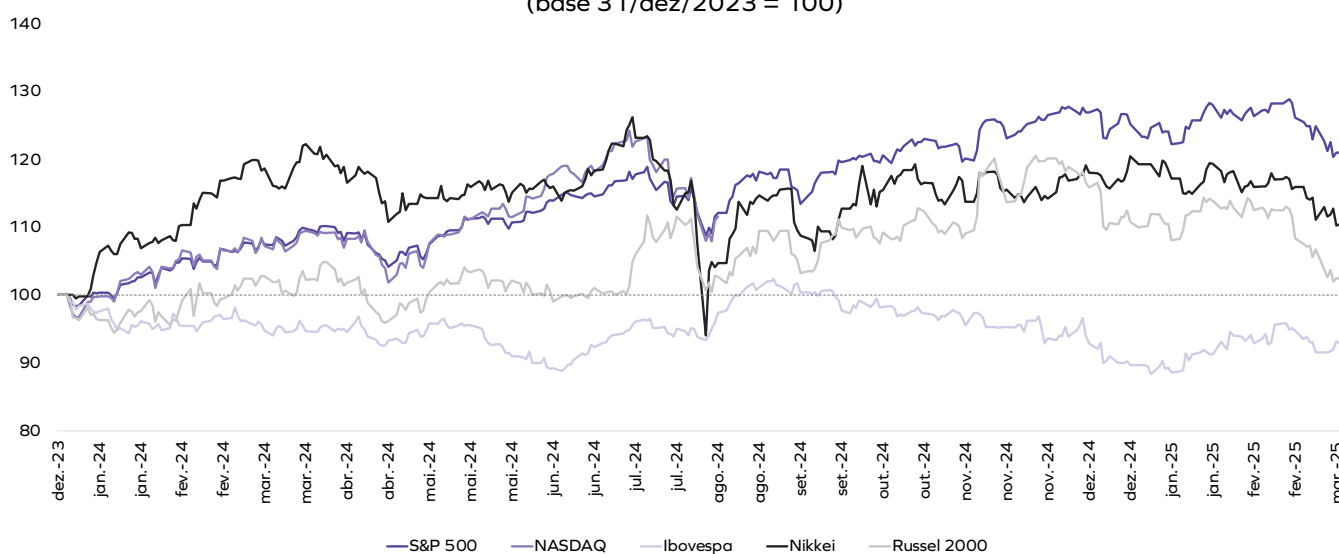
Os retornos positivos da renda fixa nos EUA ilustram a importância da diversificação; a valorização de 2,50% do ETF das Treasuries de 7 a 10 anos compensou a queda do S&P 500 e deixou o portfólio 60/40 com ganho de 0,10% no mês (2,00% em 2025 e 10,60% em 12 meses).

As empresas conhecidas como “As Magnificent Seven” (Sete Magníficas) impulsionaram o mercado em 2023 e 2024, acumulando um retorno conjunto de 156,10%, contra 25,20% do restante do índice no período. Assim, o S&P 500 subiu 53,20% nesses dois anos.

Mas em 2025, o grupo composto por Apple (AAPL), Amazon (AMZN), Alphabet (GOOG, GOOGL), Meta Platforms (META), Microsoft (MSFT), NVIDIA (NVDA) e Tesla (TSLA) passa por uma realização. Embora o S&P 500 tenha registrado alta de 1,40% nos dois primeiros meses do ano, a sustentação do índice veio do restante das empresas – o chamado “S&P 493”, o que pode indicar uma mudança na liderança do mercado, com uma rotação para empresas tradicionais.

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

Gráfico 3



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Os ativos digitais registraram forte correção após o rali pós-eleições, com o Bitcoin apresentando a maior queda mensal desde junho de 2022, recuando 21%.

No acumulado de 12 meses, os destaques globais são: S&P 500 (16,80%), MSCI World (13,40%), ouro (39,80%) e Bitcoin (37,10%).

No Brasil, a queda das taxas nos EUA contribuiu para o recuo dos juros locais. O dólar PTAX subiu 0,30%, enquanto o Ibovespa caiu 2,60%. A maior parte dos ativos de renda fixa valorizou, mas ainda abaixo do CDI, exceto o pré-longo, ainda afetado pelo risco fiscal. O IRF-M avançou 0,60%, os prefixados de 5 anos recuaram 1,00%, o IMA-B subiu 0,50% e o IMA-B5+ teve alta de 0,40%, frente a um CDI de 1,00%. A queda dos juros ajudou o IFIX, que subiu 3,30%.

Nos 12 meses encerrados em fevereiro de 2025, nenhuma classe de ativo local superou o CDI. No Brasil, apenas o índice de debêntures CDI-JGP (13,00%) superou o CDI de 11,10%.

O Ibovespa recuou 4,80%, o IFIX caiu 7,10% e o dólar PTAX subiu 17,40%, gerando perdas nos benchmarks da renda fixa: prefixados de 5 anos (-8,40%), IMA-B (-1,00%), IMA-B5+ (-7,00%) e IRF-M (+3,90%).

O FOMC manteve a taxa de Fed Funds em 4,50% ao ano e parece confortável em esperar a evolução do cenário no que tange aos impactos das políticas de Trump sobre a inflação. Mantemos a expectativa de três cortes de 25 pontos-base dos juros pelo Fed no segundo semestre deste ano.

