

montebravo

Carta mensal

Trump desorganiza tabuleiro global — e o Brasil agradece.

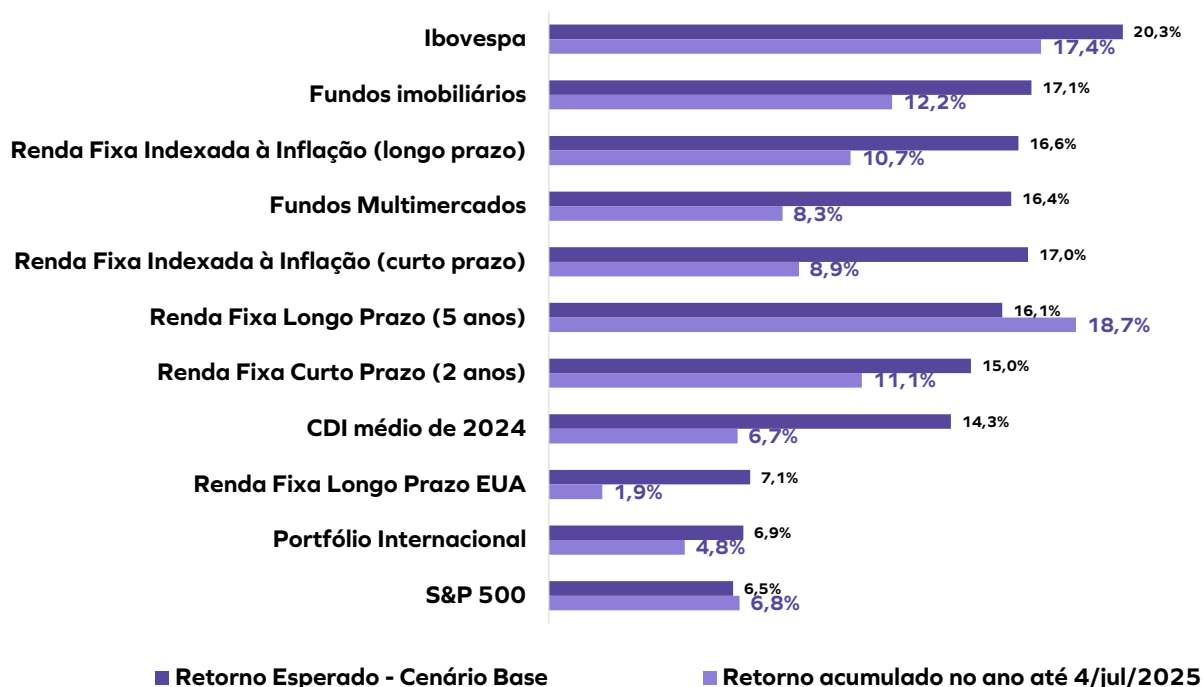
A queda do dólar e a disparada do ouro revelam os efeitos colaterais da política comercial errática. Ativos brasileiros sobem com a onda global, apesar do rombo fiscal.

O caos inicial da nova administração americana virou o jogo nos mercados: dólar em queda, ouro em alta e ativos de risco registrando ganhos expressivos.

No Brasil, o real ganhou tração, derrubou os juros e empurrou a bolsa para cima — um alívio para os preços dos ativos a despeito da fragilidade fiscal e da incerteza eleitoral.

Gráfico 1

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



Fonte: Bloomberg Elaboração Monte Bravo.

Cenário recomenda carteira diversificada.

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

Estratégia e alocação

A despeito das promessas radicais de Trump durante a campanha, ninguém esperava tanta confusão neste início de mandato. Entre uma virulenta guerra comercial e um orçamento altamente deficitário, a maior surpresa é a acentuada queda global do dólar.

A moeda norte-americana caiu mais de 10% contra uma cesta de seis moedas desenvolvidas neste semestre, enquanto o ouro subiu 25,9%. As bolsas globais estão fechando o semestre perto das máximas históricas, mas, ao longo do semestre os mercados passaram por oscilações extre-

mas. O S&P 500, por exemplo, chegou a registrar uma queda de 17,9% das máximas de fevereiro até 8 de abril, antes de fechar o semestre em alta.

A fraqueza global do dólar — fruto das incertezas introduzidas por Trump — impulsiona a alta dos ativos de risco ao redor do mundo.

Assim, apesar da frágil situação fiscal do país, os ativos brasileiros tendem a seguir com desempenho positivo devido ao quadro global.

Performance dos ativos - junho 2025

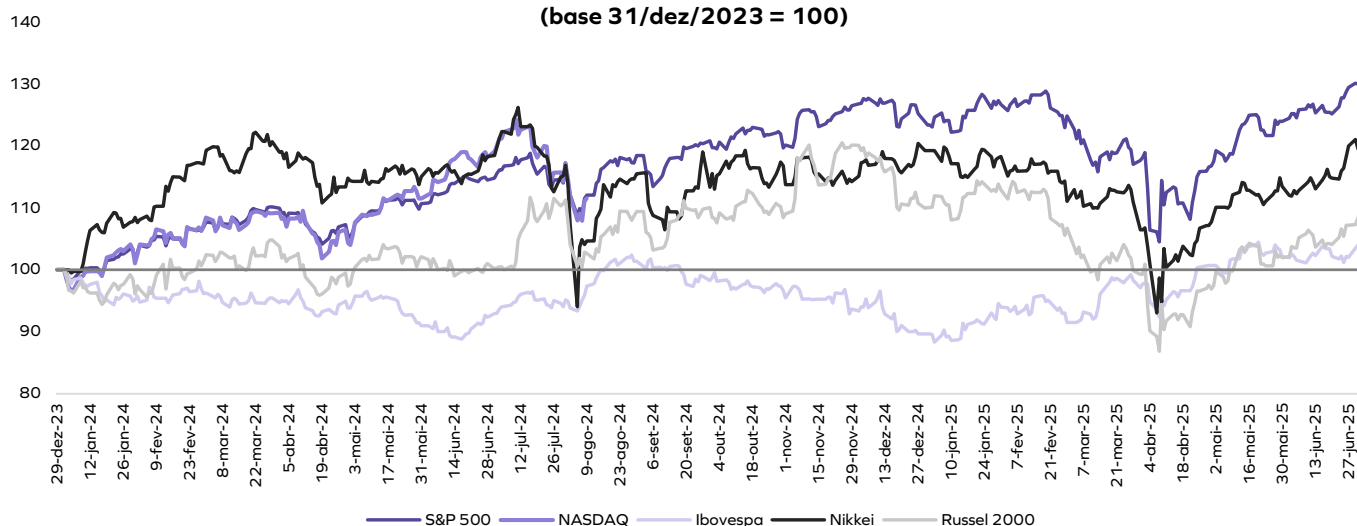
O Ibovespa avançou 1,33% em junho e fechou o semestre com ganho de 15,44%. As ações de menor capitalização e mais dependentes do ciclo doméstico tiveram os maiores ganhos, com o índice de Small Caps (SMLL) subindo 26,43% no ano.

