

Carta Mensal

Maio 2025



1

Em resumo Cenário Macro

Global e Local



Cenário global **mais incerto** após anúncio das tarifas comerciais americanas



Espaço para **redução dos juros** pelo Fed, apesar dos efeitos distintos entre atividade e inflação nos EUA



Proximidade do **final do ciclo** de aperto dos juros no Brasil



Projeções domésticas **relativamente estáveis** até o momento, a despeito do anúncio das tarifas nos EUA



Estamos monitorando

No exterior: Negociações comerciais entre EUA e demais países, outras definições de diretrizes econômicas do governo americano, próximos passos do Fed e eventuais anúncios de estímulo na China. No Brasil: evolução da política fiscal, taxa de câmbio, próximas decisões do Copom e trajetória das expectativas de inflação.



Para mais detalhes, confira as páginas 5 e 6.

Em resumo Mercados

Renda Fixa, Ações e Câmbio

Em abril, o cenário internacional foi marcado pelos anúncios do governo americano em relação à política tarifária, que gerou uma forte reação de outros países, especialmente da China.

Os mercados apresentaram forte volatilidade ao longo do mês, com queda nos dias subsequentes ao anúncio e recuperação nas semanas seguintes.

As Bolsas globais fecharam o mês com ligeira alta, os juros cederam e o dólar perdeu espaço em relação às demais moedas.

No cenário local, os mercados se beneficiaram da rotação dos investimentos dos EUA para outras economias, incluindo as emergentes. O Ibovespa encerrou o mês em alta, a curva de juros teve forte queda e o Real se apreciou em relação ao dólar.

O que achávamos?

O que fizemos?

Qual foi o resultado?

Renda Fixa

Seguíamos com posicionamento neutro na renda fixa local. No cenário internacional, permaneciam os receios de que a adoção de novas tarifas de importação pelo novo governo americano provocasse maior desaceleração da atividade e elevação da inflação nos EUA. Localmente, a preocupação com o comportamento das expectativas de inflação reforçava a cautela com o mercado de renda fixa local.

Em abril, seguimos sem posições estruturais no mercado de juros e operamos apenas de forma tática, com baixa utilização de risco.

Positivo. O comportamento da curva de juros impactou de forma positiva as nossas posições no mês.

Bolsa

Mantínhamos visão positiva para os mercados de ações globais e posicionamento neutro com viés negativo na Bolsa local. No cenário internacional, apesar das incertezas sobre o impacto da política tarifária em relação ao crescimento econômico dos EUA, a atividade continuava demonstrando sinais de resiliência. Embora o Ibovespa tivesse se beneficiado nos últimos meses com a entrada de fluxo de capital estrangeiro, as incertezas em relação ao crescimento econômico, ao quadro fiscal e à trajetória dos juros dificultavam uma recuperação sustentável da Bolsa local, o que nos levava a manter uma visão cautelosa.

Adotamos posicionamento neutro tanto para as Bolsas globais quanto para a Bolsa local. Em abril, reduzimos nossa alocação no setor de petróleo, enquanto aumentamos a exposição no setor de mineração.

Positivo. Apesar da visão neutra para o mercado local, nossa alocação setorial teve performance positiva, com destaque para o setor de energia elétrica.

Câmbio

Mantínhamos uma visão neutra, com viés negativo, para o mercado de câmbio. Por um lado, o patamar elevado das taxas de juros no Brasil poderia contribuir positivamente para a evolução do Real. Por outro lado, as incertezas domésticas poderiam impactar negativamente o desempenho da moeda local nos próximos meses.

Operamos o mercado de câmbio de forma tática e encerramos o mês sem posições em moedas.

Ligeiramente negativo. As posições táticas tiveram contribuição negativa, mas com magnitude limitada.

