

montebravo

Carta mensal

Trump Deflagra Crise Global com Conduta Errática e Agressiva

Se não houver recuo, o mundo pode enfrentar uma recessão global. O Brasil, embora em posição relativamente confortável nas tarifas, sente o impacto indireto da China.

As tarifas impostas por Trump foram mais severas e abrangentes do que o esperado. Se não revertidas, podem levar a uma recessão nos EUA e no mundo.

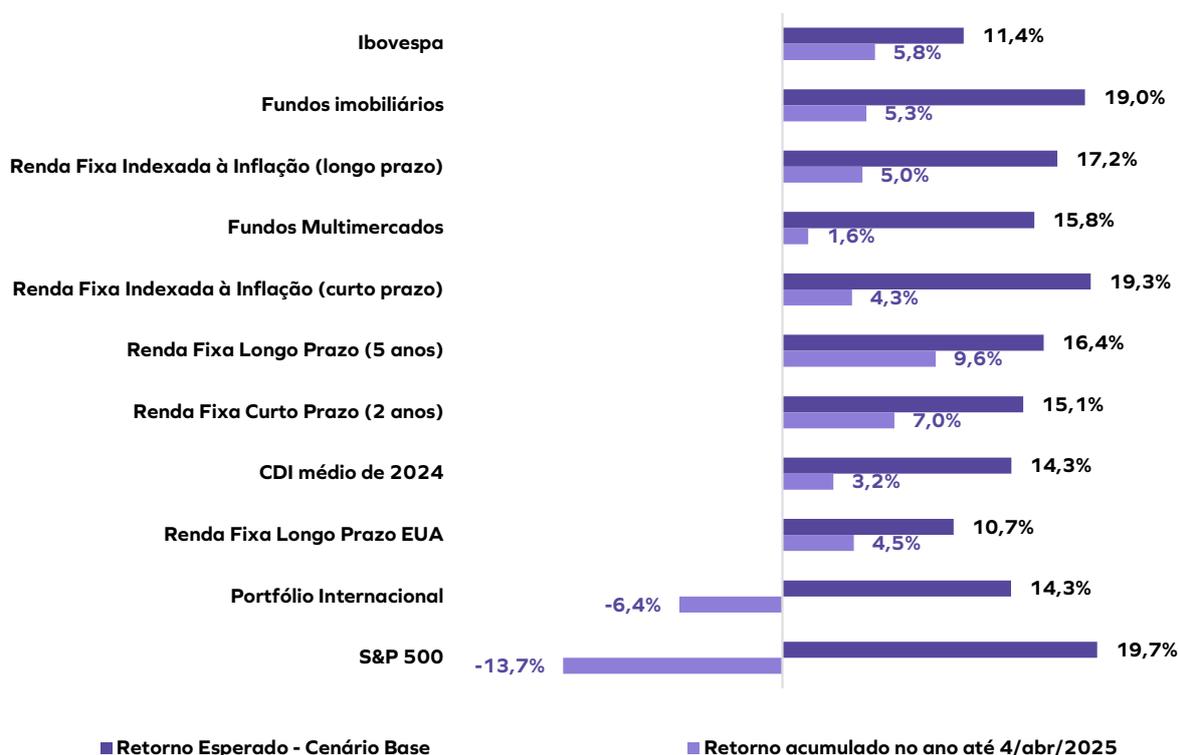
Apesar da posição relativamente confortável do Brasil, a intensificação do conflito com a China afeta indiretamente o país, depreciando o Real e desvalorizando os ativos brasileiros.

Estratégias de Investimento em Tempos de Crise

Desde o início do ano, temos recomendado uma postura defensiva. Agora, mais do que nunca, é crucial que os investidores mantenham o foco em estratégias de longo prazo, com ênfase em qualidade e diversificação, evitando decisões precipitadas em meio à turbulência.

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+ Pré	Aumente Exposição
Setores Preferidos:	Setores Preferidos:	Ativos Preferidos:	Ativos Preferidos:
Bancos Seguradoras Exportadoras Utilities Shoppings	Papéis Logística Shoppings	Pré até 5 anos NTN-B longa (para quem tem horizonte além de 2 anos)	Treasuries Bonds Brasil Russell 2000 S&P 500

Estratégia e alocação

Março foi marcado pelo aumento do risco de recessão nos EUA diante da incerteza sobre as tarifas, o que impactou as ações e gerou um fluxo de saída do dólar.

A administração Trump é a principal fonte de volatilidade dos mercados. A percepção de tarifas elevadas, somada à conduta agressiva contra aliados, levou o mercado a temer uma desaceleração mais forte da economia americana.

Este quadro resultou em um movimento defensivo com queda das ações, recuo dos juros nos EUA e enfraquecimento global do dólar. Tudo isso contribuiu para recuperação dos preços dos ativos brasileiros no mês de março, mas, após a intensificação da crise no início de abril, os ativos domésticos passaram a acompanhar a tendência global de aversão a risco.

No dia 2 de abril, o presidente dos EUA Donald Trump anunciou as tarifas recíprocas, com um aumento bem mais amplo do que se esperava. Uma tarifa mínima de 10% será aplicada a todas as importações a partir de 5 de abril, enquanto tarifas ainda mais altas serão cobradas de países com os quais os EUA têm déficits comerciais maiores.

A estimativa é que essas novas tarifas elevem a alíquota efetiva sobre as importações americanas de 2,3% em 2024 para algo entre 20% e 25% — o maior patamar em pelo menos 100 anos.

O nível de incerteza disparou e os mercados de risco caíram fortemente, com os EUA liderando as quedas. Enquanto isso, as taxas de juros caíram e a moeda americana perdeu valor.

Assim, os próximos passos da Guerra Comercial serão decisivos para avaliar as perspectivas da economia global. O grande temor é que a incerteza gerada por Trump produza uma recessão nos EUA e arraste o resto do planeta.

