

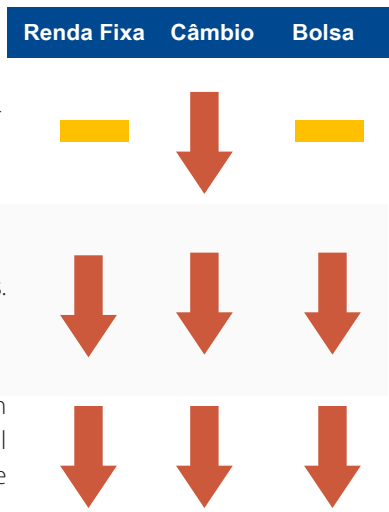


## Sumário

- As taxas de juros globais voltaram a apresentar leve queda em junho, incorporando uma maior probabilidade do início do ciclo de afrouxamento monetário nos EUA.
- As taxas de juros locais voltaram a subir, apesar do movimento global positivo, refletindo um maior ceticismo com relação à política monetária fiscal.
- O dólar se valorizou em junho, principalmente em relação às moedas das grandes economias latino-americanas. O real acompanhou essa desvalorização, apesar de já estar em patamar mais desvalorizado que seus pares.
- A bolsa apresentou uma leve recuperação durante o mês, puxada principalmente pelas ações de empresas de commodities, em função da desvalorização do real.

# Visão do Gestor

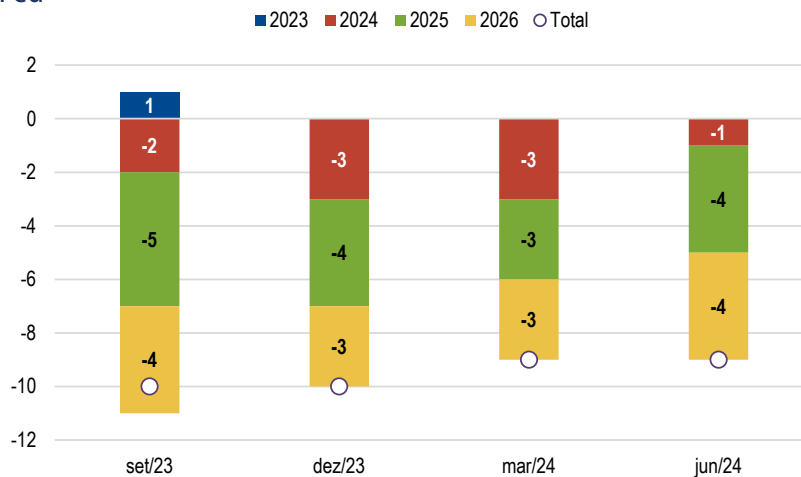
## Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês



## Cenário Global

Junho é o mês em que os diretores do Fed publicam as suas previsões para as principais variáveis macroeconômicas do país, além da trajetória para a taxa básica de juros que avaliam como mais provável dali para frente. No Gráfico 1, podemos observar que, agora em junho, a mediana dos diretores aponta 9 cortes de 25 pontos-base até 2026, sendo um neste ano, 4 em 2025 e mais 4 em 2026. Em relação a março, não houve mudança no total de cortes, mas sim uma postergação: em março, a mediana dos diretores apontava 3 cortes para este ano, 3 em 2025 e mais 3 em 2026.

**Gráfico 1: Previsões do número de cortes de 25 pontos-base por parte dos diretores do Fed**

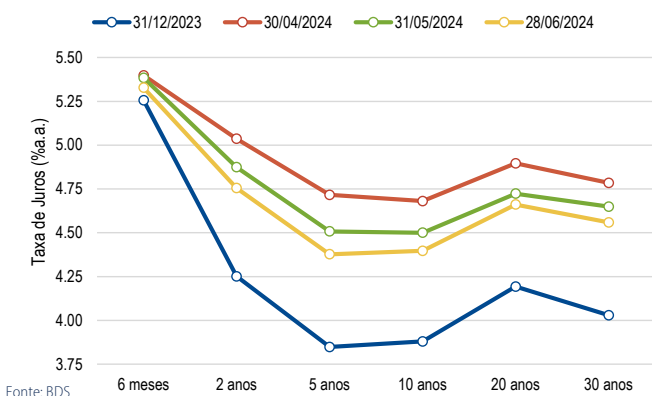


Fonte: Fed

Esta postergação já era esperada, dada a resiliência da inflação e da atividade econômica ao longo deste segundo trimestre. De qualquer forma, a taxa terminal, de 3% no final de 2026, está em linha com nossas projeções.