2

Em perspectiva

Nossa visão para os principais mercados

	Classe	Posição anterior	Posição atual	Racional
Renda Fixa	Juros Real e Nominal			Estamos mantendo um posicionamento neutro no mercado de renda fixa local. No cenário internacional, os efeitos do aumento das tarifas globais começam a surgir, impactando negativamente os dados de crescimento econômico e elevando o risco de pressões inflacionárias. Esse contexto mantém os bancos centrais em uma posição delicada. No entanto, diante da possibilidade de uma desaceleração mais intensa da atividade econômica global, é provável que a trajetória de queda das taxas de juros nas economias desenvolvidas se mantenha ao longo dos próximos trimestres. No Brasil, a atividade econômica continua a dar sinais de desaceleração, enquanto a inflação permanece em patamares elevados. Seguimos com a visão de que o IPCA deve encerrar 2025 acima do teto da meta, levando o Banco Central a manter os juros em patamares contracionistas.
	Crédito Privado			Seguimos com visão neutra para o mercado de crédito privado. Ao longo do mês, o comportamento desse mercado não apresentou mudanças significativas. A demanda pelos ativos permaneceu aquecida, e os spreads apresentaram ligeira queda. Continuamos adotando uma abordagem seletiva em nossas alocações.
Bolsa	Brasil			Em abril, adotamos um posicionamento neutro tanto para as Bolsas globais quanto para a Bolsa local. No cenário internacional, por um lado, o aumento das tensões comerciais eleva a possibilidade de uma desaceleração econômica global mais intensa, o que impacta negativamente o desempenho dos ativos de risco. Por outro lado, um ambiente com avanço nas negociações entre os países, ausência de uma recessão econômica global e continuidade da queda de juros nas economias desenvolvidas pode favorecer esses ativos. Observamos uma rotação de investimentos dos EUA para outras economias, incluindo o Brasil, o que tem beneficiado o desempenho do Ibovespa. De toda forma, o grau de incerteza sobre o cenário local ainda é elevado e optamos por manter um posicionamento neutro na Bolsa local.
Câmbio	Real			Adotamos visão neutra para o mercado de câmbio. A percepção de que o cenário de tarifas nos EUA poderá resultar em baixo crescimento econômico, com inflação acima do centro da meta, levou investidores a buscarem ativos em outras geografias, enfraquecendo o desempenho do dólar. Além disso, a expectativa de continuidade da elevação da taxa Selic, ainda que em menor magnitude, amplia o diferencial de juros entre Brasil e EUA, favorecendo o desempenho da moeda local. Diante desse cenário, retiramos o viés negativo que mantínhamos para o Real e passamos a adotar um posicionamento neutro, ainda que sem grande convicção.

3

Economia internacional

Cenário global mais incerto após anúncio das tarifas comerciais americanas

As novas tarifas comerciais anunciadas pelos EUA **umentaram a incerteza em torno do cenário global**. Apesar das negociações em curso entre os EUA e diversos países sugerirem espaço para arrefecimento nos próximos meses, a interação entre EUA e China foi na direção oposta, com expressivos aumentos de tarifas de ambos os lados, o que tem o potencial de comprometer severamente o comércio entre as duas maiores economias mundiais.



Esse tema é chave para a **avaliação do cenário e da estratégia de investimentos nos próximos meses**, com a **definição das tarifas entre os EUA e os demais países sendo determinante para as trajetórias de crescimento e inflação**, além do próprio direcionamento de política econômica. A manutenção da situação corrente ou uma eventual descompressão apenas parcial nos próximos meses tende a ser suficiente para vermos efeitos relevantes na economia global.



Diante da redução do comércio internacional e seus efeitos, dos impactos sobre as cadeias produtivas globais e do aumento da incerteza em si, **o crescimento global deverá desacelerar, especialmente nas maiores economias (EUA e China), mas a intensidade ainda é incerta**. Para a inflação, os efeitos devem ser distintos entre os países. Enquanto nos EUA há um vetor inflacionista dado pelas tarifas mais altas, nos demais países a eventual realocação de produtos antes direcionados aos EUA buscando novos mercados pode ter o efeito contrário. Adicionalmente, temos que considerar os efeitos de uma economia global mais fraca e o movimento das taxas de câmbio.



Neste contexto, há espaço para suporte da política econômica tanto pelo lado fiscal como pelo monetário. Enquanto para a maior parte dos países a direção é mais clara, considerando a potencial desaceleração da atividade e os efeitos mais contidos sobre a inflação, **para os EUA o quadro é mais complexo, com provável desaceleração da atividade e aceleração da inflação**. Nesse contexto, o Fed deverá adotar um discurso relativamente neutro por algum tempo, mas ao final o efeito de uma provável atividade mais fraca tende a prevalecer e levar a cortes dos juros.

