

US REAL ESTATE • MULTIFAMILY

Market Outlook

JULHO • 2026

Q2 2026 • V2026.06

Agenda

02	Ambiente Macro	SLIDES 03-10
03	Setor Multifamily	SLIDES 11-16
04	Cenários	SLIDES 17-20
05	Estratégia & Diretivas	SLIDES 21-23
06	Encerramento	SLIDES 24-26

02

SEÇÃO 02

Ambiente Macro

Crescimento, inflação, política monetária e o custo de capital que definem o ambiente de investimento — onde os juros se estabilizam, e o que os move.

O que mudou no ambiente macro

PIB	O Fed cortou de leve a projeção de crescimento deste ano e manteve a dos anos seguintes.	▼
PCE	O Fed elevou a projeção de inflação de curto prazo e manteve a de longo prazo.	▲
FED FUNDS • T10A	O Fed pausou os cortes e os juros longos passaram a operar acima da projeção do ano.	▲

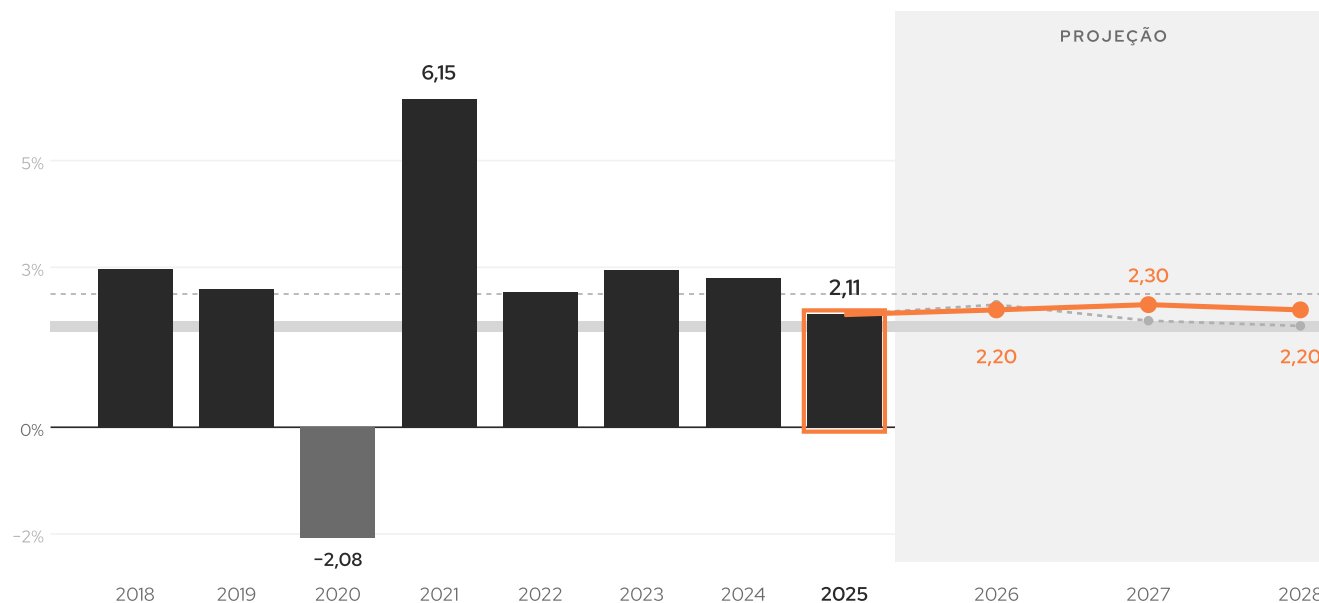
▲▼ DIREÇÃO DO INDICADOR • COR: EFEITO PARA REAL ESTATE

— PIB • CRESCIMENTO

O crescimento segue perto da tendência – a revisão para baixo em 2026 é normalização.

■ Histórico — Projeção Fed · Jun/26 — Baseline Dez/25 — Média 30 anos (2,5%)

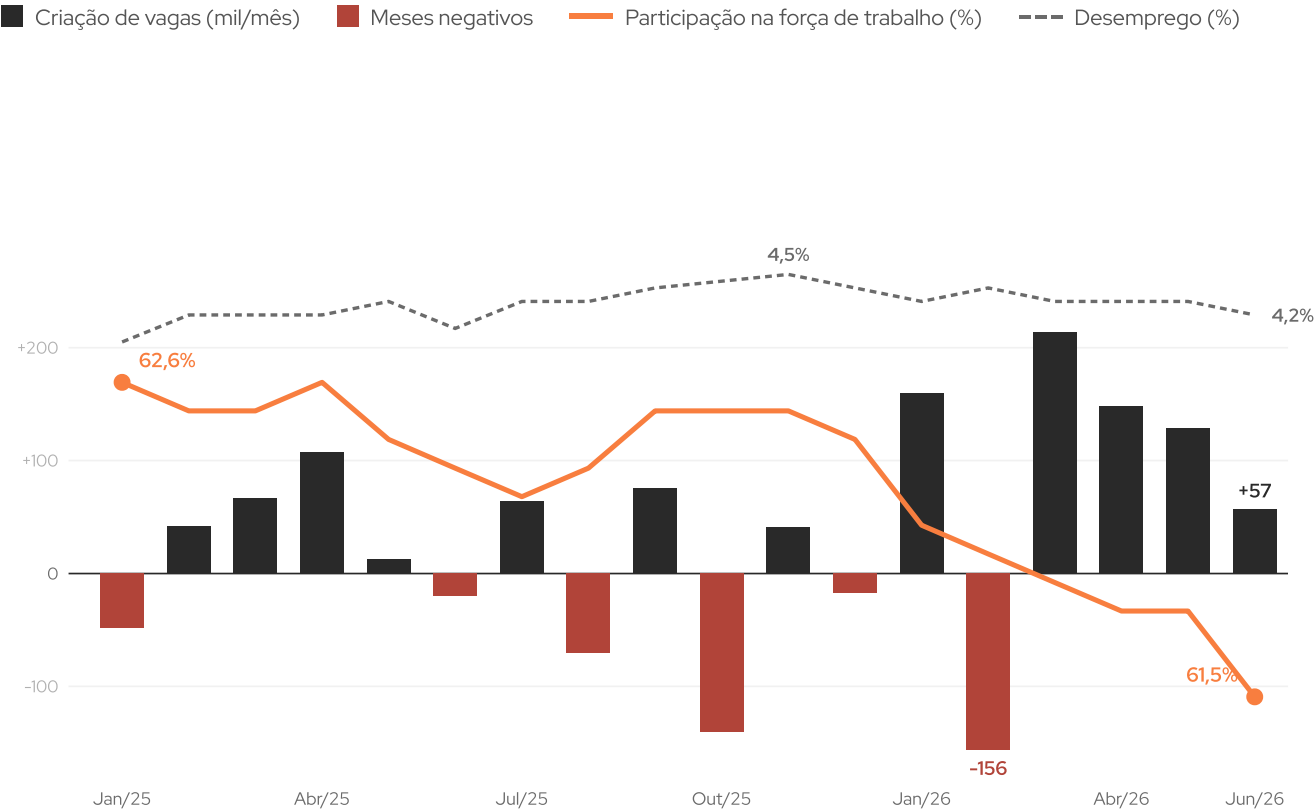
■ Ritmo sustentável (1,8–2,0%)



- **Aperto monetário:** o efeito defasado dos juros já alcança compras de maior valor e investimento empresarial.
- **Renda real:** ganhos salariais sustentam o consumo de serviços e limitam a desaceleração.
- **Produtividade:** ganhos ligados à IA podem estar elevando o ritmo sustentável da economia.
- **Impulso fiscal:** sustenta boa parte de 2026 e perde força depois de 2027.

PIB • OFERTA DE MÃO DE OBRA

O ritmo menor de contratação é compatível com uma força de trabalho menor.



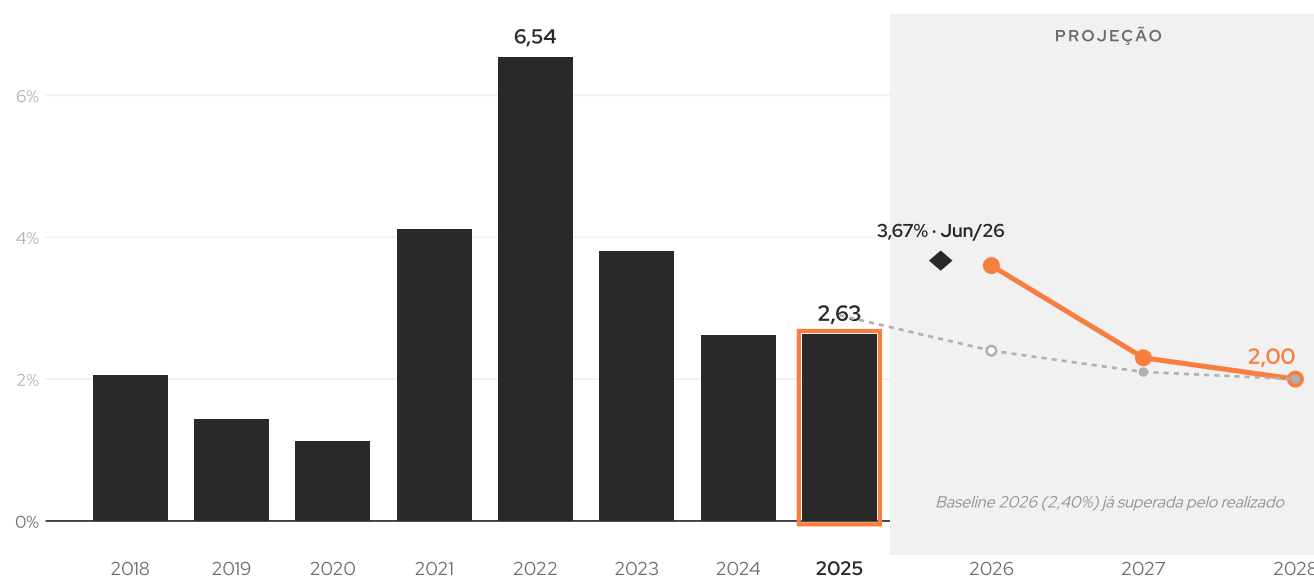
O QUE ESTÁ POR TRÁS

- **Participação:** a força de trabalho menor reduz as vagas necessárias para manter o desemprego estável.
- **Desemprego:** segue baixo e estável, apesar da contratação mais fraca.
- **Produtividade:** com menos mão de obra, o crescimento passa a depender de ganhos de eficiência.

— INFLAÇÃO • PCE

A inflação subiu com tarifas e petróleo – o Fed mantém a trajetória de 2%.

■ Histórico (FRED • PCEPI) — FED SEP • Jun 2026 - - - - Baseline Dez/25 - - - - Meta FED 2%

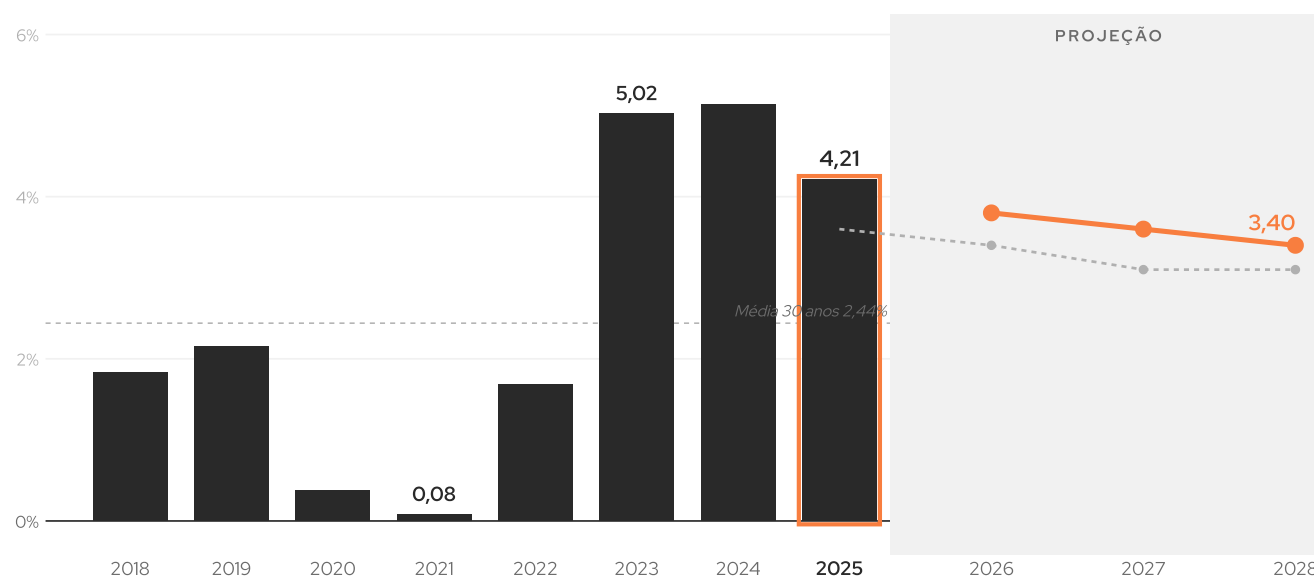


- **Tarifas:** respondem pela maior parte da revisão de 2026 para cima.
- **Petróleo:** a retomada da guerra no Irã adiciona nova pressão de custos.
- **Serviços:** seguem salários e renovações de contrato – a etapa final até 2% é a mais lenta.
- **Expectativas:** seguem ancoradas – o Fed lê o choque como nível de preços, não tendência.

— FED FUNDS • POLÍTICA MONETÁRIA

Os cortes de juros ficam menores e mais tardios – o juro neutro não mudou.

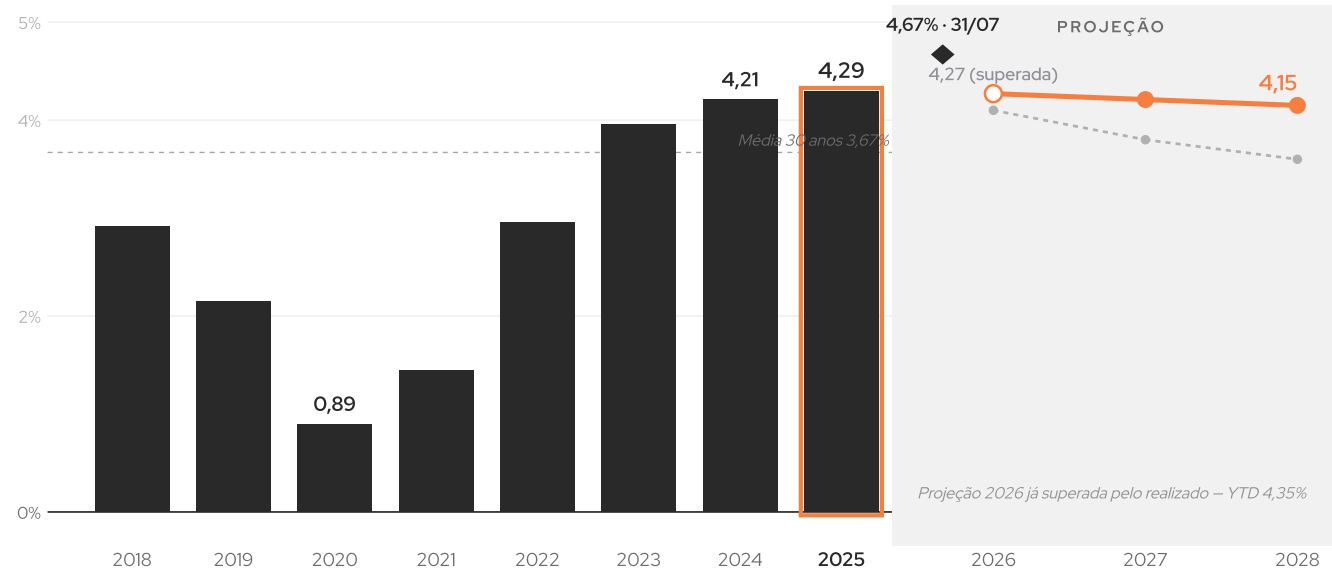
■ Histórico (FRED · FEDFUNDS) — FED SEP · Jun 2026 - - - - Baseline Dez/25 - - - - Média 30 anos (2,44%)



- **Próximo movimento:** o viés do Fed passou de corte para possível alta.
- **Trajectoria:** o Fed pausou e elevou o caminho de 2026–27 junto com a inflação projetada.
- **Alívio restante:** após 150 bps de cortes, o que resta é menor e termina mais alto.
- **Juro neutro:** mantido em 3,1% – o aperto é tarifário e conjuntural, não estrutural.

O Treasury de 10 anos segue acima de 4% – o consenso projeta alívio apenas gradual.

■ Histórico (FRED • DGS10) — SPF • Mai 2026 - - - - Baseline Dez/25 - - - - Média 30 anos (3,67%)



- **Descolamento:** o juro longo quase não respondeu à queda dos juros curtos.
- **Dívida federal:** em 101% do PIB, exige emissão persistente e sustenta os yields.
- **Prêmio de prazo:** a demanda por Treasuries como reserva enfraqueceu e o prêmio volta a subir.

Prêmio de prazo • o retorno extra exigido para carregar título longo.

CONCLUSÕES MACRO

Tarifas e petróleo adiaram os cortes de juros – o custo de capital permanece estruturalmente elevado.

- **O crescimento segue perto da tendência** – a revisão para baixo em 2026 é normalização.
- **A inflação subiu com tarifas e petróleo** – o Fed mantém a trajetória de 2%.
- **Os cortes de juros ficam menores e mais tardios** – o juro neutro não mudou.
- **O Treasury de 10 anos segue acima de 4%** – o consenso projeta alívio apenas gradual.

03

SEÇÃO 03

Setor Multifamily

Crédito, oferta e demanda e formação de preço — a restrição financeira do novo ciclo, onde a recuperação operacional aparece primeiro, e onde está a oportunidade que isso abre.

O que mudou no setor multifamily

CRÉDITO	O volume de financiamentos atingiu o maior nível desde 2021 e o prêmio de risco dos empréstimos caiu, ainda concentrado em refinanciamento.	▲
FUNDAMENTOS	O aluguel virou positivo e o volume de entregas passou do pico neste trimestre.	▲
PRICING	O cap rate subiu bem menos que o custo do empréstimo, estreitando a margem entre os dois.	▼

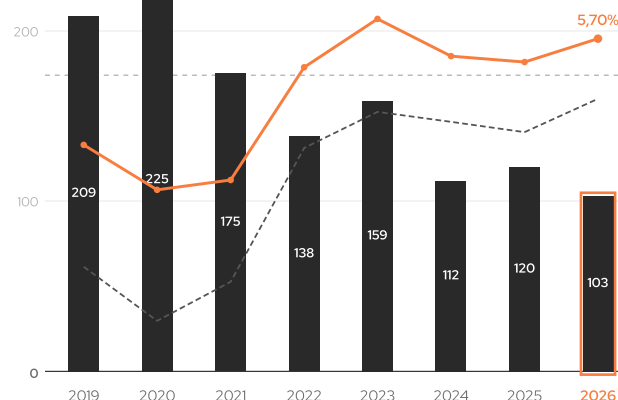
▲▼ DIREÇÃO DO INDICADOR • COR: EFEITO PARA REAL ESTATE

— CRÉDITO • DÍVIDA & LIQUIDEZ

A oferta de crédito reabriu – mas o custo da dívida permanece elevado.

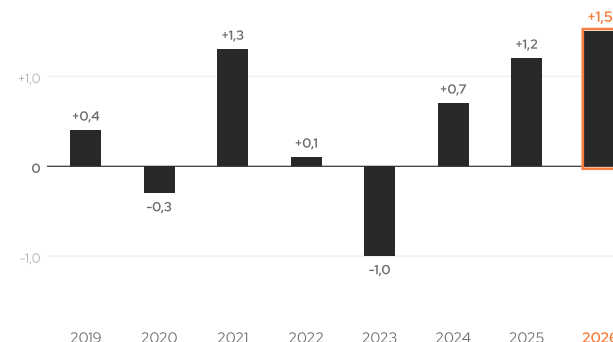
Spread agency derivado & taxa

■ Spread (bps) — Taxa agency --- Treasury 10A



Atividade de crédito (índice CBRE Lending Momentum)

■ Índice · linha zero = neutro



- **Competição:** fundos de dívida e agências disputam as operações e comprimem o prêmio de risco.
- **Custo:** o empréstimo de agência custa 5,70%, com o Treasury 10A ainda elevado.
- **Refinanciamento:** o maturity wall – US\$ 162 bilhões vencendo até 2027 – gera oportunidades em crédito e aquisições.
- **Qualidade:** o crédito de agência segue saudável em multifamily; a inadimplência se concentra no CMBS.

— FUNDAMENTOS · ALUGUEL & OCUPAÇÃO

O aluguel virou positivo com as entregas cedendo – o excesso de oferta é conjuntural.

VACÂNCIA

8,2%

-0,3 pp a/a · comprimindo

CRESCIMENTO DE ALUGUEL

+0,1%

+0,8 pp a/a · virou positivo

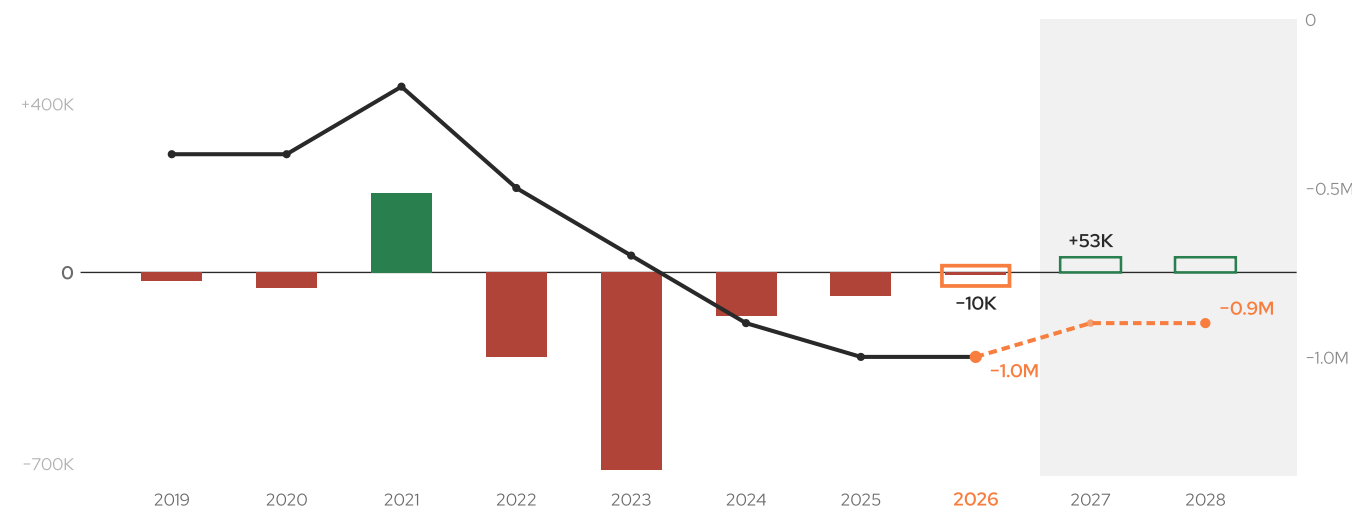
PIPELINE / ESTOQUE

2,7%

-0,5 pp a/a · recuando

BALANÇO OFERTA-DEMANDA · GAP ANUAL + DÉFICIT CUMULATIVO · 2019 → 2028

■ Gap anual negativo ■ Gap anual positivo — Déficit cumulativo - - - Projeção



- **Oferta:** as entregas de hoje são herança do ciclo de juros baixos.
- **Demanda:** segue firme, com o custo de comprar quase 90% acima do de alugar.
- **Início de obras:** recuou ao menor nível da década, e as entregas cedem até 2028.
- **Déficit habitacional:** acumulado desde 2000, sustenta a demanda além do ciclo – emprego e renda ditam a absorção.

— CAP RATES • PRICING

O preço de entrada é o mais barato do ciclo – e o financiamento encareceu no ano.

LIQUIDEZ Volume de Transações (12 meses) SAUDÁVEL

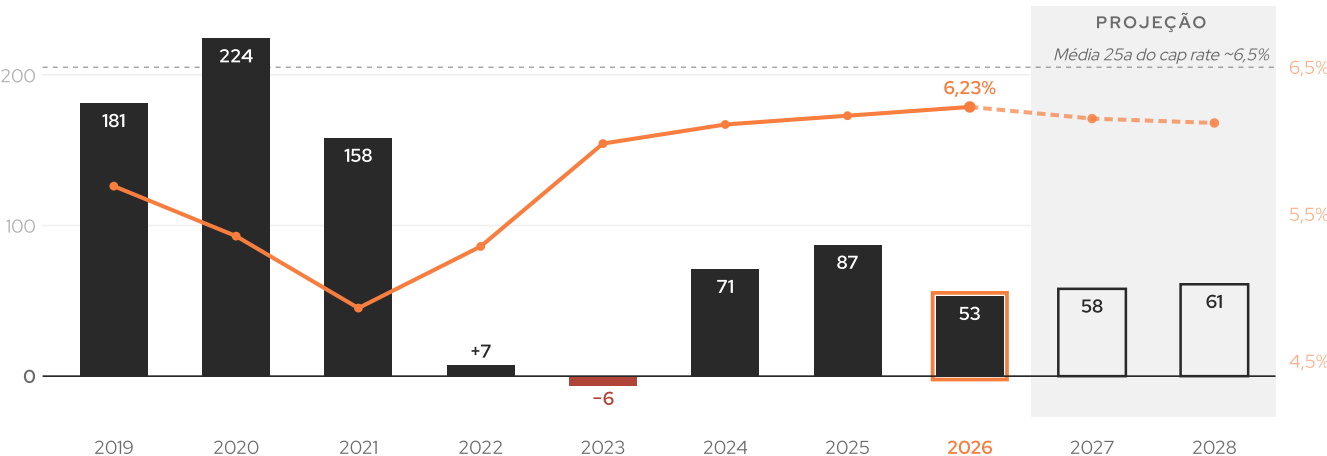
127,6 \$B

+10,8% a/a • recuperando



MARGEM DO CAP RATE SOBRE A DÍVIDA (BPS) VS CAP RATE (%) • 2019 → 2028

■ Margem cap rate – dívida (bps, esq.) — Cap rate (% , dir.) ---- Média 25 anos do cap rate (~6,5%)



- **Repricing:** o preço absorveu o choque de juros e o volume de transações se recupera.
- **Margem do cap rate:** estreitou – o custo da dívida subiu mais que o cap rate.
- **Retorno:** passa a vir do preço de entrada e do NOI, não da dívida.
- **Recuperação:** aluguel e vacância melhoraram, e o cap rate ainda não refletiu a virada.

A janela de entrada **antecede a recuperação plena.**

AS TRÊS CONDIÇÕES DA JANELA DE ENTRADA

PRICING

O preço já corrigiu: comprar hoje custa cerca de 20% menos que no pico de 2022, e o retorno se sustenta no crescimento identificável do NOI, sem depender de nova compressão do cap rate ou de queda do custo da dívida.

CRÉDITO

A concorrência por aquisições segue limitada: o maturity wall – US\$ 162 bilhões vencendo até 2027 – pressiona proprietários a vender e amplia as oportunidades em crédito.

FUNDAMENTOS

A oferta futura está em queda: o pico de entregas passou e o início de novas obras está caindo, enquanto o déficit de cerca de 970 mil moradias sustenta a demanda, desde que o emprego permaneça resiliente.

04

SEÇÃO 04

Cenários

Os três cenários, um por página, do esperado para os desvios: o que dispara cada um e o que ele faz com dívida, fundamentos e pricing.

O custo da dívida cede devagar – o aluguel e a ocupação carregam o retorno.

01 CASO-BASE

CAMINHO ESPERADO

Alívio gradual

A inflação desacelera sem ruptura no emprego, e o Fed corta juros lentamente. A recuperação vem da oferta em queda, não de dinheiro mais barato.

DÍVIDA Cede devagar, para ~5,2% até 2028 – acima do padrão pré-2022

FUNDAMENTOS Vacância recua e aluguéis retomam gradualmente

PRICING Cap rates estáveis – o preço acompanha o aluguel

O QUE SIGNIFICA

O retorno vem do aluguel e da ocupação, não de compressão de cap rate.

O custo da dívida sobe – o crédito preserva o retorno e o equity exige desconto.

02 DOWNSIDE

CONVICÇÃO MÉDIA

Inflação persistente

Tarifas, petróleo e a demanda ligada à IA mantêm a inflação alta, e o Fed interrompe os cortes. Com unidades ainda vazias, o proprietário não repassa a inflação ao aluguel.

DÍVIDA Sobe **acima de 6%** – o nível de 2023, quando as transações pararam

FUNDAMENTOS Seguem o caso-base

PRICING Cap rates sobem e o preço recua além da correção

0 QUE FAZER

Posicione-se no crédito, que mantém demanda nos dois caminhos, e compre só a preço de estresse.

O custo da dívida recua cedo – o equity captura a recuperação, numa janela curta.

03 UPSIDE

CONVICÇÃO BAIXA

Desinflação benigna

A inflação de tarifas se dissipa com o emprego firme, e o Fed retoma os cortes mais cedo. Financiamento e receita melhoram juntos – a única combinação que eleva o preço.

DÍVIDA Recua **abaixo de 5,5%**, antes do previsto

FUNDAMENTOS A ocupação recupera mais cedo e aluguéis aceleram já em 2027

PRICING Cap rates comprimem com a rotação de capital

0 QUE FAZER

Posicione-se no equity e comprometa capital rápido – a janela é curta.

05

SEÇÃO 05

Estratégia & Diretivas

A convicção por estratégia e as diretivas que a traduzem em critério de subscrição.

— CONVICÇÃO POR ESTRATÉGIA • BASE CASE

As estratégias de crédito sustentam alocação ampla – as de equity permanecem seletivas.

#	STRATEGY	TYPE	VERDICT
01	Value-Add	EQUITY	● DEPLOY
02	Mezz / Pref Equity	CREDIT	● DEPLOY
03	Senior Debt	CREDIT	== OVERWEIGHT
04	Core / Core+	EQUITY	○ SELECTIVE
05	BTR	EQUITY	○ SELECTIVE

RATIONALE

- **Crédito:** US\$ 162 bilhões em dívida vencendo garantem demanda por refinanciamento, com spreads ainda amplos.
- **Equity em Deploy:** o retorno vem do desconto na compra e da execução – não da recuperação do mercado.
- **Equity em Selective:** a recuperação de aluguel e ocupação ainda não se confirmou; entrar só com a receita de hoje.

— EXECUÇÃO

Com o custo da dívida **estruturalmente elevado**, a execução exige disciplina em cada premissa.

01

▶ **Seleção de mercado**

Priorizar regiões metropolitanas com base de empregos diversificada no setor privado, fora das atividades mais expostas a tarifas.

02

▶ **Aquisição & Financiamento**

Pagar preço em que a receita de hoje já cubra o custo da dívida **do próprio negócio** – não a média de mercado –, sem embutir queda de cap rate.

03

▶ **Crescimento de aluguel**

Subscrever crescimento de aluguel no ritmo do mercado, e só depois de as entregas do submercado serem absorvidas.

04

▶ **Estrutura de locação**

Privilegiar contratos de locação curtos, com reajuste atrelado à inflação, que segue **acima da meta** até 2028.

05

▶ **Crescimento de despesas**

Fazer despesas operacionais e reservas crescerem no mínimo com a inflação, sem usar o histórico do vendedor como base.

06

▶ **Hold Period**

Exigir saída datada para depois de as entregas do submercado serem absorvidas.

07

▶ **Cap de saída**

Exigir cap rate de saída que **não embuta queda dos juros longos**, e recusar negócio que só fecha com eles abaixo do patamar de hoje.

A margem do cap rate sobre a dívida estreitou 34 bps, para +53 bps: a alavancagem só soma retorno enquanto ela for positiva.

O retorno passa a vir do NOI, não da alavancagem.



DE ONDE VEM O VALOR

Da receita de aluguel e do **desconto de entrada** – não mais de dívida barata ou compressão de cap rate.



DÍVIDA

US\$ 162 bilhões vencem até 2027, e a originação remunera essa demanda contratada em qualquer cenário.



EQUITY

O imóvel custa **~20% menos** que no pico de 2022 e está abaixo do **custo de reposição**, com aluguel em alta.



A JANELA

Entrar **até ~Q2-Q3 2027**, enquanto a oferta nova encolhe; sair em **2027-2028**, quando o financiamento melhora.



Criar valor hoje é selecionar bem e executar melhor.

PREPARADO POR

Ativore Asset Research

contato@ativore.com

MARKET OUTLOOK • EDIÇÃO Q2 2026

Informações Importantes

Material informativo · Pesquisa e análise macroeconômica

AVISO LEGAL

Este material foi preparado pela **Ativore Gestora de Recursos Ltda.** ("Ativore") e destina-se exclusivamente a fins informativos e educacionais. Não constitui oferta, solicitação, recomendação ou compromisso de investimento, nem estabelece acordo vinculante de qualquer natureza.

INFORMAÇÕES & FONTES

Todas as informações fornecidas aqui são baseadas em dados disponíveis no momento da preparação e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Projeções, cenários e opiniões refletem a interpretação da Ativore na data da preparação e baseiam-se em fontes de terceiros (incluindo FED SEP, CBO, IMF, CBRE, CoStar e outras citadas neste material). Embora a Ativore se empenhe em fornecer informações precisas e confiáveis, não são feitas declarações ou garantias, expressas ou implícitas, quanto à completude, precisão ou adequação das informações fornecidas.

DECISÕES DE INVESTIMENTO

Decisões de investimento devem considerar a situação financeira, objetivos e perfil de risco do investidor, e devem ser precedidas de assessoria profissional. Não há garantia de que os profissionais que atualmente trabalham na Ativore continuarão em suas funções, nem de que o desempenho passado seja indicativo de resultados futuros. A Ativore não assume responsabilidade por decisões tomadas com base neste material. Para dúvidas ou informações adicionais, entre em contato diretamente em contato@ativore.com.

CONFIDENCIALIDADE

Este material é estritamente confidencial e destina-se única e exclusivamente ao(s) seu(s) destinatário(s). Não deve ser copiado, reproduzido, transmitido ou distribuído, no todo ou em parte, sem autorização expressa da Ativore.