Mesmo com essa revisão, a curva de juros nos EUA continuou recuando em junho, em um movimento que começou no mês passado, como podemos observar no Gráfico 2. A parte mais longa, no entanto, ainda está em 4,50%, e acreditamos que pode recuar ainda mais, principalmente depois que o Fed iniciar o ciclo de corte das taxas de juros.

**Gráfico 2: Curva de Juros EUA**



No entanto, ainda pairam dúvidas sobre este timing. Dados como o non-farm payroll (criação de empregos urbanos) de maio, que veio em 272 mil contra uma expectativa de 182 mil, ainda coloca dúvidas sobre o real ritmo de desaceleração da economia americana. Por outro lado, o CPI (inflação ao consumidor) de maio, que veio abaixo do consenso (0,0% contra 0,1%), ou as vendas no varejo, que recuaram 0,1% contra um consenso de expansão de 0,2%, podem estar indicando um ponto de inflexão da economia, o que abriria espaço para o Fed iniciar o ciclo de corte de juros já em setembro, que é o nosso cenário-base.

O BCE, por sua vez, e conforme as expectativas, iniciou o seu ciclo de corte de juros, de 4,50% para 4,25%, dado que a atividade econômica no continente europeu vem se mostrando bem mais fraca do que nos EUA. Destaque negativo na Europa vai para a França que, contrariando o movimento das taxas de juros nos mercados desenvolvidos, viu a sua curva de juros elevar-se em cerca de 15 pontos-base, em função das eleições.

As moedas latino-americanas continuaram liderando o ranking de desvalorização em junho em relação ao dólar: peso mexicano (-7,1%), peso colombiano (-6,8%) e real (-6,2%) foram os destaques negativos no mercado global de moedas, talvez ainda influenciadas negativamente pelas eleições no México. No caso brasileiro, também tivemos uma deterioração da percepção da política fiscal.

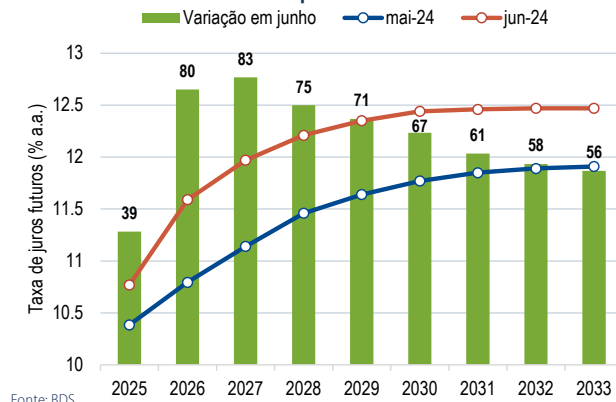
Por fim, a bolsa americana continuou sendo destaque entre as bolsas globais, com alta de 3,5% (S&P500). Os destaques positivos ficaram novamente para as Magnificent 7 (M7): Nvidia, Microsoft, Amazon, Facebook, Apple e Tesla subiram entre 9% e 14%. A única exceção foi Netflix, que subiu “apenas” 6%. Outras empresas menores de tecnologia, como Adobe e Uber, também tiveram performance destacada no mês.

**Cenário Local**

**Renda Fixa**

Nem o bom comportamento dos juros americanos foi suficiente para que os juros locais cedessem. Em meio à crescente desconfiança em relação à real disposição do governo de equilibrar as contas em um horizonte de tempo razoável, e as pressões decorrentes do desequilíbrio fiscal sobre a política monetária, a curva de juros elevou-se mais um pouco em junho, conforme podemos observar no Gráfico 3.