Embora a volatilidade nunca seja confortável, **recomendamos que os investidores mantenham o foco em suas estratégias de longo prazo, com ênfase em qualidade e diversificação.** Evite decisões precipitadas movidas por emoções, pois estar exposto ao mercado ao longo do tempo tem se mostrado uma estratégia mais eficaz do que tentar acertar o momento certo de entrar ou sair.

Performance dos Ativos

Em março, o tema seguiu sendo a guerra comercial de Trump e o temor de desaceleração. Diante da percepção de que Trump radicalizaria nas tarifas, o risco de recessão nos EUA aumentou.

O índice do dólar (DXY) caiu 3,1% de 107,6 para 104,2 pontos com os fluxos buscando o Japão e a Suíça. Enquanto isso, a taxa do título de 10 anos Tesouro dos EUA ficou relativamente estável em 4,20%.

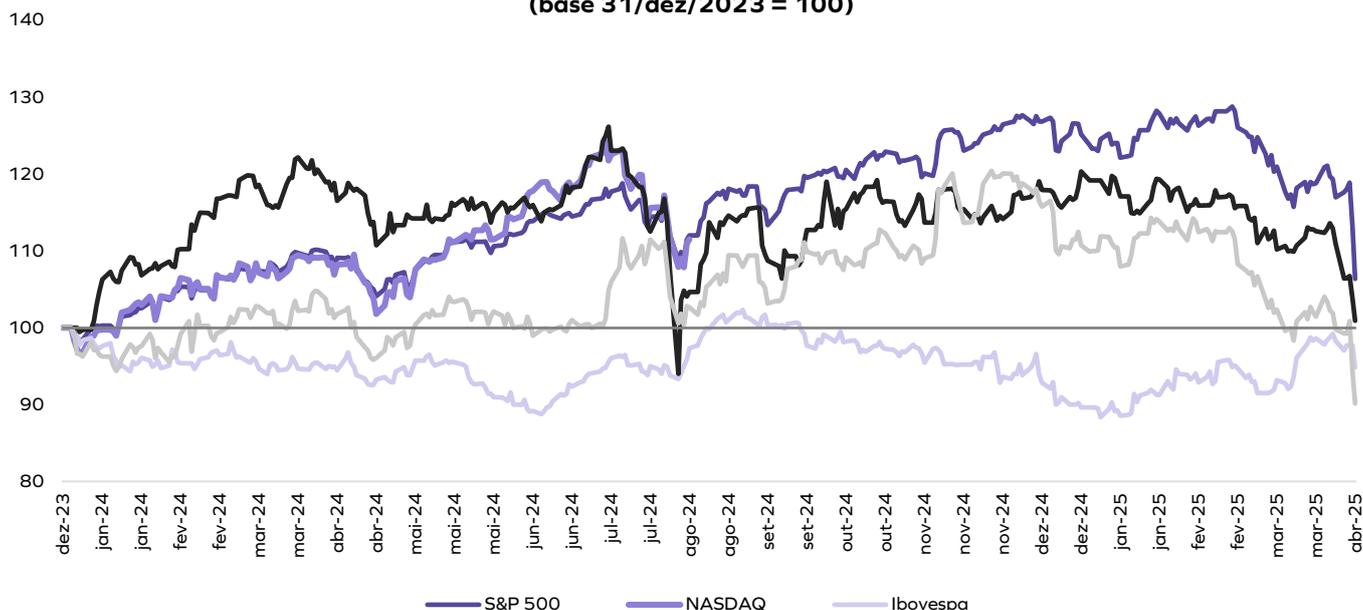
O temor de desaceleração mais forte derrubou as ações nos EUA. No mês, o S&P500 e o MSCI World caíram 5,8% e 4,2%, respectivamente, ao passo que o MSCI Emergentes subiu 0,4%. No fechamento do 1º trimestre, o S&P500 caiu 4,6%, o MSCI World perdeu 1,7 e o Bitcoin caiu 12,1%, enquanto o Ouro disparou 19,0%.

No Brasil, em março, o dólar PTAX caiu 1,8%, enquanto o Ibovespa avançou 6,1%. A queda do dólar derrubou os juros domésticos. Os ativos de renda fixa valorizaram, batendo o CDI de 0,96%: IRF-M (1,49%); IMA-B (1,8%); IMA-B5+ (2,8%); Pré de 2 anos (1,3%); e Pré de 5 anos (2,5%). No fechamento do trimestre, o CDI acumula alta de 2,98%, o Ibovespa sobe 8,3% e o dólar PTAX caiu 7,3%, gerando ganhos nos benchmarks da Renda Fixa: IRF-M (4,6%); IMA-B (3,5%); IMA-B5+ (3,7%); Pré 2 anos (5,5%); e Pré 5 anos (7,0%).

A correção nos mercados globais se aprofundou na primeira semana de abril, após o anúncio das tarifas nos EUA. A semana fechou com perdas fortes nos mercados dos Estados Unidos. O S&P 500 acumula -9,1% na semana e -13,7% no ano, enquanto o Nasdaq sofreu perda de -10,0% na semana e -19,3% em 2025. O grupo 'Magnificent Seven', composto pelas grandes ações de tecnologia, perdeu cerca de US\$ 1,6 trilhão em valor de mercado.