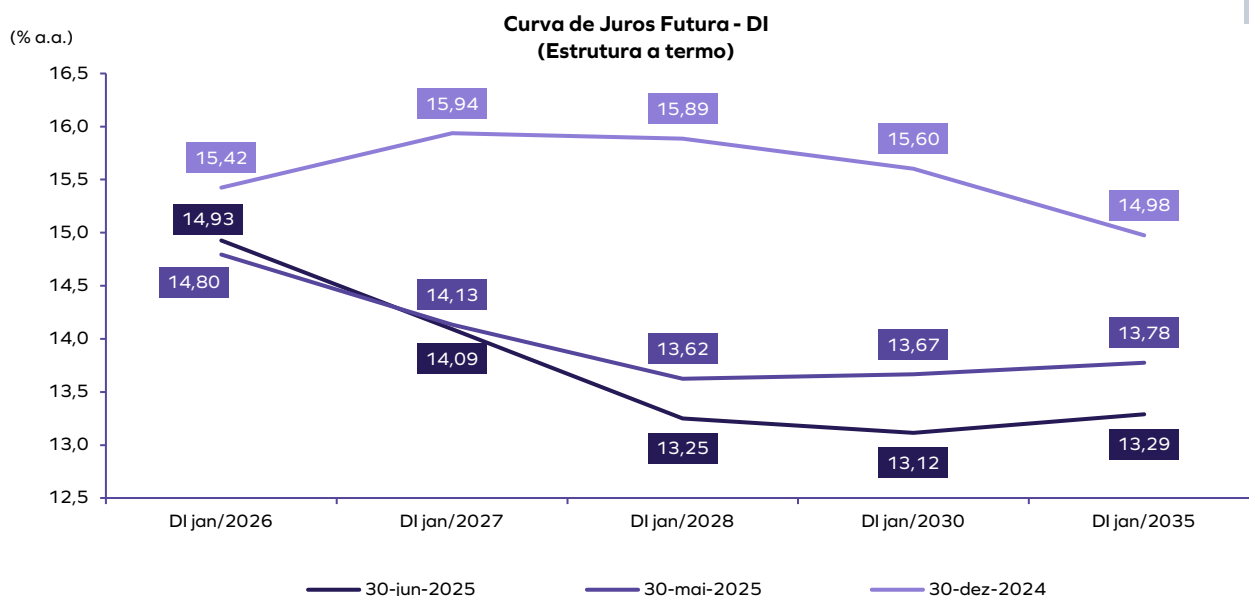
Na Renda Fixa Brasil, o CDI de junho foi de 1,10%, levando o acumulado do ano para 6,41%. **O IRF-M (referência dos prefixados) subiu 1,78% e chegou a 10,77% no ano.** Os ter-

mos mais longos são o destaque, com o Pré 5 anos subindo 3,53% no mês e 19,08% no ano. O benchmark dos títulos indexados à inflação (IMA-B), por sua vez, subiu 1,30% no mês e atingiu 8,80% em 2025, com **destaque para os papéis de prazo mais longo representados pelo IMA-B5+, que avançou 1,86% no mês e sobe 10,74% no ano.**

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

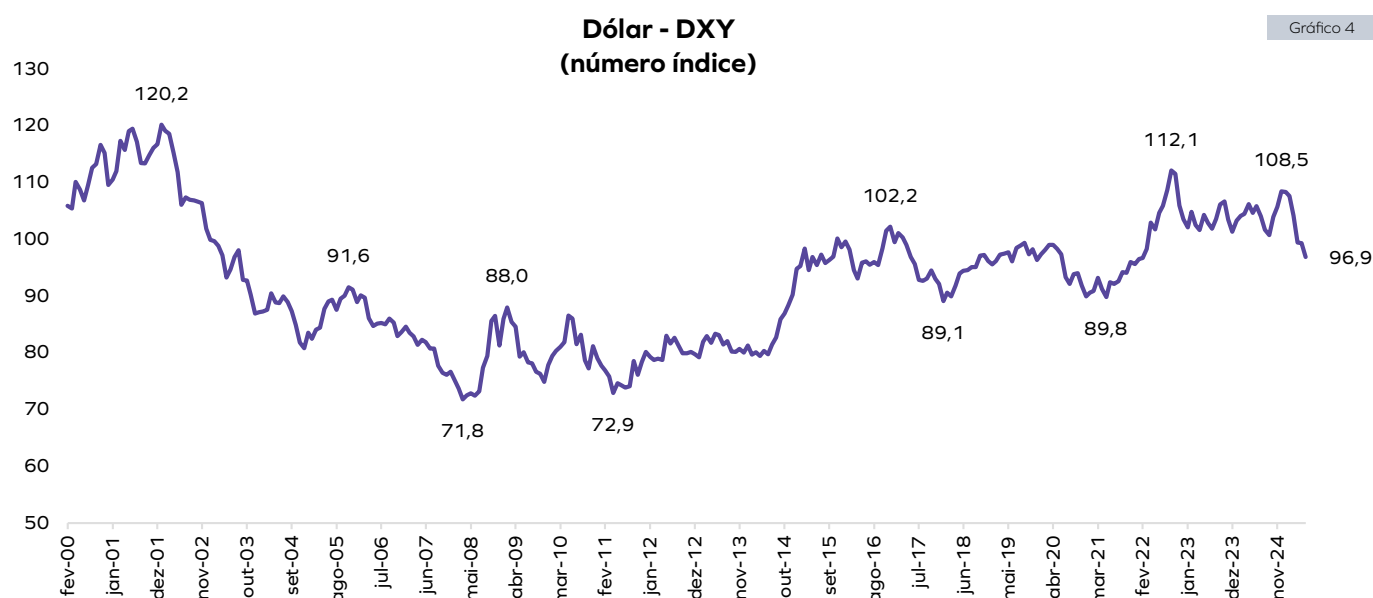
Gráfico 2





Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

No acumulado do ano, o índice dos fundos imobiliários (IFIX) sobe 11,79%, enquanto o Ibovespa avança 15,44% e o dólar cai -11,87%. Na esteira do enfraquecimento do dólar global, o DXY recua 10,46% em 2025.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Os mercados de ações dos EUA fecharam o semestre em novas máximas históricas. O S&P 500 e o Nasdaq, mais concentrado em tecnologia, acumulam altas de quase 6% no ano.

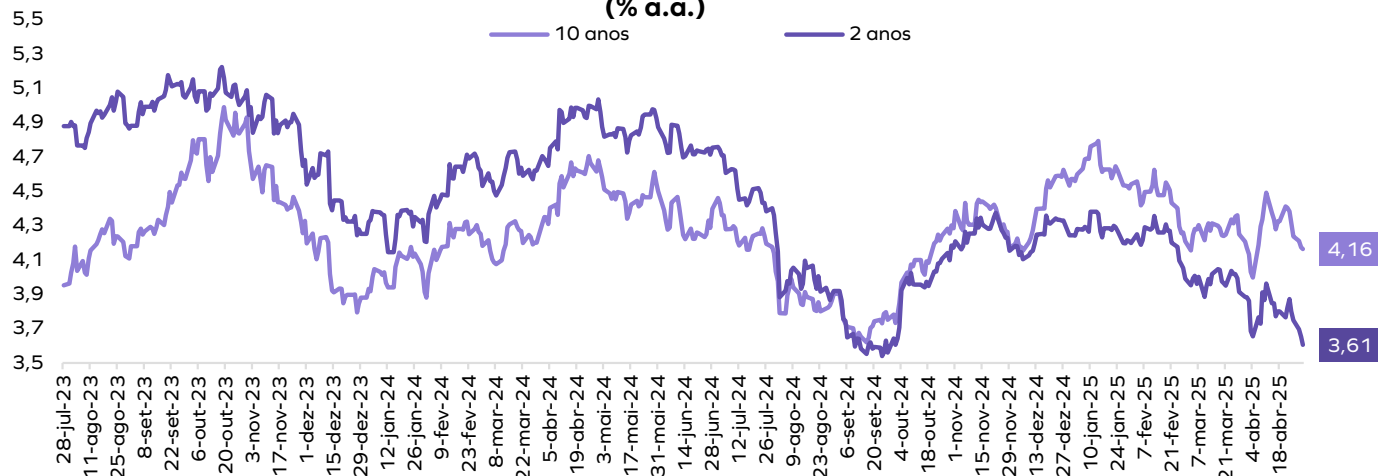
A redução das tensões geopolíticas e a consequente queda nos preços do petróleo são os fatores mais imediatos para a alta. No entanto, mais importante **é a percepção de que o choque tarifário não vai impedir a queda dos Fed Funds. Assim, o mercado está olhando além da desaceleração da economia na segunda metade de 2025 e focando na recuperação em 2026 que seguirá a partir da redução dos juros.**

O S&P500 completou uma impressionante recuperação desde as mínimas de abril. Os mercados viveram um período turbulento devido às tarifas caóticas de Trump, mas o índice acumula alta de 24,5% desde o fundo do poço em 8 de abril e fechou o 1º semestre em alta de 5,5% estabelecendo novo recorde nominal. Enquanto isso, o Nasdaq terminou o semestre em alta de 5,7%.

A taxa dos Treasuries de 10 anos caiu para 4,23% no fechamento do semestre, depois de um pico de 4,81% em 14 de janeiro. A curva de Fed Funds passou a embutir quase três cortes de 0,25 p.p. em 2025, com isso a taxa de 2 anos caiu para 3,72%.

Treasuries 2 e 10 anos (% a.a.)

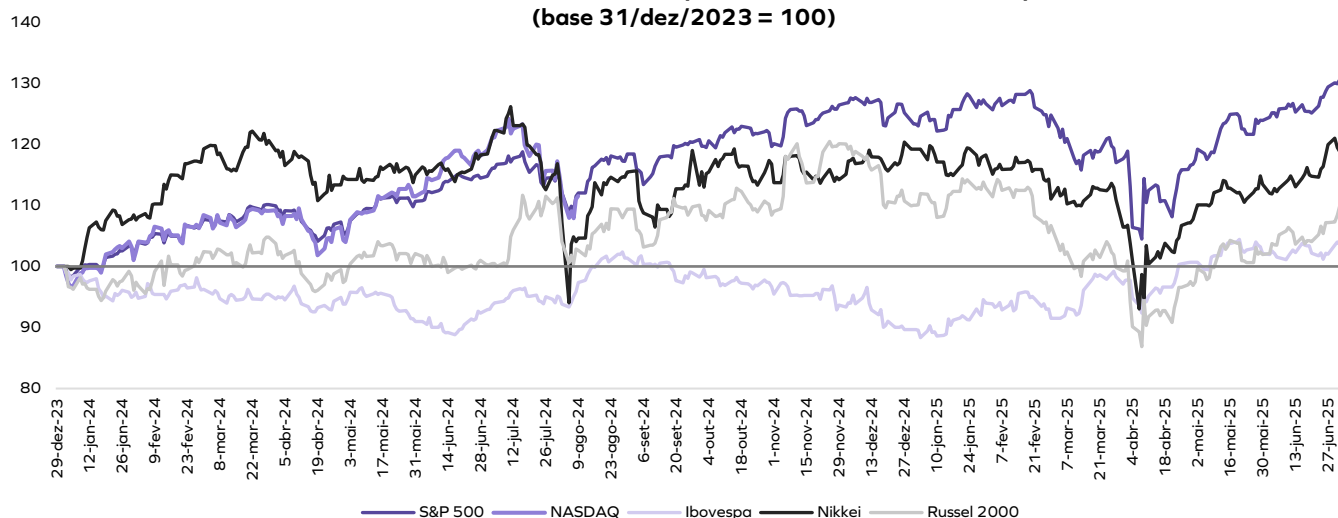
Gráfico 5



O MSCI World subiu 4,36% em junho e acumula 9,1% no ano, enquanto o MSCI Emerging Markets avançou 5,65% no mês e chegou a 13,7% em 2025. O Bitcoin valorizou 2,88% e acumula 14,8% em 2025. Enquanto isso, o ouro subiu 25%, seu maior avanço desde o fim do sistema Bretton Woods — que vinculava o dólar ao ouro.

Gráfico 6

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



Estratégia de Investimentos

Apesar das promessas radicais durante a campanha de Donald Trump, ninguém previu a extensão da confusão neste início de mandato — em particular a queda acentuada do dólar.

As bolsas globais estão fechando o semestre perto das máximas históricas, enquanto o dólar acumula uma queda superior a 10% — a maior desde o início do regime de câmbio flutuante nos anos 1970.

O enfraquecimento do dólar tem origem na conduta caótica de Trump, que exacerbou a incerteza com a guerra comer-

cial e naquilo que o presidente chama de “grande e belo” pacote fiscal — um Orçamento que manterá o déficit dos EUA entre 6% e 7% e fará a dívida pública de US\$ 36,20 trilhões continuar crescendo.

Apesar disso, o S&P 500 encerrou o primeiro semestre de 2025 em máxima histórica. A reação do mercado de ações nos EUA provavelmente considera que qualquer sinal de desaceleração econômica aumenta as chances de o Fed afrouxar a política monetária.

Além disso, mesmo que seja cedo para aferir o impacto das tarifas sobre os preços, a inflação segue surpreendentemente contida até agora.

O PIB do segundo trimestre ainda será inflado pela reversão do efeito de antecipação das tarifas que abateram o primeiro trimestre. **No segundo semestre, em nosso cenário base, a atividade nos EUA passará por uma clara desaceleração.**

O enfraquecimento da atividade e o impacto gradual e diferido das tarifas devem permitir que o Fed retome o ciclo de afrouxamento em setembro, levando as taxas das Treasuries de 10 anos para perto de 4,00%.

Nossa expectativa é que a curva de juros continue se mexendo guiada pela expectativa de juros base. É necessário, porém, monitorar a inclinação da parte longa — a diferença entre os termos de 20 e 30 anos para o termo de 10 anos — porque esta inclinação é um importante marcador de risco fiscal.

Caso as taxas longas ultrapassem 5%, provavelmente teríamos uma completa reavaliação do cenário, com o risco de uma recessão mais forte derrubando as ações. Mas, por ora, as taxas têm seguido para baixo, acompanhando a expectativa de cortes por parte do Fed — um padrão que deve continuar.

De qualquer modo, a expectativa é que, ao longo do terceiro trimestre, ainda tenhamos a manutenção desta tendência de enfraquecimento do dólar, com a atividade enfraquecendo e mais cortes entrando na curva. Os diferenciais de crescimento e juros ainda devem empurrar o dólar um pouco mais para baixo.

No último trimestre, todavia, com os cortes de juros por parte do Fed fomentando a expectativa de recuperação em 2026, o dólar global deve encontrar um ponto de equilíbrio com o índice DXY operando nas imediações de 95,00 pontos.

No Brasil, a ata do Copom reforçou a intenção do Banco Central de interromper o ciclo de alta dos juros. A ata também reforçou a estratégia de manter os juros em território restritivo por um período prolongado a fim de assegurar a convergência da inflação.

O país enfrenta um grave desequilíbrio econômico, com uma política fiscal expansionista que estimula uma economia que já opera acima do seu potencial. Isto obriga o BC a praticar juros reais extremamente elevados para trazer a inflação para a meta.

Este mix de política econômica disfuncional gera uma inflação acima da meta, um mercado de trabalho superaquecido — com salários crescendo acima da produtividade — e um déficit em transações correntes superior a 3,00% do PIB. Desde a decepção com o pacote de ajuste fiscal em 2024, o mercado passou a embutir um risco mais elevado nos ativos brasileiros.

Diante da perda de popularidade do governo, cujo foco é a eleição de 2026, o mercado sabe que um **ajuste fiscal só entrará na pauta no próximo governo, que assumirá com o desafio de gerenciar uma dívida próxima de 90,00% do PIB — mais de 15 p.p. acima de 2022.**

No entanto, a fragilidade dos fundamentos fiscais não impede a recuperação dos preços dos ativos domésticos, impulsionados pelo fluxo externo na esteira do dólar mais fraco em termos globais.

Nesse contexto, os fluxos de capital têm se desviado para mercados como Japão e Europa e, de forma residual, alcançam também os emergentes. Isso gera um quadro construtivo para os ativos brasileiros ao longo do terceiro trimestre.

Gráfico 7

Preços dos Ativos						Retornos (%)			Em 2025 (%)		Até 2026
Ativos Globais	2023	2024	7-jul-25	2025p	2026p	2024	2025p	2026p	YTD*	YTGp*	(%) Acum.
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,57	4,37	4,00	4,00	-2,7	9,7	4,0	4,3	5,3	9,5
S&P 500	4.770	5.882	6.207	6.400	7.000	23,3	8,8	9,4	5,5	3,1	12,8
DXY	101,3	108,5	97,3	95,0	92,0	7,1	-12,4	-3,2	-10,3	-2,4	-5,5
Ativos Brasil											
Ibovespa	134.185	120.283	141.055	150.000	225.000	-10,4	24,7	50,0	17,3	6,3	59,5
Dólar	4,84	6,19	5,45	5,80	5,25	27,9	-6,3	-9,5	-12,0	6,4	-3,7
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	7,38	6,99	6,75	5,25	-6,4	20,9	30,7	11,3	9,6	43,2

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	9,2	7,2	5,0	4,0	11,5
Portfólio 60 / 40 (em R\$)	44,4	2,3	-2,9	-7,6	10,7	7,4

No horizonte mais longo, a trajetória dos preços dos ativos brasileiros vai depender crucialmente da expectativa de consolidação fiscal. Independente do partido ou ideologia, o Brasil terá que fazer um ajuste fiscal da ordem de 3 p.p. do PIB no resultado primário ou enfrentar uma severa crise fiscal, similar ao segundo mandato do governo Dilma.

Com a dívida atingindo 87% do PIB em 2026, a condição de estabilidade da dívida requer que o Brasil traga o déficit primário corrente de cerca de 1% do PIB para superávits primários na ordem de 2,5% do PIB — assumindo um crescimento médio em torno de 2,5% a.a. e juros reais abaixo de 5,50%.

Atualmente, as NTN-B longas estão com juros reais na ordem de 7,00%, caso em que o superávit necessário seria da ordem de 4,00% do PIB, justamente porque o risco fiscal brasileiro disparou com o salto de mais de 15 p.p. que o governo Lula III está produzindo na dívida.

Como o atual governo tem se recusado a fazer qualquer ajuste relevante na estrutura do gasto, a perspectiva de uma mudança rumo a uma postura fiscal mais responsável tende a contribuir para a valorização dos ativos de risco. Assim, a eleição de 2026 tende a se tornar um fator relevante na trajetória dos preços dos ativos.

Alocação de Ativos – Carteiras Sugeridas

O CDI projetado de 14,25% para os próximos 12 meses implica uma taxa real de juros de 9,00% considerando um IPCA de 4,82%. A recomendação permanece a de manter um portfólio diversificado, com parcela relevante exposta ao dólar.

Gráfico 8

Carteira Sugerida Monte Bravo

Julho - 25

Cenário Base			Perfil			
Classe	Benchmark	R[E] 12 m	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	14,3%	80,0	20,0	5,0	3,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	14,7%	5,0	20,0	12,0	10,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	16,9%	15,0	28,0	35,0	40,0
Multimercado	IHFA	16,4%		5,0	5,0	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX	17,0%		5,0	5,0	4,0
Renda Variável	Ibovespa	21,8%		7,0	15,0	20,0
Alternativos	Não possui	18,9%		2,0	3,0	4,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds	17,1%		13,0	20,0	15,0
Objetivo de retorno de CDI+			0,5-1,0	1-3	3-5	5-8
Volatilidade anual esperada			1,0-2,0	2-4	4-8	6-12

* Referência para uma carteira de investimentos diversificada para 4 perfis genéricos no horizonte de 3 anos.

A sugestão deve ser personalizada, pois necessidades específicas somente podem ser capturadas numa conversa pessoal.

** A meta de CDI + é um objetivo perseguido em janelas longas de tempo, não se configurando como promessas de rentabilidade.

Renda fixa: o fim do ciclo de alta da Selic mantém a atratividade da renda fixa. O trecho mais longo oferece maior prêmio, com destaque para os papéis indexados à inflação.

Ações: o cenário global continua favorecendo os ativos emergentes. Mantemos a projeção de que o Ibovespa alcance 150.000 pontos até o final de 2025 e 170.000 em 12 meses. A proteção com opções sobre ações segue como excelente alternativa.

Fundos imobiliários: o IFIX apresentou recuperação expressiva em 2025. Os fundos de recebíveis se beneficiam das taxas elevadas, enquanto shoppings e escritórios têm perspectiva de ganhos de capital com a queda dos juros na virada do ano.

Crédito: com juros elevados, o carregamento dos ativos de crédito permanece atraente, mas torna-se essencial uma curadoria criteriosa da carteira.

Dólar: o cenário global pode permitir a apreciação do real até R\$ 5,40 por dólar, mas o final do ano deve registrar um dólar mais próximo de R\$ 5,80 em função do risco fiscal. Ações nos EUA: os mercados tendem a antecipar os próximos 6 a 12 meses — horizonte no qual se espera uma agenda mais favorável nos Estados Unidos.