**Gráfico : Curva de Juros prefixados**

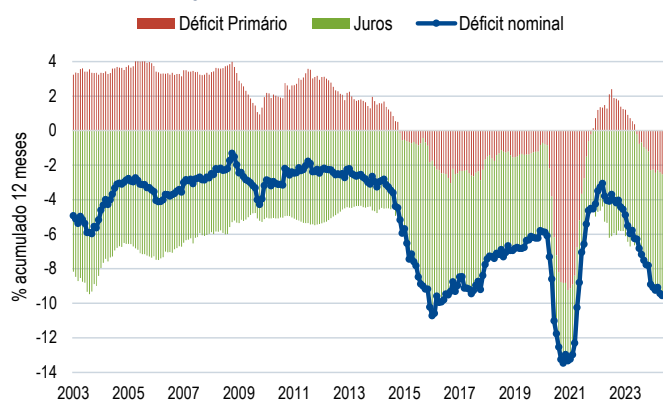


A elevação maior na parte curta/intermediária da curva resultou da avaliação de que a política monetária deverá ser mais apertada daqui para frente. Essa avaliação foi corroborada pela decisão do Copom (dessa vez unânime) pela interrupção do ciclo de queda da Selic em 10,50%, e por uma ata que reforçou a mensagem de preocupação da atual diretoria do BC em relação à crescente desancoragem das expectativas de inflação. O resultado foi a entrada em cena da possibilidade de alta da taxa básica de juros, cenário este que estava descartado até maio. A curva de juros encerrou junho com alta implícita de 200 pontos-base da taxa Selic até o final de 2025. Os cupons das NTN-B também subiram, cerca de 30 a 35 pontos-base ao longo de toda a curva.

O resultado fiscal do mês de maio, anunciado no final do mês, apesar de vir em linha com o consenso, confirmou os temores do mercado de que falta muito para ajustar as contas públicas. O déficit primário acumulado nos últimos 12 meses fechou em 2,53%, muito distante da meta de zero para este ano, ou mesmo um déficit de 0,50%, que é o piso da banda do arcabouço fiscal. Ainda que este valor esteja contaminado pelo pagamento dos precatórios atrasados (cerca de 0,9% do PIB, em dezembro de 2023, o que deve melhorar o número em cerca de 1 ponto percentual no ano fechado de 2024 em relação a hoje), ainda permanece o temor de mudança da meta fiscal para este ano.

Além disso, o déficit nominal (considerando as despesas com os juros da dívida) fechou os últimos 12 meses em 9,57%, um nível muito alto. Lembrando que o recorde dessa medida (fora a época da pandemia, quando os gastos foram excepcionais) é de um déficit de 10,73%, em janeiro de 2016, no ápice da crise de confiança durante o governo Dilma Rousseff. Mesmo considerando o pagamento dos precatórios, trata-se ainda de números excessivamente altos, o que vem deixando o mercado pouco confortável. Há que se considerar também que este número não deve ser aliviado pela redução dos juros, como ocorreu entre 2017 e 2019. O gráfico 4 mostra a evolução do déficit nominal ao longo do tempo.

**Gráfico 4: Evolução do déficit nominal**



Fonte: Banco Central.

## Câmbio

O real desvalorizou-se 6,1% em junho, acumulando desvalorização de 13,2% em 2024. A moeda brasileira não está sozinha. O peso mexicano e o peso colombiano desvalorizaram-se, respectivamente, 7,1% e 6,8% em junho. Mas no acumulado do ano, o real ainda aparece como a moeda que sofreu a maior desvalorização, perdendo até para o iene japonês.

Este movimento tem sido interpretado como uma resposta às incertezas sobre a política fiscal, o que agrega um componente de risco local ao movimento de desvalorização global das moedas em relação ao dólar.

Os crescentes superávits na balança comercial vinham atenuando as oscilações na conta de capital e ajudando a manter o câmbio relativamente estável, e este efeito continua valendo. Alguma reversão nesse movimento de desvalorização pode ocorrer no momento em que ficar claro que o Fed terá espaço para começar a relaxar a política monetária.

Continuamos sendo da opinião de que uma valorização mais consistente da moeda deveria ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais definitivo da questão fiscal.

## Bolsa

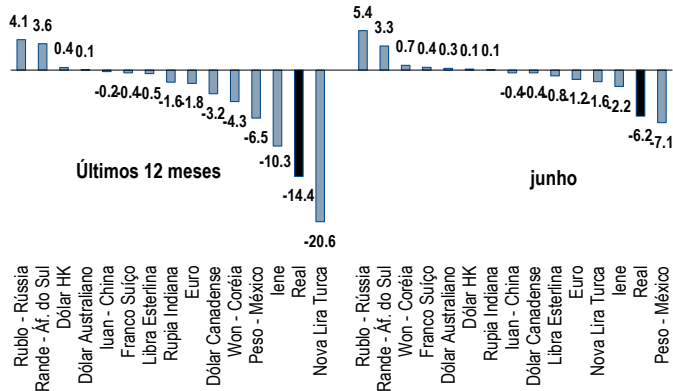
Em junho, a bolsa brasileira, medida pelo IBrX, avançou 1,5%, a primeira alta mensal desde fevereiro. Aqui vemos claramente a distinção entre ações de empresas ligadas ao ciclo econômico doméstico, e que sofrem mais com as taxas de juros mais altas e as incertezas fiscais, e empresas que se beneficiam com o real mais desvalorizado, como Klabin, que subiu 5,5%, ou Weg, que se valorizou 12,4%. Os destaques negativos ficaram por conta das empresas de Educação, como Yduqs, que recuou 14,0, e Cogna, que caiu 4,8%.

Para avaliar o potencial de alta da bolsa neste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,0x ao final deste período (no final de junho, o P/L da bolsa, de acordo com nossas estimativas de crescimento de lucros, fechou em 7,7x). Estimamos crescimento de lucros de 14% em 2024, 9% em 2025 e 10% em 2026. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,0x daqui a um ano (em jun/25), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jun/26) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 21% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jun/24.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 9,8x. Obviamente, um eventual re-rating da bolsa local para múltiplos P/L mais altos é dependente de uma melhora na percepção de risco-país e de uma redução do custo de oportunidade no mercado local (juros reais longos mais baixos).

### Moedas (contra o dólar)

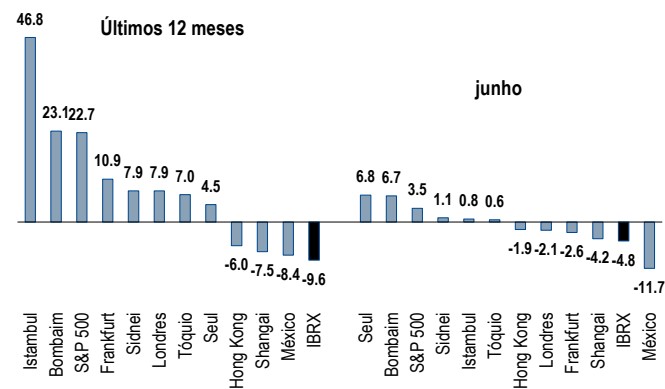
O peso mexicano foi o campeão da desvalorização, em função do resultado das eleições naquele país, com o real logo em seguida, por conta das incertezas no front fiscal.



Fonte: BDS  
Valores em percentual

### Bolsas do mundo (em dólar)

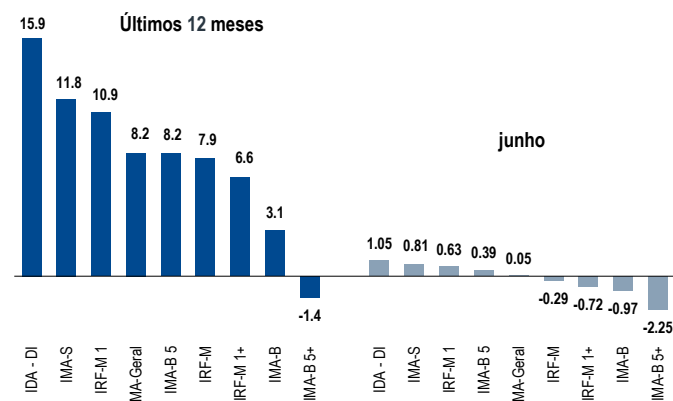
A bolsa mexicana sentiu o resultado das eleições naquele país, mas a bolsa brasileira lidera a desvalorização nos últimos 12 meses.



Fonte: BDS  
Valores em percentual

### Renda fixa local

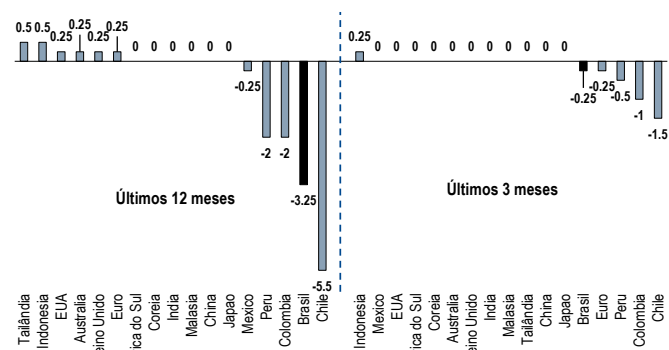
De maneira geral, os prêmios de risco subiram nas curvas de juros prefixados e das NTN-B, em função da deterioração da percepção do risco fiscal local. Com isso, os benchmarks mais longos, principalmente o IMA-B, apresentaram performance inferior neste mês.



Fonte: Anbima/Western Asset  
Valores em percentual

### Taxas básicas de juros - variação

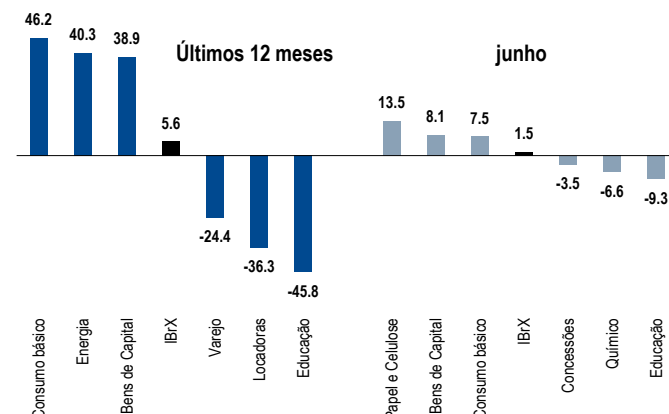
O BCE finalmente iniciou o seu ciclo de queda de juros, juntando-se aos bancos centrais latino-americanos.



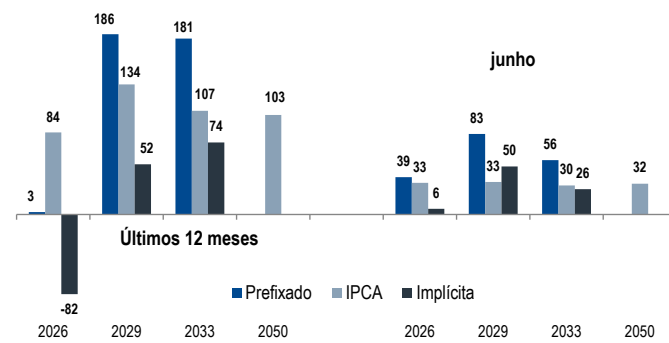
Fonte: Bancos Centrais  
Valores em percentual

### Principais destaques da bolsa

O setor de educação continua sendo o mais penalizado. Por outro lado, setores mais ligados ao câmbio, como papel e celulose, se beneficiaram com a depreciação do real.



Fonte: Economática  
Valores em percentual



Fonte: BM&F/Anbima  
Valores em percentual

*Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada (“Western Asset”) e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.*

*Para obter informações mais detalhadas sobre os produtos da Western Asset (estratégia de investimento, características operacionais, como investir, regulamento, formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais) recomendamos a consulta ao site [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br)*

*Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br) – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP, CEP 04543-011.*

*Caso a solução apresentada pelo SAC não tenha sido satisfatória, acesse a Ouvidoria da Western Asset pelos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5088, em dias úteis, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br); 3) e-mail [ouvidoria@westernasset.com](mailto:ouvidoria@westernasset.com); ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, CEP 04543-011, São Paulo – SP.*

*© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2024. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes, seus respectivos consultores de investimentos e terceiros interessados. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.*