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

Gráfico 2



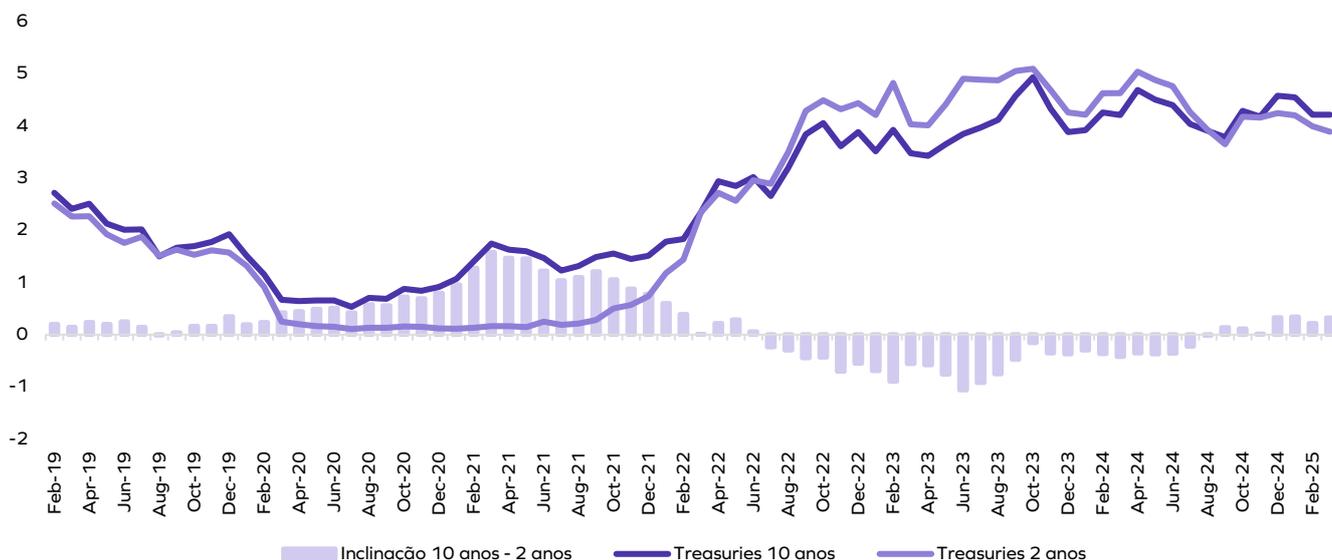
Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

O contraponto é que os mercados dos EUA tinham subido muito e, mesmo com as quedas, os níveis são similares à média do 3º trimestre de 2024.

As taxas das Treasuries de 10 anos recuaram para cerca de 4,0%, sinalizando aumento da demanda por proteção.

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

Gráfico 3



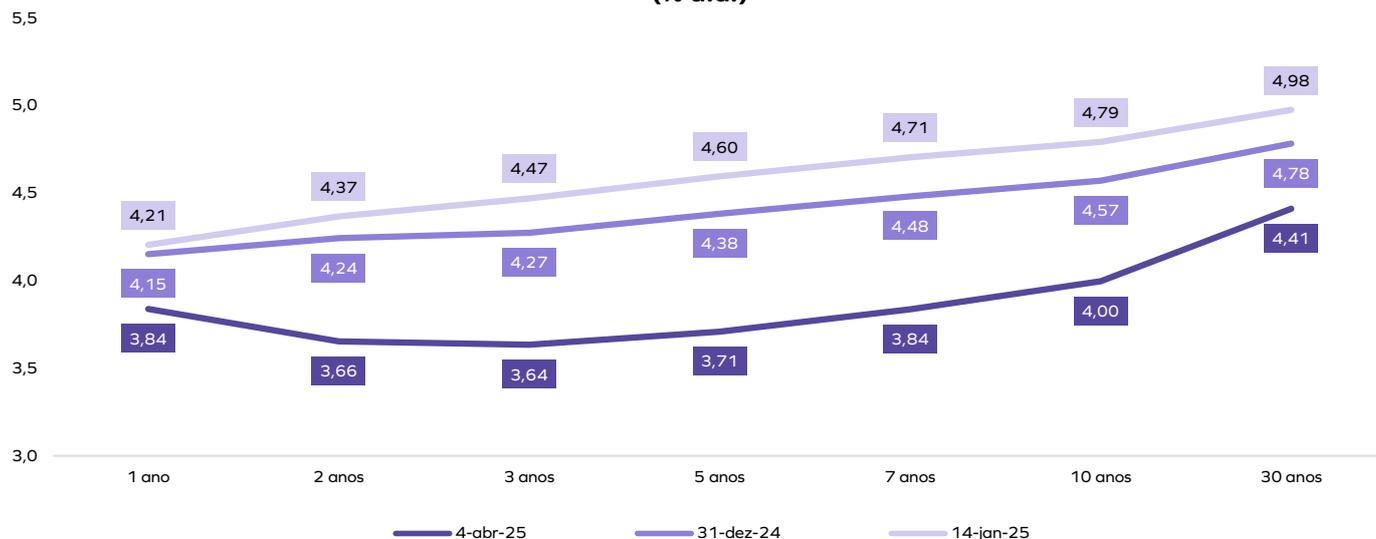
Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Vale destacar, porém, o tamanho dos movimentos dos juros entre 14 de janeiro, quando prevalecia o otimismo com Trump, e o fechamento do dia 4 de abril, após as tarifas percebidas como desproporcionais pelo mundo inteiro.

O título de 2 anos caiu 71 pontos base (0,71 p.p.), com a percepção de que a recessão fará o Fed cortar juro. Já o título de 10 anos saiu de uma máxima de 4,79% para a faixa de 4,00%, refletindo o temor de recessão.

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

Gráfico 4



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

No mercado de commodities, o petróleo Brent caiu -9,7% na semana e -12,7% no ano, uma dinâmica que embute uma forte contração da economia.