Renda fixa nos EUA: as taxas de juros longas ainda podem ser pressionadas pelo risco fiscal e pela realocação das carteiras globais. No entanto, no cenário base com cortes pelo Fed, as taxas dos Treasuries de 10 anos devem oscilar entre 4,00% e 4,50% ao ano.

Cenário Macroeconômico

Internacional

Nos EUA, a discussão sobre o corte de juros está ganhando mais força. Os indicadores de inflação de curto prazo mostram um baixo impacto das tarifas até esse momento, enquanto os discursos de vários dirigentes e do presidente do Fed indicam que o processo de redução de juros poderá ser retomado nas próximas reuniões.

A economia segue com desempenho sólido, com mercado de trabalho robusto e sinais de desaceleração gradual. A economia americana registrou 150 mil vagas abertas nos últimos três meses até junho. A taxa de desemprego seguiu bem-comportada e recuou de 4,2% em maio para 4,1% em junho.

Os dados de consumo indicam acomodação na margem, com o crescimento passando da média de 3,0% ao longo de 2024 para 1,5% no 2º trimestre desse ano. Essa acomodação pode ser explicada pela antecipação de vendas de bens que seriam afetados pelas tarifas, como automóveis e eletroeletrônicos. A projeção para o crescimento do PIB no 2T25 indica alta de 2,5% na margem, recuperando-se da contração de 0,5% na margem no 1º trimestre.

A dinâmica da inflação tem se mostrado benigna e sem sinais de impacto das tarifas. O núcleo do PCE registrou alta de 2,7% em termos anuais em maio, com a inflação de serviços desacelerando e a inflação de bens estável. Os serviços têm registrado moderação desde a virada do ano, com a inflação anual passando de 3,9% em dezembro de 2024 para 3,4% em maio desse ano. Esse arrefecimento da inflação de serviços é explicado pela menor pressão dos custos de moradias e dos demais serviços, como serviços médicos, financeiros e de lazer.

A inflação de bens tem indicado baixa contaminação das tarifas até maio, com itens como automóveis e vestuário — que são mais expostos aos impactos das tarifas — registrando deflação. Em termos anuais, o núcleo de bens registrou alta de 0,1% em maio, sem sinais de repasse das tarifas.

O comportamento favorável dos serviços nesse momento é importante, pois o choque das tarifas deverá ocorrer com

mais intensidade a partir de junho — o que deverá reforçar a natureza temporária do choque das tarifas e permitir que o banco central americano retome o ciclo de redução de juros. Os discursos recentes do presidente do Fed, Jerome Powell, citando que na ausência das tarifas a dinâmica de curto prazo da inflação permitiria ao Fed retomar os cortes de juros, reforçam o comportamento benigno da inflação até esse momento do ano.

Mantemos a avaliação de que a moderação dos dados de mercado de trabalho, consumo e investimento ao longo do terceiro trimestre — juntamente com o impacto menos intenso das tarifas no núcleo de inflação — deverão permitir que o Fed retome o ciclo de corte de juros com uma redução de 25 pontos base na reunião de setembro. O movimento deve ser seguido por mais dois cortes de 25 p.b. nas reuniões de outubro e dezembro, levando a taxa de juros para 3,75% ao ano em dezembro desse ano.

Na China, os dados de atividade e os índices de confiança tiveram melhora ao longo do 2º trimestre, resultando na revisão da expectativa de crescimento para o período. O PMI da indústria e de serviços se recuperaram até junho, refletindo a diminuição das incertezas com a postergação da entrada em vigor das tarifas de importação pelo governo Trump e as medidas de estímulo implementadas. As vendas do varejo tiveram forte alta de 6,4% em termos anuais em maio, com o impacto do programa de renovação de eletroeletrônicos, celulares e utensílios domésticos. A produção industrial também seguiu com bom desempenho, com crescimento dos setores voltados para exportação, reagindo à postergação das tarifas.

O PIB deverá crescer em torno de 5,0% em termos anuais no 2º trimestre, desacelerando de forma moderada em relação à alta de 5,4% no 1º trimestre. No ano, a projeção é crescimento de 4,5%.

Brasil

Os dados recentes de atividade têm reforçado a tendência de moderação da atividade ao longo do 2º trimestre. A indústria registrou dois meses consecutivos de queda na margem, com a produção de setores mais cíclicos como bens duráveis

e bens de capital recuando, indicando os impactos esperados da taxa de juros reais elevadas. As vendas do varejo dos segmentos sensíveis à crédito — como automóveis, eletrodomésticos e móveis — estão desacelerando na margem até abril. O desempenho segue favorável devido às vendas ligadas à renda ainda registrarem crescimento com o aumento do emprego e dos salários em termos reais.

O mercado de trabalho segue robusto, mas o ritmo de abertura de vagas moderou em maio, com sinais de acomodação do emprego. A economia registrou a abertura de 130 mil vagas em maio, com ajuste sazonal, uma desaceleração em relação à média de 180 mil postos observada de janeiro a abril desse ano. Os serviços, comércio e indústria são os setores que estão arrefecendo a ocupação ao longo do segundo trimestre.

Por outro lado, a taxa de desemprego segue trajetória benigna, com a desocupação atingindo 6,1% em maio em termos dessazonalizados, o que corresponde ao patamar mínimo da série. Embora a abertura de vagas tenha moderado, a ocupação segue crescendo em ritmo superior a entrada de pessoas no mercado de trabalho, resultando na queda da taxa de desemprego. A massa salarial segue crescendo 5,8% em termos anuais, o que vem sustentando o consumo.

Os dados divulgados reforçam nossa expectativa de moderação da atividade após o forte crescimento de 1,4% na margem no 1º trimestre. O PIB deverá crescer 0,2% na margem, como resultado do impacto do aperto de juros nos setores mais cíclicos da economia. A projeção para o crescimento segue em 1,9% para 2025.

A dinâmica da inflação tem sido benigna no curto prazo com a reversão do choque de alimentos, o menor repasse do câmbio e os serviços menos pressionados. Os núcleos de inflação seguem em patamar elevado — com alta de 5,1% em termos anuais em maio —, mas houve uma inflexão na margem — com o núcleo registrando alta de 3,2% em termos anuais.

A recente apreciação do câmbio tem reduzido o repasse cambial para a inflação de bens, que também passou a registrar deflação em itens como eletroeletrônicos. O comportamento mais favorável da inflação de curto prazo na inflação resultou na revisão da projeção de 5,7% para 5,5% para 2025.

A decisão do Banco Central de anunciar a interrupção do ciclo de aperto de juros a partir da reunião de julho, após elevar a taxa Selic para 15,00% a.a. na sua última reunião, pode ser considerada uma novidade em termos do histórico de comu-

nicação. A estratégia mais comum é manter o ciclo em aberto **para evitar uma queda da curva de juros no horizonte de médio e longo prazo.**

A taxa Selic deverá ser mantida no patamar de 15,00% a.a. até o final de 2025. No início de 2026, o horizonte relevante da política monetária será deslocado para o primeiro semestre de 2027 e as projeções do Banco Central nesse horizonte devem ficar abaixo do centro da meta — indicando espaço para iniciar o ciclo de corte de juros. A taxa Selic deverá ser reduzida a partir de janeiro de 2026, atingindo 11,00% a.a. em dezembro do próximo ano.