4

Economia brasileira

Proximidade do final do ciclo de
aperto dos juros no Brasil

O anúncio das novas tarifas comerciais dos EUA não provocou um movimento mais significativo nas projeções das variáveis econômicas no Brasil até o momento. Assim, **projetamos um IPCA de 5,5% e 4,5% para 2025 e 2026, respectivamente**. No caso do PIB, continuamos esperando crescimento de 2,0% e 1,5% em 2025 e 2026.



Em parte, isso se deve ao fato de que a tarifa imposta pelos EUA ao Brasil ficou no piso das novas faixas (10%). Além disso, a dependência comercial do Brasil em relação aos EUA deve ser relativamente contida. Evidentemente, prossegue uma incerteza relevante, e os efeitos podem ser mais ou menos relevantes a depender das definições tarifárias em escala mundial. Importante destacar que essa é uma avaliação agregada da economia brasileira, pois setorialmente e regionalmente o impacto varia, refletindo, justamente, o grau da relação comercial com os EUA.



Especificamente em termos de atividade econômica, **vimos certa volatilidade dos dados nos últimos meses**. Mas isso não foge ao esperado, com a trajetória alinhada ao nosso cenário de gradual desaceleração. Por um lado, os efeitos da política monetária contracionista, além do menor impulso fiscal, devem ser sentidos nos próximos trimestres. Por outro, o desempenho do setor agrícola e o mercado de trabalho ainda firme contribuem para um movimento mais suave.



Nesse contexto, **continuamos esperando uma alta final de 0,5% na taxa Selic na reunião do BC em maio, atingindo 14,75%** e permanecendo neste nível até o final de 2025. Para o final de 2026, nossa projeção está em 12,50%.

5

Mercado

RENDA FIXA

Os juros futuros globais recuaram no mês, dada a perspectiva de desaceleração econômica global, como reflexo da política tarifária implementada pelo governo americano.



No Brasil, a curva de juros apresentou forte queda. Além do impacto do quadro global, ficou reforçada a percepção de que o Banco Central está próximo de encerrar o ciclo de aperto monetário.



No mercado de crédito privado, a demanda pelos ativos permaneceu aquecida, e os spreads continuaram em trajetória de queda gradual ao longo do mês.



Mantivemos um posicionamento neutro no mercado de renda fixa local. No cenário internacional, espera-se que as políticas tarifárias levem a um ambiente de menor crescimento global e aumentem o risco de pressões inflacionárias. No Brasil, a atividade econômica segue dando sinais de desaceleração, enquanto a inflação ainda se mantém em patamares elevados. Seguimos com a visão de que o IPCA deve encerrar 2025 acima do teto da meta, levando o Banco Central a manter os juros em patamares contracionistas.

JUROS NOMINAIS

DI

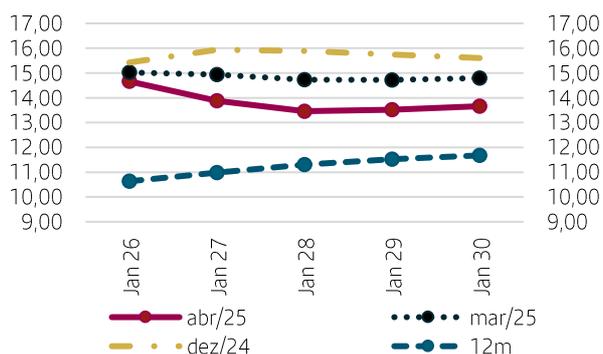


Figura 1: Juros Nominais (DI)
Fonte: Bloomberg Elaboração: SAM

JUROS REAIS

(NTN-B)

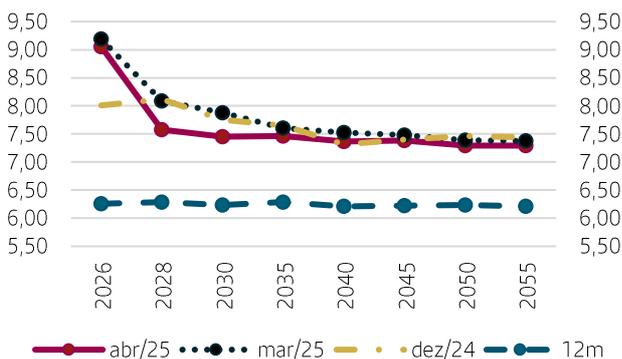


Figura 2: Juros Reais (NTN-B)
Fonte: Bloomberg Elaboração: SAM

INDICADORES ANBIMA



Figura 3: Indicadores Anbima
Fonte: Bloomberg Elaboração: SAM

RENDA VARIÁVEL

Os índices de ações globais encerraram o mês em alta, após um período de forte volatilidade gerado pelos anúncios do governo americano a respeito da política tarifária.