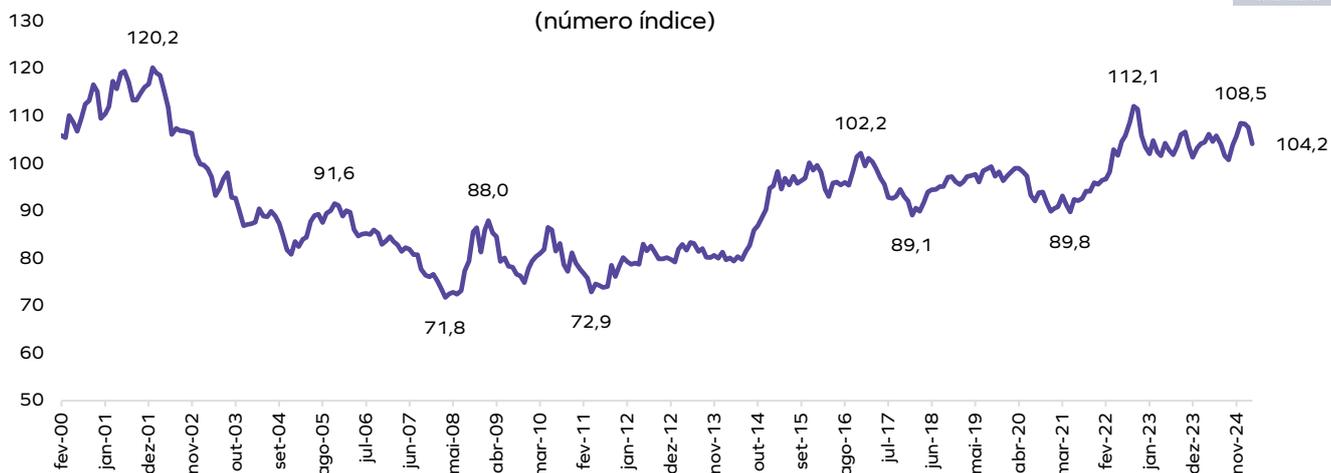
Em contraste, o índice MSCI EAFE — composto por mercados desenvolvidos fora dos EUA e Canadá — mostra resiliência, com queda de 1,6% na semana e alta de 6,6% no ano. Este é um descolamento que sugere fluxos para Europa e Japão.

O cenário indica uma aversão global ao risco, com fuga de ativos de tecnologia e dos EUA em geral, e uma rotação parcial para renda fixa e mercados fora do eixo americano.

A combinação de petróleo em queda, dólar enfraquecido (DXY acumulando -5,2% no ano) e taxas longas estáveis nos EUA, com as taxas curtas caindo fortemente, sugere que o mercado embuteu uma desaceleração abrupta e cortes nos Fed Funds no curto prazo.

Dólar - DXY (número índice)

Gráfico 5



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Na primeira semana de abril, os ativos de renda fixa brasileira ainda apresentaram performance positiva. O IRF-M subiu 1,4%, enquanto o IMA-B e o IMA-B5+ avançaram 1,2% e 1,7%, respectivamente, perante um CDI que acumulou 0,3%. No mercado acionário, o Ibovespa recuou 3,5% e o FIX caiu 0,7%. Já o dólar subiu 1,3% frente ao real, enquanto o índice DXY recuou 1,1%.

Até 4 de abril, o Ibovespa surpreende positivamente, com valorização de 5,8% no ano, superando o IFIX (+5,3%).

A renda fixa continua rendendo bem, com IRF-M subindo 5,9%, IMA-B 4,4% e IMA-B5+ 5,0% ante um CDI de 2,9% no período.

Por outro lado, o dólar acumula queda de 5,6% frente ao real, refletindo maior fluxo de capitais para mercados emergentes. O DXY também recua 5,2%.

Destaques de Março 2025

Tarifas de Trump: A expectativa inicial era de que as tarifas fossem uma mistura de retórica eleitoral com instrumento de pressão negocial. Por isso, esperava-se um processo previsível, liderado pela Secretaria do Tesouro — até porque essa receita adicional se transformará em cortes de impostos a serem negociados com o Congresso no segundo semestre deste ano.

O anúncio foi tão desordenado quanto outras medidas desta administração, tarifando inclusive uma ilha habitada só por pinguins. Em resumo, porém: haverá uma tarifa mínima de 10% para todas as importações, com início em 5 de abril. Além disso, serão impostas taxas elevadas a mais de 180 países, incluindo 34% sobre produtos da China, 20% para a União Europeia, 46% para o Vietnã e 32% para Taiwan.

O anúncio pegou os mercados de surpresa. A expectativa era de uma tarifa única entre 15% e 20%. Agora, mesmo que as tarifas sejam reduzidas até o final do ano, o choque e a incerteza devem provocar uma desaceleração da economia dos EUA no curto prazo, reduzindo significativamente o crescimento em 2025.

A família americana média terá um custo anual adicional estimado em até US\$ 4.200 devido às tarifas — considerando uma tarifa média de 20% sobre importações. Isso significa que os gastos dos consumidores devem se contrair e os lucros corporativos serão reduzidos.

A China retaliou os EUA na sexta-feira (04) com tarifas de 34% sobre produtos americanos e a União Europeia prometeu contra-atacar caso as negociações fracassem. O VIX, indicador de volatilidade de Wall Street baseado nos preços de opções do S&P 500, sinalizava níveis extremos de aversão ao risco ao disparar para os 52,4 pontos — em alta de 200% no ano.

Apesar de o governo americano afirmar que pelo menos 50 países demonstraram interesse em iniciar negociações, Canadá e União Europeia estariam prontos para seguir os passos da China e anunciar tarifas retaliatórias contra os EUA.

A elevação de tarifas como estratégia para combater déficits é inadequada. O déficit dos EUA só diminuirá com a redução do consumo e o aumento da poupança. Tarifas elevadas geram inflação, desemprego e podem levar à recessão, além de afetar negativamente as taxas de câmbio.

Trump tenta agradar sua base política com uma visão semelhante à necessidade de substituição de importações estimulando a produção local, ignorando a perda de importância

da indústria no mundo desenvolvido. A ideia de superávit com cada parceiro comercial é ridícula, considerando a complexidade da balança de pagamentos.

A tradicional revista inglesa The Economist trouxe a seguinte avaliação:

“Praticamente tudo o que Trump disse nesta semana — sobre história, economia e os detalhes técnicos do comércio — foi completamente ilusório. Sua leitura da história é totalmente distorcida. Há tempos ele glorifica a era de altas tarifas e baixos impostos sobre a renda do final do século XIX. Mas os estudos mais respeitados mostram que as tarifas prejudicaram a economia naquela época.

Agora, ele acrescentou a afirmação bizarra de que a redução de tarifas causou a Grande Depressão dos anos 1930 e [...] A realidade é que essas tarifas agravaram a Depressão — assim como prejudicaram todas as economias hoje. Foram as exaustivas rodadas de negociações comerciais nos 80 anos seguintes que reduziram tarifas e ajudaram a impulsionar a prosperidade [...].

E o entendimento de Trump sobre os detalhes técnicos é patético. Ele sugeriu que as novas tarifas foram estabelecidas com base em uma avaliação das tarifas aplicadas por outros países contra os EUA, além de manipulação cambial e outras supostas distorções, como o imposto sobre valor agregado. Mas parece que as autoridades definiram as tarifas usando uma fórmula que divide pela metade o déficit comercial bilateral dos EUA como uma fração das importações de cada país — o que é quase tão arbitrário quanto cobrar impostos com base no número de vogais do seu nome.”

A tensão continuará com retaliações. O ideal seria negociar uma redução das tarifas, mas Trump já contratou uma desaceleração forte.

Desaceleração, recessão, inflação e tensão política formam um cenário complexo. Enquanto isso, a China ganhou um presente para ampliar sua influência global. A resultante até aqui é o questionamento sobre o excepcionalismo norte-americano, tanto no campo econômico quanto institucional, com dúvidas sobre os impactos das tarifas e decisões geopolíticas no crescimento e na inflação.

CPI EUA: a inflação americana surpreendeu favoravelmente, com núcleos abaixo do esperado. Em fevereiro, o núcleo do CPI registrou alta de 0,2% na margem, menor que os 0,3% projetados pelo consenso de mercado. Em termos anuais, o núcleo do CPI recuou de 3,3% em janeiro para 3,1% em fevereiro.

PCE EUA: o núcleo do PCE registrou alta de 0,4% na margem, acima da expectativa de alta de 0,3%. A maior pressão de serviços, como saúde, serviços financeiros e de entretenimento, explicam a maior alta do núcleo. Em termos anuais, o núcleo do PCE acelerou de 2,6% em janeiro para 2,8% em fevereiro.

A trajetória do núcleo do PCE deverá ser impactada pelas tarifas entre abril e junho, o que deverá resultar em uma elevação da inflação anual para patamares acima de 3,0% ao ano na metade do ano. Passado o impacto das tarifas, a expectativa é que o núcleo desacelere e termine o ano em 3,3%.

Fed: o banco central americano manteve os Fed Funds em 4,5% ao ano, mas o novo cenário trouxe menos crescimento e inflação maior, o que acabou mantendo a expectativa de corte de juros do comitê inalterada. A projeção para o crescimento foi revista de 2,1% para 1,7% em 2025, incorporando o impacto da elevação das tarifas na economia.

A projeção para o núcleo do PCE foi revisada para cima, passando de 2,5% para 2,8% em 2025, mas sendo mantida estável em 2,2% e 2,0% para 2026 e 2027, respectivamente.

Assim, a mediana das projeções do Fed manteve a expectativa de dois cortes de 25 p.b. em 2025 e 2026, seguido de um corte adicional de 25 p.b. em 2027, levando a taxa de juros para 3,25% a.a.

IPCA: registrou alta de 1,31% em fevereiro, confirmando as pressões de energia, alimentos, o repasse do câmbio para os bens e a inflação de serviços em alta. A projeção para março é de 0,6% e a projeção para o ano foi reduzida para 6,0%.

Copom: elevou a taxa Selic em 100 p.b., para 14,25% a.a, mantendo a avaliação de mais riscos para a inflação devido à desancoragem das expectativas, ao crescimento acima do potencial, à taxa de câmbio desvalorizada e ao enfraquecimento da âncora fiscal como fatores de risco do cenário.

Entretanto, o Copom citou a elevada incerteza do cenário e as defasagens inerentes ao ciclo de aperto monetário, concluindo que antevê um ajuste de menor magnitude na próxima reunião. Avaliamos que a inclusão das defasagens e a sinalização de ajuste de menor magnitude indica que o fim do ciclo de aumento de juros está próximo, por isso projetamos mais um aperto de 50 p.b. na reunião de maio, que encerrará o ciclo com a taxa Selic em 14,75% a.a.

Estratégia de Investimentos

A magnitude das tarifas anunciadas provavelmente atuará como um obstáculo ao crescimento econômico dos Estados Unidos. As tarifas podem pressionar as margens de lucro das empresas ao elevar os custos dos insumos e pesar sobre o consumo das famílias ao reduzir a renda real, ajustada pela inflação.

Os dados de consumo nos EUA já mostraram sinais de desaceleração nos primeiros meses de 2025, à medida que o ambiente de incerteza política afetou negativamente a confiança dos consumidores.

Além disso, medidas de retaliação, como as adotadas pela China, tendem a impactar negativamente empresas que dependem das exportações para sustentar suas vendas.

As tarifas exercem pressão de alta sobre a inflação no curto prazo, o impacto sobre a inflação tende a ser da ordem de 1,5 a 2,0 pontos percentuais.

Em princípio, as tarifas representam um aumento pontual nos preços, e não uma fonte contínua de pressão inflacionária. Se isso se confirmar e as expectativas de inflação no lon-

go prazo permanecem ancoradas, os riscos negativos para a economia provavelmente dominarão a decisão de juros do Fed. Por isso continuamos a ver cortes de juros no segundo semestre.

Nesse contexto, ainda vemos o Fed fazer três cortes de 0,25 ponto percentual e uma taxa de 10 anos rodando no intervalo entre 3,75 % e 4,25%.

Contudo, é importante ressaltar que este é um quadro global muito diferente do que imaginávamos. O risco de recessão nos Estados Unidos subiu consideravelmente e, certamente, haverá uma aceleração significativa da economia global, com queda nos preços das commodities.

Ainda que no relativo o Brasil tenha ficado bem posicionado, este não é um quadro tipicamente favorável ao aumento do risco nas carteiras globais.

Na agenda interna, a queda de popularidade do governo enseja a ideia de que novos programas sociais focados em nichos específicos de eleitores continuarão a ser implementados, atrapalhando o Copom e aumentando o desequilíbrio fiscal.

Os juros elevados e a desaceleração da economia não favorecem a recuperação da popularidade. Por isso, o cenário base conta com uma deterioração do saldo primário, o que empurrará o dólar para R\$ 6,00 ainda este ano.

Em função do enfraquecimento global do dólar, reduzimos a projeção de câmbio em 2025 de R\$ 6,30 para R\$ 6,00, o que levou a uma queda no IPCA projetado de 6,50% para 6,00%.

Estratégia de Investimentos

Gráfico 6

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	
ANO / 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	6,00	4,50	10,00	13,00
Selic (% a.a. final de ano)	13,75	11,75	12,25	15,25	11,50	14,75	11,00	13,00	13,00
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,22	4,84	6,19	5,60	5,60	6,00	6,50	7,50	10,00
Juro Real (% a.a.)	7,7	6,8	7,1	9,24	7,21	8,25	6,22	2,73	0,00
Resultado Primário (% PIB)	1,28	-2,30	-0,40	-0,50	-0,50	-0,90	-0,90	-1,50	-1,50
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	71,7	73,8	76,1	80,9	85,1	82,6	88,1	85,0	90,7
Varição Anual Dívida / PIB	-6,3	2,1	2,3	4,8	4,2	6,5	5,5	8,9	5,7

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

Alocação de Ativos

A despeito da turbulência gerada por Trump, nossa visão do cenário já incorporava uma deterioração adicional por conta do quadro fiscal doméstico. Diante da rotação de fluxos que tem beneficiado também o Brasil, não vemos necessidades de grandes ajustes nas expectativas de retorno e, por consequência, mantemos uma recomendação de investimentos caracterizada pela cautela.

O CDI projetado para 2025 é de 14,30%, ante um IPCA de 6,00% — um juro real de 7,8% com baixo risco. Nesse contexto, a recomendação segue de um portfólio defensivo, com uma parcela relevante exposta ao dólar.

Neste mês, sugerimos um pequeno aumento das posições pré-fixadas referenciadas no IRF-M, aproveitando a percepção de que o fim do ciclo de apertos do Copom está próximo do final.

Gráfico 7

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	22,0	10,0	8,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	15,5%	10,0	26,0	25,0	25,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	19,0%	10,0	20,0	25,0	25,0
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.

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 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 e, por isso, faz 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. Face à ausência de ajuste fiscal adicional, revisamos a taxa de câmbio para o final de 2025 para R\$ 6,00 por dólar.

Renda Variável

Março foi um mês bastante positivo para as ações brasileiras. O Ibovespa subiu 6,10%, acumulando valorização de 8,29% no ano. Em dólares, os números impressionam ainda mais: alta de 9,10% no mês e 16,90% no acumulado de 2024.

A dinâmica surpreende ainda mais se colocarmos em perspectiva as performances dos principais índices das bolsas americanas no período, com S&P 500, Nasdaq e Dow Jones caindo, respectivamente, 5,80%, 7,70% e 4,20%. Esse movimento começou em meados de fevereiro e se intensificou durante o mês de março, quando a retórica de Donald Trump sobre suas propostas tarifárias convergiu para aquilo que eram suas promessas de campanha — ou seja, um discurso tarifário bastante agressivo e com impactos relevantes em várias áreas e países.

Como antecipamos, muito em função do panorama das novas políticas tarifárias norte-americanas, o elevado grau de incertezas fez com que adotássemos uma postura mais conservadora, com menor exposição no setor de tecnologia nos EUA e evitando teses mais sensíveis a juros e atividade no Brasil. Estávamos, ao mesmo tempo, certos e errados: acertamos ao prever a pressão sobre os mercados americanos, mas fomos surpreendidos pelo bom desempenho da bolsa brasileira, impulsionado por setores que não estavam no nosso radar inicial.

Diante de um cenário de aversão ao risco global, nossa expectativa era de correção nos ativos de risco dos emergentes — especialmente no Brasil, que possui um dos maiores betas. No entanto, o que vimos foi justamente o contrário: uma performance sólida da Bolsa e dos setores tradicionalmente mais voláteis. Isso nos leva a questionar e tentar responder os motivos e se esse movimento seria sustentável.

Identificamos duas explicações principais para o movimento, a partir da ótica do investidor estrangeiro. Mas vale lembrar que, até aqui, quem sustentou o mercado foi o investidor local, principal comprador de ações no ano, enquanto os institucionais mantiveram alocações líquidas negativas.

A primeira percepção do investidor internacional é de que o

ciclo de queda de juros no Brasil está próximo do fim, abrindo espaço para alocações táticas. Sempre que são divulgados dados de atividade mais fracos ou uma inflação abaixo das expectativas, a bolsa tende a reagir com força.

O segundo fator — que ganhou força nas últimas semanas — é a ideia de que o Brasil pode novamente se beneficiar em um cenário de guerra comercial global. Por ser uma economia relativamente fechada, com uma pauta exportadora diversificada, o país pode conquistar novos mercados caso haja retaliações entre os parceiros econômicos dos EUA.

O cenário de maior apetite ao risco, que possibilitou que o smart money alocasse em países baratos e que poderiam passar por mudança no ciclo de política monetária, nos parece mais distante agora. Isso acontece principalmente em razão das tarifas implementadas por Trump no dia 02 de abril, que aumentaram muito a incerteza e os níveis de risco de desaceleração global. Por outro lado, o argumento de que o Brasil pode atrair fluxos diante de uma rotação entre emergentes — com saída, por exemplo, do Sudeste Asiático — ainda nos parece plausível.

Entendemos, portanto, que o movimento positivo pode continuar, desde que as retaliações entre países não alimentem uma espiral que leve a uma desaceleração global mais severa, pressionando os preços das commodities. Isso, além de afetar a receita das empresas exportadoras, teria impacto direto sobre a já frágil situação fiscal do Brasil.

A temporada de resultados, encerrada em março, teve impacto marginal sobre os preços, como prevíamos. Com tantas incertezas no horizonte, as empresas mantiveram uma postura cautelosa que limitou reprecificações relevantes.

Seguimos com uma postura conservadora. Embora estejamos mais comedidos em relação a companhias com receitas dolarizadas — seja via commodities ou outras fontes —, reforçamos nossa convicção em bancos com baixa exposição a segmentos vulneráveis e balanços sólidos, além de seguradoras — que se beneficiam da Selic mais alta — e empresas dos setores de utilidades públicas e shoppings. Mesmo nesses setores defensivos, priorizamos:

- (i) estrutura de capital saudável, sem concentração de vencimentos no curto prazo;
- (ii) teses consolidadas, com boa entrega operacional independente de gatilhos externos;
- (iii) gestão experiente e de alta qualidade.

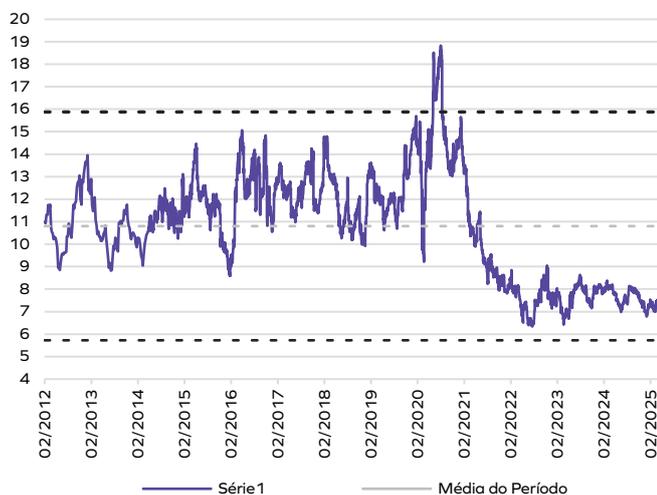
Seguiremos atentos à evolução do cenário internacional e aos desdobramentos internos, cientes de que a combinação

entre incertezas globais e fundamentos locais ainda pode trazer volatilidade. Nesse contexto, seguimos privilegiando qualidade, resiliência e boa execução como critérios centrais na escolha dos ativos, mantendo disciplina e seletividade em nossas alocações.

A leitura cuidadosa dos sinais — tanto de política monetária quanto de comércio internacional — continuará sendo essencial para navegar os próximos meses com responsabilidade e consistência.

Gráfico 8a

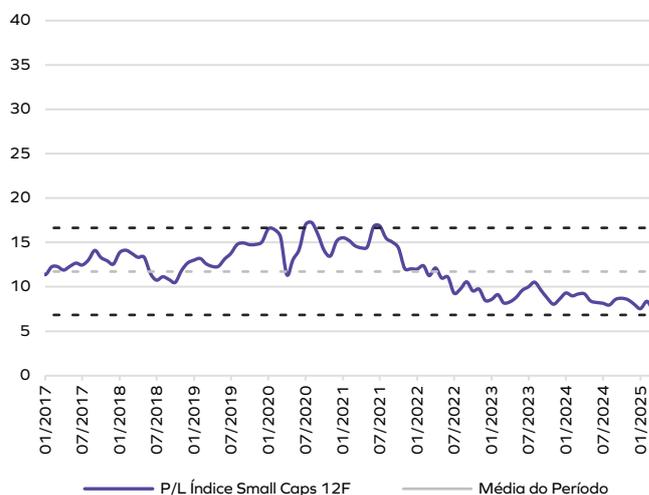
Índice Bovespa = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 8b

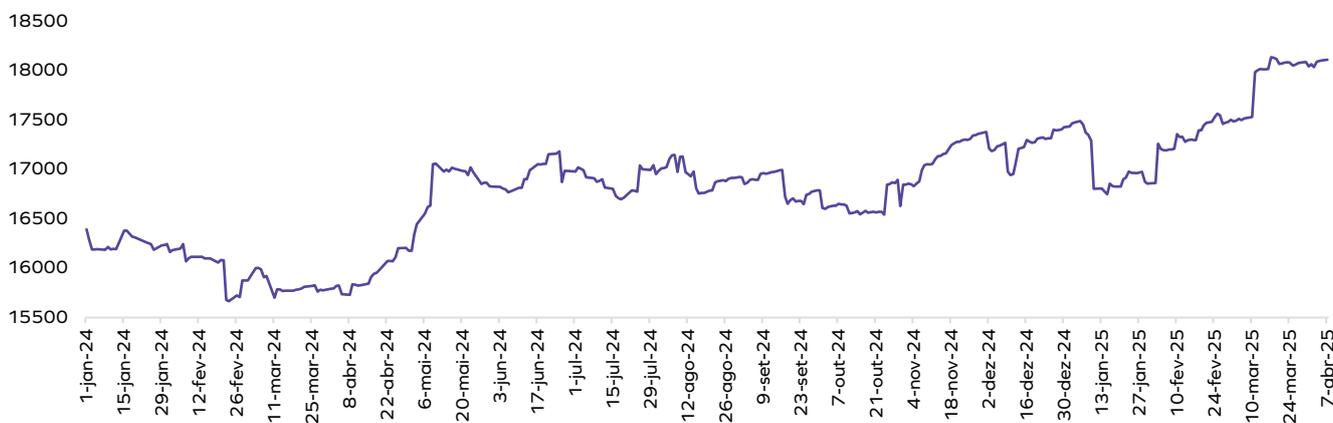
Índice Small Caps = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Lucro por Ação - Ibovespa (Próximos 12 Meses)

Gráfico 9



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O mês de março foi, novamente, positivo para a indústria de fundos imobiliários, com o IFIX registrando performance sólida e virando o acumulado em 2025 para o território positivo. O índice fechou o mês com alta de 6,15%, elevando a variação no ano para 6,32%.

Diferente do mês de fevereiro, onde o destaque ficou concentrado nos Fundos de Recebíveis, o mês de março trouxe uma performance de maior destaque para os FIIs de Tijolo — destaque para a performance dos segmentos híbridos, shoppings e galpões logísticos.

Apesar de mantermos nossa predileção pelos FIIs de Recebíveis, que, em nossa visão, ainda contam com um carregamento bastante atrativo e a possibilidade de ganhos de capital quando no fechamento das curvas de juros real — fechamento das NTN-Bs impactaria de maneira positiva o VP dos Fundos e aumentaria o desconto em relação à cotação no mercado.

Sempre defendemos que o mais importante era ter uma carteira diversificada para poder aproveitar desses momentos de valorização mais acentuada e que costumam ser concentradas nos segmentos dos Fundos de Tijolo. No momento, temos uma maior predileção por adicionar fundos de recebíveis

em IPCA+, pois entendemos que os FIIs que carregam mais CDI tem menos ganhos de capital com um fechamento de curva e já negociam com algum prêmio em relação ao seu VP.

Em Tijolos, continuamos com predileção por alocar em Logística e Shoppings. Estas são as duas classes onde enxergamos os melhores portfólios e times de gestão, além do fato de ambas as classes estarem com excelentes performances operacionais — com aumento do aluguel valor por m² em diversas regiões devido à demanda forte por área para logística e os shoppings mantendo boas métricas operacionais, com aumento de vendas e fluxo —, o que deve possibilitar repasse e reajustes positivos de aluguel para os lojistas.

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.

Spread DY IFIX vs NTN B 35

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

A curva de juros das Treasuries teve um movimento expressivo de queda após o anúncio do dia 2 de abril, que fixou um piso de 10% nas tarifas de importação para todos os países e adicionou uma tarifa recíproca para países selecionados.

O impacto final do anúncio foi mais amplo e intenso do que o antecipado, elevando a tarifa efetiva de importação em 20 pontos percentuais, para 22% — o maior patamar nos últimos 100 anos.

Após o anúncio, houve um movimento de aversão ao risco, que reduziu as taxas de juros das Treasuries, levou a uma forte queda das bolsas e enfraquecimento do dólar. O risco de recessão na economia americana e redução de posições de risco explicam essa reação, embora a inflação também seja impactada fortemente pelas tarifas, o que deveria pressionar as taxas de juros das Treasuries. A curva de juros doméstica foi impactada pelo movimento global de queda das taxas de juros.

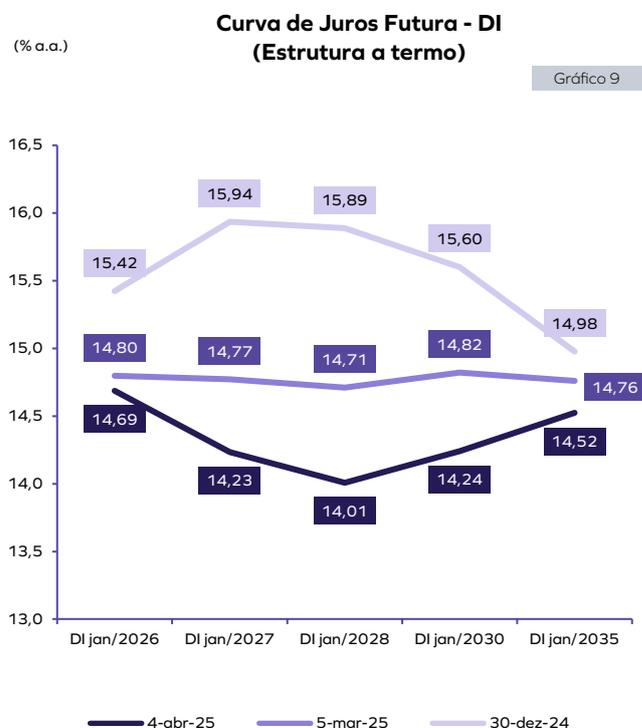
No mercado futuro, a precificação da taxa Selic terminal recuou de 15,50% a.a. no início de março para 14,82% a.a. em 4 de abril, refletindo a queda da curva de juros americana. A deterioração do cenário com provável redução do crescimento global, enfraquecimento do dólar e menores preços das commodities reforçam a expectativa que a taxa Selic seja elevada em de 50 p.b. na reunião de maio, para 14,75% a.a., e que o Banco Central opte por mantê-la nesse patamar a partir da reunião de junho.

Nos Estados Unidos, os receios em relação ao impacto das tarifas no crescimento, com elevação da probabilidade de recessão, levaram à forte reprecificação da curva de juros. A curva de juros das Treasuries cedeu em todos os vencimentos, em especial, nos vértices mais curtos. As taxas de juros das Treasuries de 2 anos passaram de 4,01% a.a. no início de março para 3,66% a.a. em 4 de abril — uma queda de 35 p.b. Paralelamente, o mercado de juros futuros elevou a precificação de três cortes para quatro cortes de juros pelo Fed ao longo de 2025.

Por outro lado, os cupons das NTN-Bs de longo prazo recuaram, mas em intensidade menor que a curva de juros. Essa dinâmica indica que o mercado segue reduzindo a inflação implícita de longo prazo, mas as dívidas fiscais limitam a di-

nâmica de melhora dos cupons. **A NTN-B com vencimento em 2045 apresentou queda do seu cupom, passando de 7,56% a.a. no início de março para 7,39% a.a. em 4 de abril — uma redução de 17 p.b. Nós 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 nível de incerteza atual reforça a preferência por alocações em títulos pós-fixados ou indexados à inflação em detrimento dos títulos prefixados. 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

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.