O Copom elevou a taxa Selic em 1,00 ponto percentual para 13,25% ao ano e manteve a alta de 1,00 p.p. para março, condicionando os próximos ajustes à evolução do cenário. O tom menos duro que o esperado, nos levou a ajustar o pico do ciclo de aperto para 14,75%.

Estratégia de Investimentos

Gráfico 4

| O que acontece | | | | Mais do mesmo | | Risco fiscal sobe | | Populismo radical | |
|-------------------------------|-------|-------|-------|----------------------|-------|----------------------|-------|-------------------|-------|
| Cenário | | | | Otimista | | Base | | Pessimista | |
| Política Fiscal | | | | Déficit > -0,50% PIB | | Déficit > -0,90% PIB | | Déficit < -1% PIB | |
| Política Monetária | | | | BC mira 2026 | | BC acomoda inflação | | BC abandona metas | |
| Probabilidades | | | | 35% | | 60% | | 5% | |
| Variáveis Macro | 2022 | 2023 | 2024 | 2025p | 2026p | 2025p | 2026p | 2025p | 2026p |
| PIB (% a.a.) | 3,00 | 3,20 | 3,40 | 2,00 | 2,50 | 1,60 | 1,80 | -0,80 | -2,00 |
| IPCA (% a.a.) | 5,80 | 4,60 | 4,80 | 5,50 | 4,00 | 6,50 | 5,00 | 10,00 | 13,00 |
| Selic (% a.a. final de ano) | 13,75 | 11,75 | 12,25 | 15,25 | 10,00 | 14,75 | 11,00 | 13,00 | 13,00 |
| Câmbio (R\$/USD final de ano) | 5,22 | 4,84 | 6,19 | 5,60 | 5,60 | 6,30 | 6,60 | 7,50 | 10,00 |
| Juro Real (% a.a.) | 7,7 | 6,8 | 7,1 | 9,2 | 5,8 | 7,7 | 5,7 | 2,73 | 0,00 |
| Resultado Primário (% PIB) | 1,28 | -2,30 | -0,40 | -0,50 | -0,50 | -0,80 | -0,90 | -1,50 | -1,50 |
| Dívida Bruta / PIB (% PIB) | 71,7 | 73,8 | 76,1 | 81 | 85 | 82 | 87 | 81 | 86 |
| Varição Anual Dívida / PIB | -6,3 | 2,1 | 2,3 | 4,8 | 4,0 | 6,3 | 4,5 | 4,9 | 4,7 |

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

Apesar da turbulência com Trump, o cenário base da Monte Bravo segue sendo de inflação acomodando, permitindo ao Fed fazer três cortes de 0,25 ponto percentual e uma taxa de 10 anos rodando no intervalo entre 4,00% e 4,50%.

Nesse ambiente, passada a turbulência, as ações nos EUA devem seguir em alta, impulsionadas por uma economia resiliente e sob o efeito dos ganhos de produtividade da IA.

É um quadro global benigno, mas que não deve ajudar tanto os preços dos ativos brasileiros, dada a dinâmica fiscal sob um governo que está pautando sua atuação com base na popularidade e foco nas eleições de 2026.

O ajuste fiscal adicional, necessário para fortalecer a âncora fiscal e que permitiria uma dinâmica otimista, parece distante. Ao mesmo tempo, o governo segue pautando sua atuação pelas pesquisas de popularidade – algo que não favorece uma conduta fiscal mais austera e os ajustes necessários.

Entre ideias ineficazes para a inflação e medidas que podem ser nocivas para o ambiente de negócios, a ala política parece incapaz de compreender que a inflação atual foi impulsionada pelo excesso de estímulos fiscais, que levaram à alta do dólar e à deterioração das expectativas.

Os juros elevados e a desaceleração da economia não favorecem a recuperação da popularidade do governo, o que aumenta o risco de mais ideias heterodoxas, além da isenção do IR para a classe média, que estimula o consumo e deteriora a posição fiscal.

Nesse contexto, o cenário base conta com uma deterioração do saldo primário, o que empurrará o dólar para cima de R\$ 6,00 ainda este ano. Assim, a recomendação segue sendo manter um portfólio defensivo, com a maior parte em ativos de menor risco e uma parcela relevante exposta ao dólar.

Alocação de Ativos

Gráfico 5

Carteira Sugerida Monte Bravo

Março - 25

| Cenário Base | | | Perfil | | | |
|------------------------------------|---------------------|-----------|----------------|------------|-------------|-------------|
| Classe | Benchmark | R[E] 12 m | Conservador | Moderado | Dinâmico | Arrojado |
| Renda Fixa Pós | CDI | 14,3% | 80,0 | 28,0 | 20,0 | 10,0 |
| Renda Fixa Pré | IRF-M | 15,5% | 10,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 |
| Renda Fixa Inflação | IMA-B | 19,0% | 10,0 | 20,0 | 20,0 | 28,0 |
| Multimercado | IHFA | 16,9% | | 5,0 | 5,0 | 4,0 |
| Fundos Imobiliários | IFIX | 16,9% | | 5,0 | 5,0 | 7,0 |
| Renda Variável | Ibovespa | 10,7% | | 5,0 | 7,0 | 7,0 |
| Alternativos | Não possui | 17,1% | | 2,0 | 3,0 | 4,0 |
| Internacional | 60 Ações / 40 Bonds | 20,6% | | 15,0 | 20,0 | 20,0 |
| 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.

A projeção para o CDI em 2025 é de 14,30%, enquanto o IPCA deve alcançar 6,50%.

Renda fixa – Os ativos indexados ao CDI são os mais favorecidos nesse cenário. Para quem tem apetite ao risco e horizonte superior a dois anos, os papéis indexados à inflação mais longos estão bastante atraentes.

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

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

Crédito – Com inflação e juros mais altos, o carregamento de ativos de crédito fica mais atraente. Por outro lado, as empresas terão que arcar com juros maiores em suas despesas financeiras, fazendo sentido evitar empresas que têm maior alavancagem e/ou grande necessidade de se refinarçar no curto prazo.

Ativos em USD – A queda recente do dólar cria uma boa oportunidade de aumentar os investimentos expostos à moeda norte-americana, seja investindo no exterior ou em ativos locais dolarizados.

Embora tenhamos revisado a taxa de câmbio para o final de 2025 de R\$ 6,50 para R\$ 6,30 por dólar, em função do enfraquecimento do dólar global, mantivemos a percepção de que o dólar deve subir em função do risco fiscal.

A queda da popularidade deve levar o governo a novos programas de assistência que terão custo fiscal, sem contrapartidas de cortes de gastos ou aumentos de impostos, por isso projetamos que o dólar volte a superar a marca de R\$ 6,00 no decorrer do ano.

Cenário Macroeconômico

Internacional

O início do governo Trump tem sido marcado por elevado nível de incerteza devido aos sucessivos adiamentos na entrada em vigor das tarifas de importação anunciadas. Embora essas tarifas sejam um instrumento de negociação, a frequência dos comunicados e seus adiamentos constantes geram ruídos que afetam a confiança de empresas e consumidores, retardando decisões de investimento e consumo.

A incerteza quanto ao impacto das tarifas tem reduzido as expectativas de crescimento, além disso, a antecipação de importações para evitar as tarifas mais elevadas estão distorcendo algumas variáveis no curto prazo. Um exemplo claro foi a piora do déficit da balança de bens em janeiro, que atingiu US\$ 31 bilhões, com as importações de ouro atingindo US\$ 25 bilhões e explicando boa parte desse déficit. As compras de ouro foram antecipadas, especialmente, da Europa devido ao risco de imposições de tarifas sobre os produtos importados da Zona do Euro.

O principal impacto dessa antecipação de importações foi a redução da expectativa de crescimento da economia no 1º trimestre desse ano. O tracking de crescimento do PIB do 1º trimestre passou de alta de 2,3% no final de fevereiro para contração de 2,4%, após os dados de balança comercial e gastos dos consumidores mais recentes. No entanto, avaliamos que esse impacto seja parcialmente reduzido ao longo do trimestre, conforme o ritmo das importações se normalize. Os dados do mercado de trabalho de fevereiro indicam que o emprego segue robusto com a renda crescendo, o que deve estimular a retomada do consumo das famílias nos próximos meses.

A probabilidade de maiores tarifas e menor crescimento está se elevando desde o anúncio de tarifas de importação recíprocas, que poderão atingir diversos países e produtos, e os aumentos de 20% das tarifas de importação para os produtos chineses. Além disso, os produtos do México e do Canadá, que não estão no acordo de livre comércio entre os países, também passaram a ser tarifados.

Diante dessas notícias, reavaliamos os impactos das tarifas de importação sobre a inflação e o crescimento da economia

americana. Os impactos deverão ser mais intensos que o antecipado, com elevação de 0,5% a 1,0% no núcleo do PCE ao longo de 2025. Dessa forma, a trajetória do núcleo do PCE deverá ser mais pressionada, com a inflação atingindo 2,8% a 3,0% entre o segundo e terceiro trimestre desse ano, e terminando o ano em 2,8%. O crescimento também deverá ser mais afetado com redução de cerca de 0,6% do crescimento em 2025, o que reduzirá a projeção para o crescimento do PIB de 2,4% para 1,8%.

Nesse contexto, o FED deverá manter a postura de cautela e optará por pausar o ciclo de corte de juros até os impactos das tarifas na inflação e no crescimento possam ser avaliados. Avaliamos que o núcleo de inflação excluindo as tarifas terminará em 2,3% em 2025 e seguirá apontando para inflação em torno de 2,0% para 2026, o que juntamente com o risco de desaceleração mais abrupta da atividade e deterioração do mercado de trabalho deverão levar a retomada do ciclo de corte de juros no final do ano. Mantemos a expectativa que o FED deverá cortar a taxa de juros em 25 pontos-base nas últimas três reuniões de 2025, levando a taxa de juros básica para 3,75% a.a.

Na China, ocorreu o Congresso Nacional do Povo, a reunião anual de definição das metas econômicas para o ano. O Congresso definiu os principais parâmetros para a política econômica em 2025. A meta de crescimento foi mantida "em torno de 5,0%" para 2025 e a meta de inflação foi reduzida de 3,0% para 2,0%, refletindo os desafios em estimular a economia pós-pandemia

A meta de déficit primário foi elevada de 3,0% para 4,0% do PIB. A cota de emissão de dívida pelo governo central foi estabelecida em 1,8 trilhão de yuans, mas 500 bilhões foram destinados à recapitalização dos bancos. Portanto, o valor líquido de emissão de dívida passou de 1 trilhão em 2024 para 1,3 trilhão em 2025. No caso dos governos regionais, a cota de emissão de dívida foi elevada em 500 bilhões de yuans para 4,4 trilhões. Em percentual do PIB, o estímulo fiscal líquido ficou em 1,6%, situando abaixo do consenso médio projetado pelo mercado de 2,0% do PIB. Mantemos a expectativa de crescimento de 4,5% para 2025.

Brasil

O crescimento do PIB de 0,2% na margem confirmou nossa expectativa de arrefecimento da atividade no 4º trimestre de 2024. A desaceleração do consumo, que contraiu 1,0% na margem, interrompeu 13 trimestres consecutivos de crescimento desde setembro de 2021, e foi a grande surpresa do resultado. A contração do consumo reflete o impacto do aumento das taxas de juros, da aceleração da inflação e da moderação do ritmo de crescimento do emprego no final do ano passado.

Esse resultado somado ao fraco desempenho dos investimentos, que cresceram 0,4% na margem, resultaram em queda de demanda doméstica de 0,5% na margem. A desaceleração da demanda doméstica é essencial para permitir a convergência da inflação para a meta. As medidas recentes propostas pelo governo como a liberação do saldo do FGTS para quem aderiu ao saque aniversário, o consignado privado e a isenção do imposto de renda para rendimentos até 5 mil reais por mês são medidas no sentido contrário ao processo de desaceleração da economia, tendem a manter a inflação pressionada por mais tempo exigindo juros reais mais elevados e por um período maior.

Em 2024, o crescimento do PIB de 3,4% foi caracterizado pelo forte desempenho do consumo e dos investimentos, que cresceram 4,8% e 7,3%, respectivamente, resultando em expansão de 5,2% da demanda doméstica. A quebra da safra agrícola, o menor crescimento das exportações e a aceleração das importações resultaram na contribuição do setor externo em 1,8% para o crescimento do PIB em 2024.

Para 2025, o cenário é distinto, com exportações e agricultura liderando o crescimento, impulsionadas pelo câmbio mais fraco em termos reais e pela safra agrícola recorde. A perspectiva é que o crescimento de 2025 se assemelhe à dinâmica de 2023, quando o setor externo e a agricultura foram os principais motores da recuperação e a demanda doméstica desacelerou, com o consumo e o investimento registrando fraco crescimento.

O crescimento do PIB deverá acelerar para 1,0% na margem no primeiro trimestre devido ao impacto da safra agrícola recorde. A partir do segundo trimestre, com a menor contribuição da agricultura, o impacto das taxas de juros reais mais altas, a inflação elevada e o menor ritmo de crescimento do emprego deverão limitar o crescimento do consumo e dos investimentos, resultando em contração de 0,2% na margem da economia. No 3º trimestre, a economia deverá seguir em contração com queda de 0,5% na margem devido à concen-

tração do impacto defasado da alta da taxa de juros sobre a atividade. A expectativa é que a economia cresça 1,6% em 2025.

A inflação deverá seguir pressionada nos próximos meses devido às expectativas de inflação desancoradas, ao crescimento se mantendo acima do potencial, ao repasse da depreciação cambial e ao mercado de trabalho aquecido. No curto prazo, os preços agrícolas estão passando por um novo choque no atacado advindo da gripe aviária e de algumas commodities, como soja e milho, o que deverá manter a alimentação pressionada nos próximos meses. Mantemos a expectativa de que o IPCA deverá acelerar nos próximos meses e atingir 6,0% na metade do ano. No segundo semestre, à medida que o risco fiscal se eleva, esperamos que a taxa de câmbio volte a se depreciar, alcançando cerca de R\$ 6,30 por dólar e elevando a inflação para 6,50% ao final de 2025.

O Banco Central deverá seguir o ciclo de aperto nas próximas reuniões com uma nova alta de 100 pontos base na reunião de março, seguida de uma elevação de 50 pontos base na reunião de maio, levando a taxa Selic para 14,75% a.a. Considerando que após a decisão de maio, a taxa de juros reais ex ante terá atingido o patamar de 8,0% a.a., ficando significativamente restritiva, e deverá seguir em alta até atingir em torno de 9,0% a.a. no segundo semestre desse ano, avaliamos que o Banco Central optará por interromper o ciclo de alta de juros e manter a taxa Selic estável em 14,75% a.a. até o final de 2025.

A política fiscal segue como a principal fonte de risco do cenário de 2025. A decisão do governo de enviar a medida de isenção de imposto de renda para quem ganha até 5 mil reais ao longo dos próximos meses será uma fonte de incerteza, elevando o risco de a perda de arrecadação não ser compensado pela medida proposta pelo governo de taxar a renda dos contribuintes que ganham acima de 50 mil reais por mês ou 600 mil reais anuais deverá sofrer resistências no Congresso, elevando o risco de ser desidratada ao longo da tramitação. O ritmo mais lento de crescimento da arrecadação, somado ao contínuo aumento das despesas públicas, deve pressionar ainda mais o resultado primário. Mantemos a expectativa déficit primário de 0,9% do PIB em 2025, sem exclusão de despesas.

A taxa de câmbio se manteve menos pressionada ao longo de fevereiro conforme o dólar enfraqueceu frente às principais moedas, como o euro e o iene, como reflexo da sinalização do uso das tarifas de importação como ferramenta de negociação pelo governo Trump. Apesar dessa dinâmica menos pressionada do dólar, o espaço adicional para o en-

fraquecimento do dólar é menor, visto que desde o pico observado em 13 de janeiro desse ano até o dia 7 de março, o dólar enfraqueceu cerca de 6,0% frente às principais moedas, o que limita o espaço adicional para enfraquecimento do dólar.

Além disso, a ausência de discussões fiscais durante o receso do Congresso reduziu a percepção de risco no curto prazo.

Apesar do alívio desde o início do ano, mantemos a avaliação que o real deverá depreciar novamente para um patamar acima de 6,0 reais por dólar conforme as discussões sobre o orçamento e a isenção do imposto de renda avancem no Congresso.

Renda Variável

Após um janeiro sólido, com o Ibovespa subindo 4,9% em reais e tendo uma valorização expressiva de 10,8% em dólares, o mês de fevereiro apresentou uma desaceleração, com o índice caindo 2,6% em reais e 3,5% em dólares. No entanto, a performance acumulada no ano permanece positiva, com variações de 2,3% em reais e 9,1% em dólares.

Depois de um janeiro calmo, em que Donald Trump deu sinais de uma retórica menos agressiva que a observada durante a corrida presidencial, fevereiro marcou o retorno da imprevisibilidade. O presidente dos EUA passou a apresentar, quase que diariamente, visões divergentes sobre questões importantes, especialmente as que envolvem tarifas.

Essa incerteza em relação às tarifas – com dúvidas sobre os países que serão impactados, as alíquotas, o período de implementação, os produtos, entre outros pontos – somada às incertezas sobre a política fiscal americana e outras medidas que o atual presidente deseja implementar, colocou o mercado em uma postura mais defensiva, principalmente no final do mês. Essa imprevisibilidade, somada a alguns dados mais fracos, voltou a colocar sobre a mesa o cenário de uma desaceleração mais acentuada do PIB dos EUA, inclusive com alguns analistas elevando novamente as probabilidades de uma possível recessão – contudo, não é o nosso cenário base.

Esse cenário complexo é agravado por uma nova dúvida: a ascensão de empresas chinesas de tecnologia no campo da inteligência artificial. Com modelos que podem ser mais baratos de treinar e que apresentam desempenho semelhante ao dos principais players americanos, esse desdobramento tem levado alguns investidores a questionar os investimentos realizados pelos gigantes de tecnologia em sua corrida por IA, que podem ter sido superdimensionados.

Em nossa opinião, a performance positiva das ações brasileiras em janeiro ocorreu graças a um cenário internacional que fomentava um maior apetite por risco, inclusive com diversificação para fora dos EUA. Caso esse cenário se modifique – o que também não é o nosso base –, a situação da bolsa no Brasil pode se deteriorar rapidamente, visto que o cenário doméstico permanece desafiador.

Como mencionado anteriormente, continuamos céticos quanto aos fundamentos brasileiros, mantendo nossa visão de que a situação fiscal do país é bastante frágil e que não devemos ver uma resolução para essa questão nos próximos dois anos. Isso torna o Brasil sensível tanto à volatilidade internacional quanto a desafios internos.

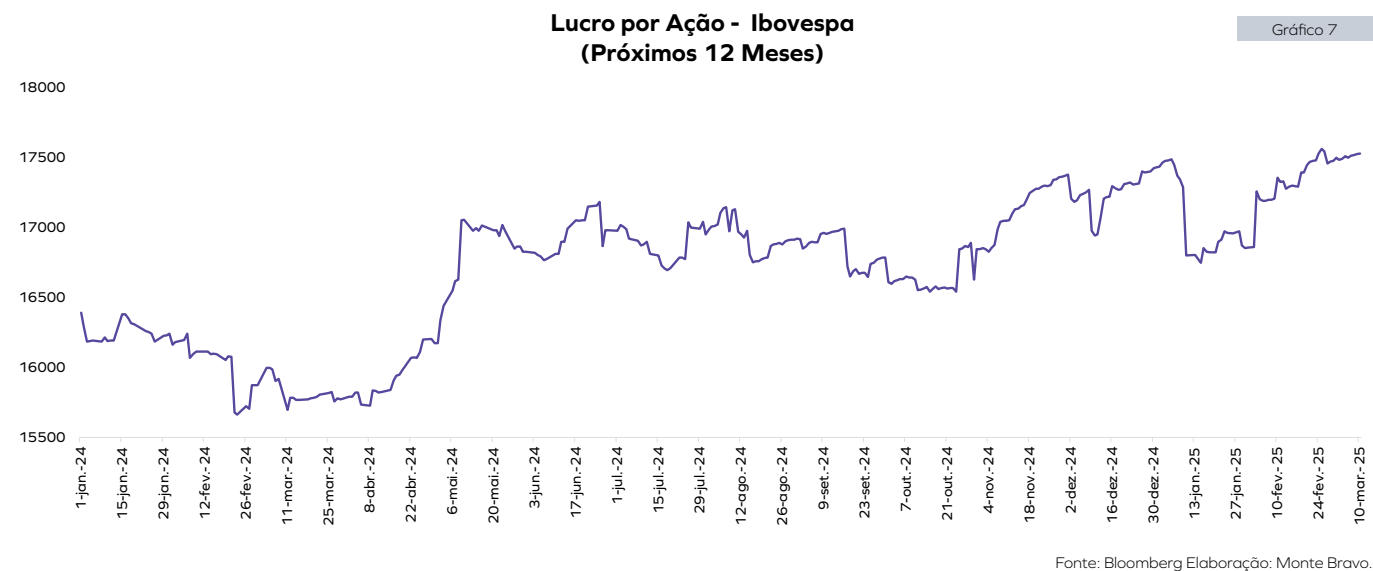
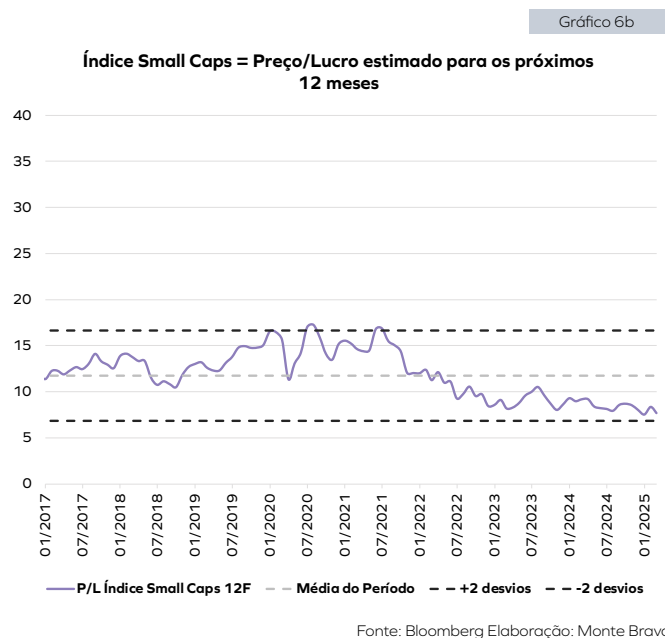
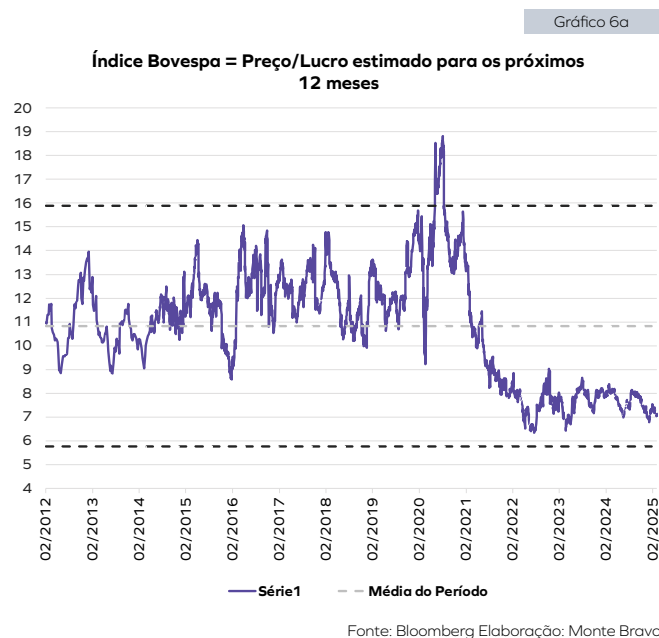
A temporada de resultados avançou bem em fevereiro e, como discutido em interações anteriores, teve pouco impacto sobre o preço das ações, conforme esperávamos, já que o cenário futuro é repleto de incertezas e as companhias têm se mostrado bastante cautelosas.

Nesse ambiente de incerteza, nos parece bastante complexo analisar o Ibovespa e projetar seus múltiplos de P/L, que estão muito abaixo dos padrões históricos, especialmente considerando as muitas dúvidas sobre quais serão os lucros das companhias em 2025 e 2026 – as projeções utilizadas para o final deste ano. Essas incertezas tornam o cenário ainda mais desafiador.

Diante disso, continuamos mantendo uma postura bastante conservadora, recomendando alocações em companhias que possuem receita dolarizada – seja por meio de commodities ou outras fontes –, bancos com pouca exposição a segmentos mais vulneráveis e que apresentem balanços sólidos,

seguradoras (um dos poucos setores que se beneficiam de uma Selic mais alta), além de investimentos em empresas de utilidades públicas e shoppings. Mesmo nesses setores considerados mais defensivos, nossos investimentos têm prioriza-

- (i) estrutura de capital confortável e sem vencimentos concentrados no curto prazo;
- (ii) teses consolidadas, que não dependem de eventos adicionais para entregar boa performance operacional;
- (iii) excelentes times de gestão.



Fundos Imobiliários

O mês de fevereiro foi positivo para a indústria de Fundos Imobiliários, com o IFIX registrando performance sólida e revertendo o resultado anual para o positivo. O índice fechou o mês com alta de 3,3%, elevando a variação no ano para 0,2%, sendo o primeiro mês, desde setembro, em que o IFIX apresentou resultado positivo.

A boa performance do IFIX se espalhou por todas as classes de ativos, inclusive entre os FII de Recebíveis, que subiram 5,4% – classe que, como temos destacado em nossas últimas análises, apresentava a maior assimetria de curto prazo. Por esse motivo, reforçamos que nos parecia oportuno aproveitar esse momento para aumentar a exposição nessa classe. Apesar dos bons resultados, continuamos confiantes e esperamos que o desempenho se mantenha nos próximos meses, especialmente considerando que teremos períodos de CDI e IPCA em elevação, deverá contribuir para o aumento dos dividendos distribuídos ao longo do ano.

A classe de Hedge Funds e FoFs também foi destaque em fevereiro, com os Hedge Funds se valorizando 7,2% e os FoFs 4,2%. Após essa recuperação, diminuímos um pouco nosso otimismo com a classe, apesar de entendermos que ela continua apresentando carregamento (dividendos) e um duplo desconto elevado; contudo, não vemos catalisadores para que esse desconto seja reduzido nos próximos meses.

Os Fundos de Tijolo também tiveram performance positiva, com destaque para Galpões Logísticos e Lajes Corporativas. Embora tenham registrado ganhos, todos os segmentos ficaram abaixo do IFIX. Continuamos satisfeitos com a exposição à classe; entretanto, como temos comentado em nossas análises, acreditamos que os Fundos de Tijolo devem demorar um pouco para avançar. Por esse motivo, no momento, estamos concentrados em manter posições em bons fundos, que contam com excelentes ativos, times de gestão competentes e estão sendo negociados a patamares de preço por m² abaixo do custo de reposição.

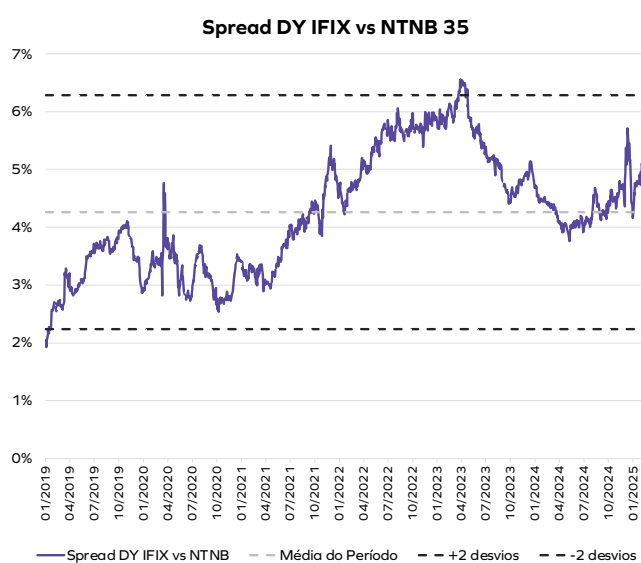
Quanto à situação envolvendo o XPML, que apresenta um passivo a pagar (parcelas de aquisições e amortizações de CRIs) superior ao caixa atual do fundo, reconhecemos as preocupações. Contudo, considerando o tamanho do fundo – com R\$ 6,5 bilhões de PL – o descasamento, estimado en-

tre R\$ 350 e R\$ 450 milhões, nos parece confortável. Esse descompasso poderá ser resolvido com a emissão de um CRI, venda de participações em alguns ativos e/ou renegociações relativas ao pagamento de parte dessas parcelas.

Além disso, parte dessa alavancagem foi utilizada para a aquisição de excelentes ativos, como o Jundiá Shopping (Multiplan), o Cidade São Paulo (SYN) e o Grand Plaza Shopping (SYN) – aquisições que consideramos excelentes e que só foram possíveis naquele período, dadas as condições de mercado. Portanto, embora a situação não seja ideal, ela está longe de representar um fator de preocupação tão expressivo quanto o observado em outros fundos.

Apesar de termos destacado alguma classe com maior assimetria, entendemos 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.

Gráfico 8



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

A curva de juros das Treasuries teve um movimento expressivo de queda com a mudança na percepção de risco do mercado, que passou do risco das tarifas comerciais sobre a inflação para o risco de desaceleração abrupta da atividade, motivada pelas sinalizações conflitantes do presidente Donald Trump. Esse fechamento na curva de juros americana favoreceu a tomada de risco por parte dos investidores e contribuiu para o enfraquecimento do dólar. No Brasil, esse fator externo, somado aos dados mais fracos de atividade econômica, trouxe uma reprecificação do ciclo de aumento de juros pelo mercado.

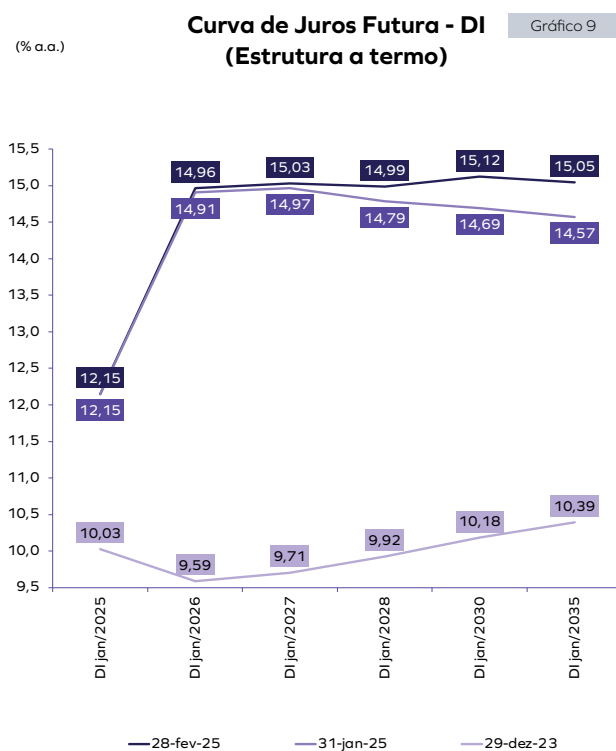
No mercado futuro, a precificação da taxa Selic terminal recuou de 15,60% a.a. no final de janeiro para 15,40% a.a. no final de fevereiro, refletindo a queda da curva de juros americana e os indicadores de atividade doméstica mais fracos. Mantemos nossa avaliação de que o cenário mais provável é de uma política econômica mais flexível, com menor ajuste fiscal e maior acomodação da inflação, conforme apontam as manifestações recentes do governo. Por isso, seguimos projetando a Selic terminal em 14,75% ao ano.

Nos Estados Unidos, após os receios do mercado em relação ao impacto das tarifas sobre a inflação, a percepção de risco mudou, passando a pesar mais o risco de desaceleração abrupta da atividade. Esse sentimento se reforçou com a deterioração dos dados de confiança e de gastos das famílias do início do ano. A curva de juros das Treasuries cedeu, em especial, nos vértices mais longos. As taxas de juros das Treasuries de 10 anos passaram de 4,79% a.a. no final de janeiro para 4,49% a.a. no fechamento de fevereiro, um movimento de redução de 30 pontos base. Paralelamente, o mercado de juros futuros elevou a precificação de dois cortes para três cortes de juros pelo FED ao longo de 2025.

Por outro lado, os cupons das NTN-Bs de longo prazo permaneceram pressionados, apesar do recuo das taxas de juros nominais. Essa dinâmica indica que o mercado segue reduzindo a inflação implícita de longo prazo. A NTN-B com vencimento em 2045 apresentou alta em seu cupom, passando de 7,54% a.a. no final de janeiro para 7,66% a.a. no final de fevereiro deste ano. Mantemos a avaliação de que o nível atual dos cupons não é sustentável do ponto de vista fiscal.

No entanto, a incerteza em torno da política fiscal mantém a curva de cupons das NTN-Bs pressionada.

Apesar de considerarmos que os ativos de renda fixa apresentam um prêmio elevado em relação ao nosso cenário, mantemos a avaliação de que o atual nível de incerteza reforça a preferência por alocações em títulos pós-fixados ou indexados à inflação, em detrimento dos títulos pré-fixados. No mercado de crédito privado, mantemos a preferência por emissões CDI+ de empresas com boa avaliação de rating, destacando a importância de uma curadoria criteriosa na escolha desses ativos, especialmente no cenário atual.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Glossário

IMA é o Índice de Mercado ANBIMA é uma família de índices que representa a evolução, a preços de mercado, da carteira de títulos públicos emitida pelo Tesouro Nacional e serve como benchmark para a renda fixa no Brasil.

IMA-Geral Ex C é o benchmark de todos os títulos emitidos pelo Tesouro excluindo os indexados à taxa de câmbio.

IMA-B é o benchmark de todos os títulos indexados à inflação.

IMA-B5 é o benchmark dos títulos indexados à inflação com prazo até 5 anos.

IMA-B5+ é o benchmark dos títulos indexados à inflação com prazo acima de 5 anos.

IRF-M é o benchmark de todos os títulos prefixados a parcela prefixada.

IDA é o Índice de Debêntures ANBIMA (IDA) reflete o comportamento de uma carteira de dívida privada, mais especificamente das debêntures negociados no Brasil.

Ibovespa é o Índice Bovespa, índice de referência de cerca de 86 ações negociadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão).

IFIX é Índice de Fundos Imobiliários da B3 cujo objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários.

S&P500, ou Standard & Poor's 500, é o índice ponderado por capitalização de mercado de 500 das principais empresas negociadas nos EUA.

Magnificent Seven – grupo é composto por Alphabet (GOOGL), Amazon (AMZN), Apple (AAPL34), Meta (M1TA34), Microsoft (MSFT34), Nvidia (NVDC34) e Tesla (TSLA)

montebravo

Corretora

Alexandre Mathias

Estrategista-Chefe
e Head da Área de Análise
da Monte Bravo Corretora

Luciano Costa

Economista-chefe
da Monte Bravo Corretora

Bruno Benassi

Analista de Ativos
CNPI: 9236

Disclaimer

MPORTANTE: A Monte Bravo Corretora de Valores Mobiliários S.A. ("Monte Bravo") é uma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Esta mensagem e eventuais anexos podem conter informações confidenciais destinadas a indivíduo e propósito específico, sendo protegidos por lei. Caso você não seja o destinatário ou pessoa autorizada a recebê-la, por favor, avise imediatamente o remetente e, em seguida, apegue o e-mail. É terminantemente proibida a utilização, cópia ou divulgação não autorizada das informações presentes neste e-mail. As informações nele contidas e em seus eventuais anexos são de responsabilidade do seu autor, não representando necessariamente ideias, opiniões, pensamentos ou qualquer forma de posicionamento por parte da Monte Bravo. Por fim, é imprescindível que o destinatário verifique este e-mail e todos os anexos em busca de possíveis vírus. A empresa/remetente não assume responsabilidade por quaisquer danos decorrentes da transmissão de vírus através deste e-mail.