No Brasil, o Ibovespa fechou o mês em alta, se beneficiando principalmente da rotação dos investimentos globais dos EUA para outras economias.



Em abril, o setor financeiro contribuiu positivamente para o desempenho do Ibovespa, enquanto petróleo foi o segmento com pior desempenho na Bolsa local.



Adotamos posicionamento neutro tanto para as Bolsas globais quanto para a Bolsa local. Observamos uma rotação de investimentos dos EUA para outras economias, incluindo o Brasil, o que tem beneficiado o desempenho do Ibovespa. De toda forma, o grau de incerteza sobre o cenário local ainda é elevado e optamos por manter um posicionamento neutro na Bolsa local.

Adotamos posicionamento neutro tanto para as Bolsas globais quanto para a Bolsa local. Observamos uma rotação de investimentos dos EUA para outras economias, incluindo o Brasil, o que tem beneficiado o desempenho do Ibovespa. De toda forma, o grau de incerteza sobre o cenário local ainda é elevado e optamos por manter um posicionamento neutro na Bolsa local.

IBOVESPA E ÍNDICES SETORIAIS

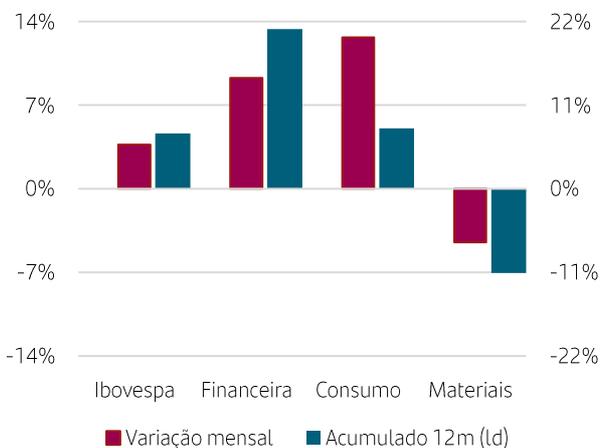


Figura 4: Ibovespa
Fonte: Bloomberg **Elaboração:** SAM

IBOVESPA



Figura 5: Ibovespa
Fonte: Bloomberg **Elaboração:** SAM

6 | Minutos a Fundo

Episódio 26
Mercado de Crédito Privado
em 2025: Perspectivas da
Santander Asset



Neste episódio do podcast Minutos a Fundo, **Clayton Calixto**, Especialista de Portfólios da Santander Asset, conversa com **Guilherme D`Aurea**, Head de Renda Fixa Crédito Privado, e **João Lustosa**, Head de Risco de Crédito, para falar sobre as perspectivas para o mercado de crédito privado em 2025.

[Clique aqui](#) para assistir.



Clayton Calixto
Especialista de
Portfólios da
Santander Asset



Guilherme D`Aurea
Head de Renda Fixa
Crédito Privado
da Santander Asset



João Coronel Lustosa
Head de Risco de Crédito
da Santander Asset



Ouçã também no Spotify



7

Indicadores financeiros



BOLSA DE VALORES

	Valor	mês%	12m%	ano
Ibovespa	135.067	3,69%	7,26%	12,29%
S&P500	5.569	-0,76%	10,59%	-5,31%
DAX	22.497	1,50%	25,46%	13,00%
FTSE	8.495	-1,02%	4,31%	3,94%
Nikkei	36.045	1,20%	-6,15%	-9,65%



OUTROS VALORES

Moedas

Dólar à vista B3	5,67	-0,73%	9,25%	-8,41%
BRL/USD	5,67	-0,57%	9,24%	-8,16%
BRL/EUR	6,43	4,16%	16,02%	0,51%
USD/EUR	1,13	4,73%	6,21%	9,41%
YEN/USD	143,07	-4,59%	-9,33%	-8,99%
DXY	99,47	-4,55%	-6,36%	-8,31%