A trajetória fiscal segue como o principal fator de risco do cenário, em especial com a suspensão pelo Congresso do decreto do IOF — o que vai requerer negociação e, provavelmente, novos contingenciamentos de gastos. A solução para o impasse entre o Congresso e o governo para o IOF ainda é incerta, mas eleva o risco de descumprimento da meta fiscal desse ano.

Além disso, a dinâmica das despesas segue preocupante, com crescimento dos gastos do BPC, auxílio desemprego e benefícios previdenciários em ritmo acima do esperado pelo governo no início do ano. Mantemos a expectativa de déficit primário sem descontos de 0,9% do PIB em 2025, com a dívida bruta em 81,4% do PIB em dezembro desse ano.

As contas externas mantiveram a dinâmica de deterioração observada desde o início do ano, com a redução do superávit comercial impactando o déficit em conta corrente. O saldo comercial acumulado em 12 meses recuou de US\$ 65,8 bilhões em dezembro de 2024 para US\$ 55,2 bilhões em maio desse ano — refletindo o desempenho favorável das importações, que seguiram crescendo nesse início de ano. Essa queda do superávit comercial levou a piora do déficit em conta corrente, que passou de US\$ 61,2 bilhões (-2,8% do PIB) em dezembro de 2024 para US\$ 69,5 bilhões (-3,3% do PIB) em maio desse ano.

Esse déficit em conta corrente segue sendo financiado pelos investimentos diretos estrangeiros (IED), que acumulam US\$ 70,5 bilhões nos últimos 12 meses até maio. No entanto, essa cobertura do déficit em conta corrente pelos investimentos diretos já foi maior, o que indica que, na ausência da dinâmica global de enfraquecimento do dólar frente às principais moedas, o real deveria estar mais depreciado nesse momento.

A tendência de enfraquecimento global do dólar tem beneficiado as moedas emergentes, em especial o real. Esse movimento de perda de força do dólar é explicado por alguns

fatores, como a incerteza da política comercial americana, a discussão sobre eventual tributação dos ganhos de ativos em dólar por investidores estrangeiros e o aumento do risco fiscal com a aprovação do pacote fiscal do governo Trump. Alguns desses fatores tendem a diminuir seu impacto sobre a moeda ao longo do 2º semestre, com a conclusão das negociações comerciais, a aprovação do pacote fiscal pelo Congresso e a retirada da tributação dos investidores estrangeiros da versão final do pacote fiscal.

Portanto, há sinais de que o processo de enfraquecimento do dólar poderá terminar nos próximos meses, o que será um teste para o desempenho das moedas emergentes. Isso

acontece em especial quando consideramos que o Fed deverá retomar o processo de corte de juros — o que deverá atrair fluxo de investimento para o mercado acionário e títulos americanos com a expectativa de maior crescimento da economia em 2026 e de ganho de capital com a redução dos juros para os ativos de renda fixa americanos.

Diante dessa perspectiva e da deterioração das contas externas, mantemos a expectativa que o real voltará a depreciar ao longo do segundo semestre desse ano. **No entanto, diante do quadro global de dólar mais fraco, revisamos a expectativa de fechamento de R\$ 6,00 por dólar para R\$ 5,80 por dólar em dezembro desse ano.**

Renda Variável

O mês de junho trouxe novamente uma performance positiva para o Ibovespa. O índice de referência da Bolsa subiu 1,33% no mês e elevou o acumulado no ano para 15,4.

Em todo o primeiro semestre, o IBOV fechou no vermelho apenas no mês de fevereiro. A performance de junho foi a pior entre os meses positivos.

Apesar da performance “tímida” em reais, o índice teve performance mais robusta em dólares — o índice registrou alta de 6,5% graças à performance positiva do real ante a moeda americana. No ano, a performance em dólar do índice está em 31,3%.

As bolsas americanas se recuperaram no mês. O S&P e o Nasdaq voltaram a flertar com seus recordes históricos, mas — apesar da recuperação — os índices têm performance tímida no ano.

Julho deve apresentar desdobramentos importantes. Ao longo do mês, devemos ter novos capítulos das negociações comerciais, o início de temporada de resultados nos EUA — importante para analisar quais impactos as incertezas sobre as tarifas causaram nos resultados das companhias americanas — e no Brasil. Temos também a decisão de juros pelo Fed, que, apesar de manutenção das taxas nos patamares atuais, deve trazer clareza sobre como o comitê enxerga a evolução dos juros até o final do ano.

No semestre, o destaque foram os índices mais voltados a economia doméstica. O IMOB (47,41%), o IFNC (32,34%) e o SMLL (26,65%) puxaram a fila, enquanto o destaque negativo foi o IMAT (-8,70%).

A performance negativa do IMAT pode ser explicada pela valorização do real, que pressiona a receita das companhias, e pela performance pobre das commodities como o petróleo,

que — mesmo após a performance positiva no mês de junho — continua caindo no ano.

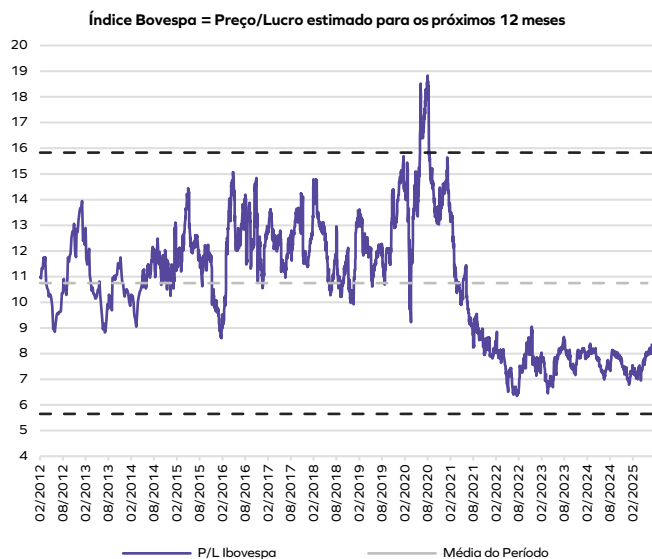
O cenário de incertezas sobre demanda com oferta mais ou menos equilibrada em quase todos os mercados têm pressionado o preço das commodities. Nas cartas de abril e junho, nós já tínhamos apresentado que nossa visão para o grupo como um todo tinha ficado mais seletiva.

Apesar da conjuntura desafiadora, entendemos que existem boas oportunidades no atual momento. Mesmo assim, preferimos não manter uma exposição relevante nas duas commodities mais tradicionais — óleo e petróleo — e temos olhado com mais atenção para celulose, que — apesar de também enfrentar desequilíbrios entre oferta e demanda — nos parece um setor com mais alternativas para diversificação de resultados. Também temos começado a olhar para o setor de siderurgia, principalmente para as companhias que possuem operações nos EUA e devem se beneficiar da política tarifária de Donald Trump e, em algum momento, da diminuição de capacidade na indústria chinesa.

Apesar de entendermos que os preços parecem atrativos em commodities, continuamos realizando algumas alterações em nossas estratégias visando aumentar nossa exposição em ativos domésticos — temática que também reforçamos em nossas últimas interações.

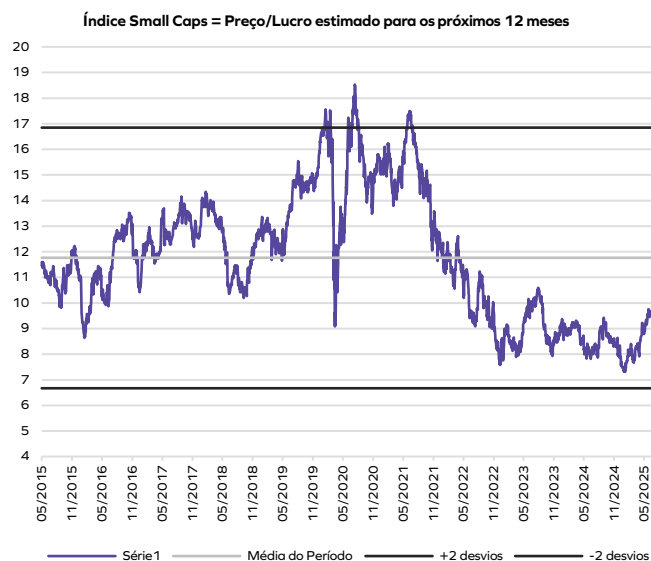
Como nossa estratégia é sempre focada em preservação de capital em primeiro lugar, continuamos sendo bastante diligentes em nossas alocações e tentamos nos manter distantes de teses que dependem de grandes turnarounds operacionais ou com uma situação de alavancagem mais complexa. Com isso, o nosso aumento de exposição em cíclicos está concentrado em utilidades públicas, bancos e neobanks, incorporadoras de baixa renda e shoppings.

Gráfico 9a



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

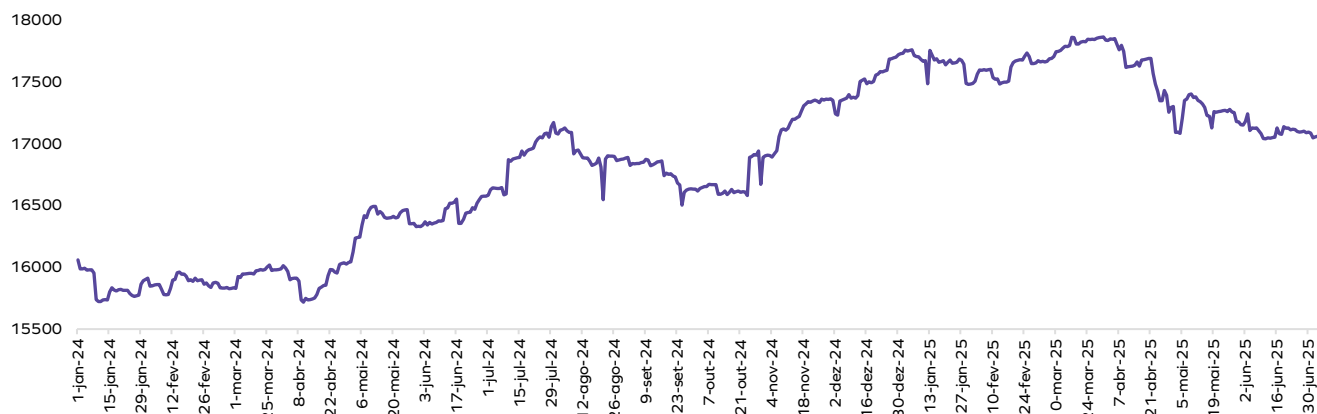
Gráfico 9b



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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

Gráfico 10



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O mês de junho foi positivo para a indústria de Fundos Imobiliários. O IFIX, índice de referência do mercado de FIs no Brasil, teve uma performance sólida com alta de 0,64% no período e aumentou seus ganhos acumulados em 2025 para 11,8%.

No semestre, o IFIX registrou performance negativa apenas no mês de janeiro. Entre os meses positivos, a performance de junho foi a mais fraca.

O processo de consolidação das gestoras e redução do número de fundos imobiliários tem se acelerado nos últimos meses. A Patria, o maior consolidador até aqui, adquiriu a gestora VBI e levou a estrutura de FIs do Credit Suisse — com o time de gestão fazendo parte dessas transações —, além da aquisição dos Fundos da Genial e da Vectis — ambos em processo de aprovação. Com todas essas aquisições, a vertical de imobiliários da casa deverá atingir R\$ 25 bilhões sob gestão.

Além da Patria, algumas outras movimentações em menor escala tem acontecido. O BTG, através de seu braço de logística, adquiriu alguns fundos nos últimos anos. Tivemos também algumas outras transações entre outras casas.

Essa consolidação nos parece gerar mais externalidades positivas. Isso acontece pois, com a consolidação, os fundos se tornam maiores e: (i) menos voláteis; (ii) novas emissões tem percentual cada vez menor de diluição; (iii) há possibilidade para se iniciar pequenos projetos de desenvolvimento imobiliário dentro dos fundos; (iv) há possibilidade para experimentar algumas estratégias novas; e (v) as equipes ficam maiores e mais multidisciplinares.

É claro que o sucesso dessas novas casas gigantes vai depender da gestão dos portfólios e das decisões que serão tomadas nos próximos anos. No entanto, fazendo uma análise antecipada, o cenário nos parece mais positivo.

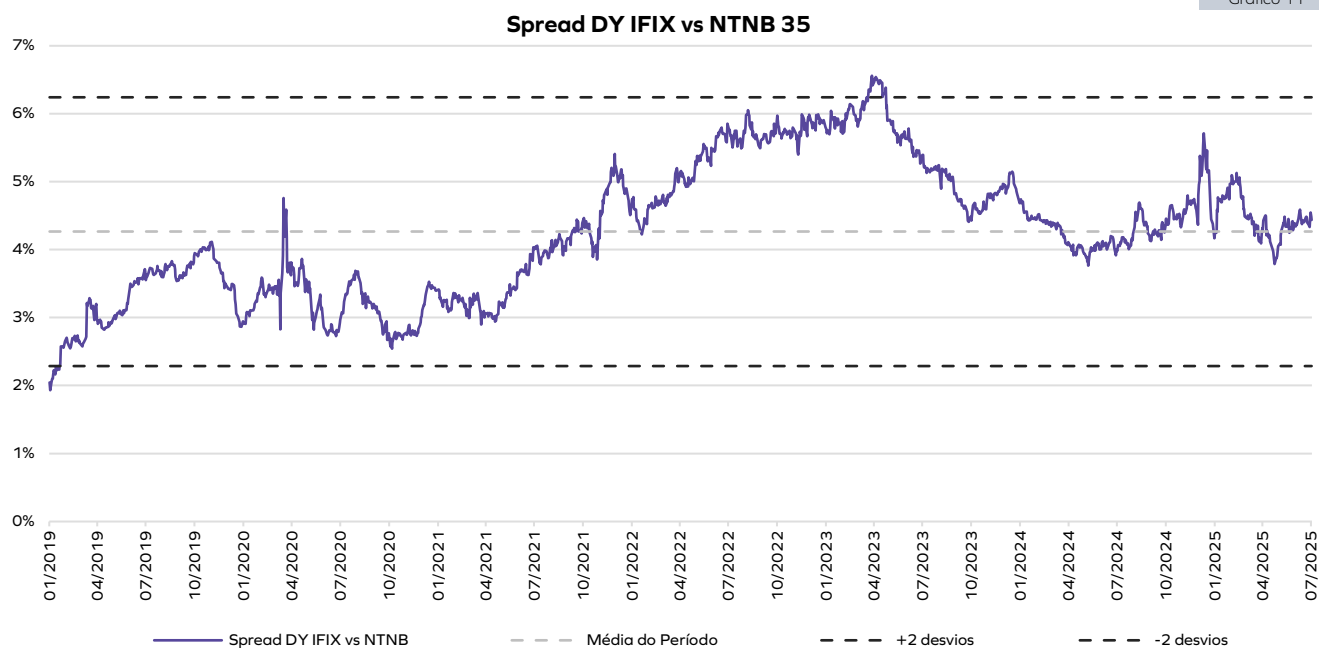
Sobre o mercado, continuamos enxergando as dinâmicas parecidas com o que temos abordado nos últimos meses. Enxergamos pouca atratividade em aumentar a alocação em fundos de recebíveis, principalmente aqueles que são atrelados ao CDI.

O momento parece oportuno para destacarmos que é muito importante para os investidores não cometerem os erros do passado — quando muitos realizaram aquisições de FIs de Recebíveis pagando valores muito acima de seus VP, seduzidos por um dividendo superior ao CDI e a ancoragem desses ativos em preços muito acima do que realmente valiam. Entendemos que o VP de alguns FIs pode se valorizar, com destaque para os de IPCA e o possível fechamento das curvas de juros, porém devemos evitar exageros e o efeito manada.

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

Dito isso, mantemos nossa posição de que a melhor estratégia para o investidor de Fundos Imobiliários no atual contexto é manter uma carteira diversificada, com foco em fundos de alta qualidade e boa gestão. A busca por ativos que ofereçam previsibilidade de retorno e menor exposição a riscos operacionais é essencial para garantir um desempenho consistente no longo prazo.

Gráfico 11



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

Nos EUA, a curva de juros dos Treasuries retomou a tendência de queda, com os diretores e o presidente do Fed sinalizando em discursos que o ciclo de cortes de juros poderá ser retomado nas próximas reuniões. O baixo impacto das tarifas nos índices de inflação divulgados até maio e os sinais de desaceleração do consumo e dos investimentos são as justificativas para a volta das discussões dos cortes de juros nas reuniões do segundo semestre desse ano.

O enfraquecimento do dólar se manteve ao longo de junho, o que indica a continuidade do movimento de rotação de carteiras, com a saída de investidores estrangeiros dos ativos denominados em dólares. Essa diversificação tem beneficiado os países emergentes, como o Brasil.

Em junho, o Banco Central elevou a taxa Selic em 25 pontos base, para 15,00% ao ano. O BC, no entanto, adiantou que — com a confirmação do cenário esperado — o comitê antecipa a interrupção do ciclo de aperto de juros. A opção por indicar a parada do ciclo na próxima reunião foi pouco usual e retirou o impacto de manter a curva de juros nos vértices médios e longos pressionados. **Observamos um movimento de forte queda da curva de juros futuras nominais, com recuo em torno de 50 p.b. dos vencimentos de 5 e 10 anos no fechamento de junho em comparação ao final de maio.**

Nos contratos futuros de juros, o mercado precifica 270 p.b. de redução da taxa Selic ao longo do ciclo de corte de juros pelo Banco Central, com um prêmio para a chance do primeiro corte ocorrer na reunião de dezembro desse ano. Avaliamos que a taxa Selic deverá ser mantida em 15,00% a.a. até o final de 2025. No início de 2026, o horizonte relevante da política monetária será deslocado para o primeiro semestre de 2027, e as projeções do Banco Central nesse horizonte devem ficar abaixo do centro da meta, indicando espaço para iniciar o ciclo de corte de juros. A taxa Selic deverá ser reduzida a partir de janeiro de 2026, atingindo 11,00% a.a. em dezembro do próximo ano.

Nos Estados Unidos, a aprovação do pacote fiscal pelo Congresso teve impacto menor na curva de juros, devido à percepção que parte do aumento do déficit de US\$ 3,3 trilhões esperado para os próximos 10 anos deverá ser coberto pelas receitas das tarifas de importação, que deverão arrecadar cerca de US\$ 2,2 trilhões no mesmo período. Além disso, os discursos menos duros dos dirigentes do Fed também trou-

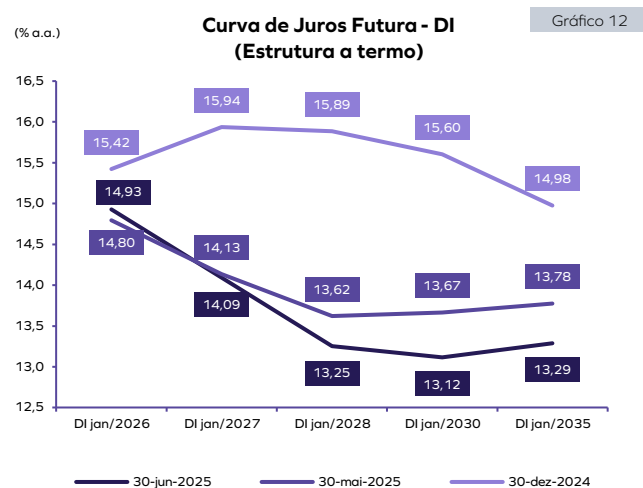
xeram alívio para a parte curta da curva de juros. Houve um movimento de queda da curva de juros americana em todos os vértices ao longo de junho. Os rendimentos dos Treasuries de 2 e 10 anos recuaram cerca de 18 p.b., encerrando abril em 3,72% e 4,23% a.a., respectivamente. As taxas dos Treasuries de 30 anos também cederam 16 p.b., para 4,78% a.a.

Como discutido na carta mensal anterior, o movimento de redução dos cupons das NTN-Bs se manteve devido à arbitragem dos mercados ao longo do tempo. A NTN-B com vencimento em 2045, por exemplo, teve uma queda adicional de 11 pontos base em seu rendimento, passando de 7,14% a.a. no fim de maio para 7,03% a.a. no fechamento de junho.

Os demais títulos com vencimento acima de cinco anos também registraram fechamentos expressivos. Combinada à maior duration desses papéis, essa movimentação resultou em uma valorização de 1,9% em junho no índice de referência das NTN-Bs mais longas (IMA-B5+). No acumulado do ano, o IMA-B5+ apresenta alta de 10,7%.

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

No mercado de crédito privado, seguimos com preferência por emissões atreladas ao CDI de empresas com bom perfil de risco. Todavia, ressaltamos a importância de uma seleção criteriosa desses ativos, sobretudo 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.