Juros brasileiros

Futuro de DI Jan/26	14,66	-0,36	4,03	-0,76
Futuro de DI Jan/27	13,88	-1,06	2,89	-2,06
Futuro de DI Jan/28	13,46	-1,27	2,16	-2,43
Futuro de DI Jan/29	13,52	-1,20	2,00	-2,23

Índices de Renda Fixa

IMA-B	10.208,14	2,09%	4,55%	5,62%
IMA-B5	9.999,11	1,76%	9,37%	4,92%
IRF-M	19.694,86	2,99%	8,52%	7,76%
IRFM-1	17.409,86	1,23%	11,11%	4,60%
CDI		1,06%	11,45%	4,07%



COMMODITIES

Petróleo	58,21	-18,56%	-28,95%	-18,84%
Ouro	3.302,05	6,00%	43,13%	26,56%

8

Projeções da economia



ATIVIDADE ECONÔMICA

PROJEÇÃO

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB, crescimento real (%)	-3.3	4.8	3.0	3.2	3.4	2.0	1.5
Taxa de desemprego, média anual (%)	13.4	13.5	9.5	8.0	6.8	7.5	8.2



INFLAÇÃO E TAXA DE JUROS

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Inflação (IPCA/IBGE) (%)	4.5	10.1	5.8	4.6	4.9	5.5	4.5
Taxa de juro nominal, final do ano (Selic)	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	14.75	12.50



CONTAS EXTERNAS

Conta Corrente (% do PIB)	-1.9	-2.8	-2.9	-1.3	-2.5	-2.6	-2.5
---------------------------	------	------	------	------	------	------	------



FISCAL

Resultado primário do setor público (% do PIB)	-9.2	0.7	1.2	-2.3	-0.4	-0.5	-0.3
Dívida bruta do governo geral (% do PIB)	86.9	77.3	71.7	74.4	76.5	81.0	85.0

Fonte: IBGE, BCB. **Elaboração:** SAM | Maio 2025

SANTANDER BRASIL GESTÃO DE RECURSOS LTDA.

Avenida Presidente Juscelino Kubitscheck, 2.041 e 2.235 – Bloco A, 18º Andar

São Paulo - SP - Brasil - 04543-011

Telefones: 55 11 4130-9209 / 4130-9217 / 4130-9308

E-mail: asset.atendimento@santanderam.com

www.santanderassetmanagement.com.br

ESTAMOS CONECTADOS 24 HORAS, 7 DIAS POR SEMANA

APLICATIVO SANTANDER

APLICATIVO WAY

SANTANDER.COM.BR

TWITTER: @SANTANDER_BR

FACEBOOK: SANTANDER BRASIL

Central de Atendimento: 4004 3535 (capitais e regiões metropolitanas), 0800 702 3535 (demais localidades), SAC: 0800 762 7777. No exterior, ligue a cobrar para: 55 (11) 3012 3336. Ouvidoria - Se não ficar satisfeito com a solução apresentada: 0800 726 0322. Pelo WhatsApp 55 (11) 3012 0322 e no exterior, ligue a cobrar para 55 (11) 3012 0322 De segunda a sexta-feira, das 9h às 18h, exceto feriados. SAC e Ouvidoria com Canal exclusivo para Atendimento em Libras, disponível em nosso site <https://www.santander.com.br/atendimento-santander/> de segunda a sexta-feira, das 08h às 20h, exceto feriados. Disponível das 8h às 20h, de segunda a sexta-feira, exceto feriados.

Ficou Interessado? Consulte em: <https://www.santanderassetmanagement.com.br/conteudos/carta-mensal>. Este material foi preparado pela Santander Brasil Gestão de Recursos LTDA e tem como fonte, IBGE, BCB, MDCI e Bloomberg. Trata-se de conteúdo jornalístico e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20/2021 material publicitário ou de material de divulgação. Este material tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo oferta ou solicitação de oferta de compra/venda de qualquer ativo financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios, em qualquer jurisdição. As informações contidas neste material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Santander Brasil Gestão de Recursos LTDA não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este material também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. A Santander Brasil Gestão de Recursos LTDA não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este material e de informar o leitor. Por fim, este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da Santander Brasil Gestão de Recursos LTDA e fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa sem o prévio consentimento expresso da Santander Brasil Gestão de Recursos LTDA. A Santander Brasil Gestão de Recursos LTDA não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo.