



Sumário

- Sinalizações de que a retomada do ciclo de corte de juros nos EUA esteja próxima ajudaram a curva de juros e a bolsa americana, além de continuar a enfraquecer o dólar.
- Os setores intermediário e longo da curva prefixada apresentaram forte recuo, em função de uma política monetária vista como mais austera, e sinais de desaceleração da inflação e da atividade.
- O real foi a moeda com melhor desempenho no mercado global em junho, provavelmente em função do diferencial de juros reais.
- A bolsa voltou a subir, mas ainda não conseguiu passar da barreira dos 140 mil pontos.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
05/06: algumas declarações de diretores do BC fizeram com que o mercado precificasse parcialmente mais um aumento da taxa Selic.	↓	↑	—
10/06 e 26/06: IPCA e IPCA-15 abaixo do esperado.	↑	—	↑
16/06: sinais de que o conflito no Oriente Médio ficaria contido.	↑	↑	↑
25/06: Congresso derruba o decreto do IOF.	—	↓	↓
30/06: Caged abaixo do consenso.	↑	↑	↑

Cenário Global

Junho marcou a continuidade da pausa na volatilidade global, depois do terremoto do “liberation day” em abril. Mesmo o início (e o fim) das hostilidades entre Israel e Irã, que poderia causar rupturas importantes nos mercados globais, teve efeito limitado nos preços dos ativos. O petróleo chegou a subir quase 25% no mês em seu pior momento, mas fechou com alta de apenas 7%. O VIX, índice de volatilidade da bolsa americana, mal chegou a se mexer em função do conflito, conforme podemos observar no gráfico 1, que mostra a evolução do VIX neste ano.

Gráfico 1: VIX



Observe como o aumento de volatilidade causado pelo “liberation day” no início de abril já ficou para trás, e o mês de junho terminou com a volatilidade próxima das mínimas do ano. A data para o fim da “trégua” de 90 dias estabelecida pelo governo Trump está se aproximando, mas, mesmo assim, os mercados parecem estar apostando em um maior pragmatismo daqui para frente de todos os atores envolvidos.

O BCE decidiu cortar os juros mais uma vez neste ano, na sétima redução seguida da taxa básica de juros. Assim, o BCE acumula corte de 175 pontos-base em sua taxa básica desde setembro do ano passado, que agora está em 2,00%.

Já o FOMC, Comitê de Política Monetária do Fed, reuniu-se e decidiu mais uma vez pela manutenção dos juros, que encontram-se entre 4,25% e 4,50%. A última redução da taxa básica por parte do Fed ocorreu em dezembro do ano passado, e o seu chairman, Jerome Powell, tem se mostrado cauteloso na sinalização de uma retomada do ciclo de cortes. Por outro lado, outros diretores do Comitê, como Michelle Bowman (vice-presidente de supervisão) e Austan Goolsbee (presidente do Fed de Chicago), recentemente deram declarações no sentido de verem espaço para uma antecipação do ciclo de cortes. A questão principal continua sendo as incertezas sobre os impactos do tarifação patrocinado pelo governo Trump na atividade e na inflação, o que explica a cautela de Powell.

Esta calma dos mercados de maneira geral, e a perspectiva de uma antecipação da retomada do ciclo de redução dos juros, foram positivas para os mercados. A curva de juros respondeu positivamente, com um movimento paralelo para baixo de cerca de 15 pontos-base. Por outro lado, o DXY, que mede a performance do dólar contra uma cesta de moedas, continuou em sua tendência de desvalorização, recuando mais 2,5% em junho, e atingindo o menor nível dos últimos 3 anos.

A bolsa americana também voltou às suas máximas, com o S&P500 fechando junho com alta de 5,0%. Os destaques foram as empresas de semicondutores, como Nvidia (+18,1%) e Taiwan Semiconductors (+17,8%), que receberam mais um impulso da indústria de IA, além de outras empresas de tecnologia, como Facebook (+14,8%), Netflix (+11,2%) e Microsoft (+9,0%).

Cenário Local

Renda Fixa

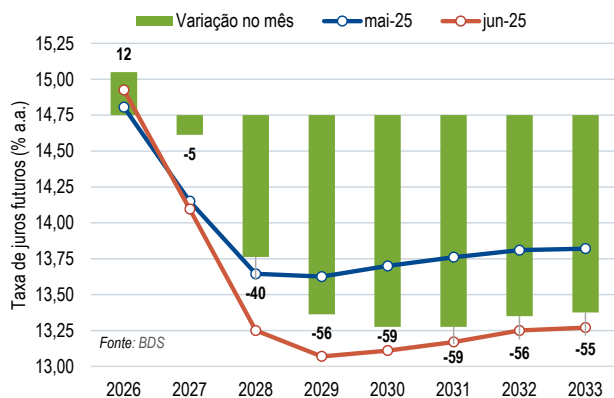
No dia 27/11/2024, o ministro Fernando Haddad anunciou, em cadeia nacional, um pacote de corte de gastos que vinha sendo prometido nos meses anteriores. No entanto, o pacote, com medidas genéricas e pouco detalhadas, veio acompanhado de algo bem concreto: a intenção de isentar de IR rendas até R\$ 5 mil. No dia anterior, o Jan29 fechou pagando 13,09% ao ano. A partir do dia seguinte ao anúncio, iniciou-se uma escalada que terminou apenas no último dia do ano, em 15,71%.

Seis meses depois, no último dia de junho, o Jan29 voltou ao mesmo nível pré-anúncio do ministro Haddad, pagando 13,07% ao ano. Muito aconteceu desde o fatídico 27/11: o BC elevou a Selic em 275 pontos-base (175 pontos-base acima do consenso pré- crise), Trump assumiu e adotou medidas que enfraqueceram o dólar globalmente, o governo Lula perdeu quase 20 pontos de popularidade. Todos esses fatores fizeram com que o mercado incorporasse o cenário de uma inflação que pode recuar ao longo do tempo e de uma mudança de administração em 2026. Essas duas mudanças de cenário pressionaram a curva de juros para baixo neste ano. A questão do equilíbrio fiscal ainda existe e pode pesar sobre a curva de juros, mas não tivemos nenhum fato adicional neste ano que piorasse a percepção em relação ao final do ano passado.

O destaque do mês de junho foi, sem dúvida, a decisão do Copom de realizar um último aumento da Selic, levando a taxa básica para 15,00%. Não que 0,25% faça alguma diferença do ponto de vista de aperto monetário, mas este último aumento teve claramente a intenção de passar uma mensagem de vigilância para o mercado. Funcionou. Enquanto a parte curta da curva de juros subiu ligeiramente, incorporando uma taxa mais alta e a manutenção dessa taxa durante mais tempo, a parte intermediária/longa da curva despencou. O Jan29, por exemplo, recuou 56 pontos-base, indicando espaço para uma redução mais forte da Selic no médio prazo. No entanto, a curva de juros aponta uma Selic média entre 2026 e 2027 de 12,80%, ainda alta considerando uma meta de inflação de 3,00%, o que pode indicar

espaço para recuos adicionais, caso o cenário de desinflação se concretize. O gráfico 2 mostra o movimento da curva prefixada neste mês de junho.

Gráfico 2: Curva de Juros Brasil



Já a curva de NTN-Bs reagiu de maneira bem mais tímida. A parte mais curta subiu por volta de 40 pontos-base, enquanto a parte mais longa recuou somente entre 10 e 15 pontos-base. Esse foi o reflexo do forte recuo da inflação implícita ao longo de toda a curva, em função de uma política monetária percebida como mais hawkish.

Por fim, o crédito privado deu continuidade à tendência do ano, e o IDA-DI voltou a superar o CDI em maio, com alta de 1,17%, contra um CDI de 1,10%. Esta performance foi uma combinação de fechamento dos spreads com um carregamento ainda atrativo.

Câmbio

O real foi a moeda de melhor performance no mercado global, com valorização de 5,4% em junho em relação ao dólar, voltando à cotação de outubro do ano passado. A moeda brasileira está, provavelmente, refletindo a mais restritiva política monetária dentre as principais economias globais, tornando bastante caro o carregamento de posições em moeda estrangeira.

Continuamos sendo da opinião de que a questão fiscal ainda deve permanecer como um fator de pressão dominante no prêmio de risco da moeda, mas que pode ser compensado parcialmente por um eventual enfraquecimento do dólar globalmente, como ocorreu nos últimos meses, e pela continuidade de uma política monetária bastante restritiva. Uma valorização mais consistente do câmbio deveria ocorrer somente com a redução do risco-país, o que depende de um equacionamento mais estrutural da questão fiscal.

Bolsa

A bolsa brasileira continuou apresentando performance razoável em junho, fechando em alta de 1,4%, mas ainda sem sucesso na tentativa de romper a barreira dos 140.000 pontos. Apesar da continuidade do fluxo de estrangeiros procurando barganhas, as incertezas no front fiscal, além de uma política monetária bastante restritiva, parecem ainda pesar sobre a bolsa doméstica.

De qualquer forma, a sinalização do fim do ciclo de alta de juros por parte do BC beneficiou os setores mais ligados à atividade econômica doméstica, dentre os quais se destacaram Consumo Discricionário e Incorporadoras. No setor de Consumo Discricionário tivemos Hypera (+8,2%) e Natura (+5,5%). Dentre as incorporadoras, MRV (+20,4%) foi o grande destaque do mês. Além desses setores, tivemos também a excelente performance de Embraer, que se valorizou 17,6% no mês.

Do lado negativo tivemos a queda de 14,1% de Hapvida no setor de Saúde e 15,9% de Vamos no setor de Locadoras, em função da alta alavancagem da empresa em um ambiente de restrição monetária. Destaque também para Marfrig, que recuou 9,9% depois de sua oferta de compra da BRF.

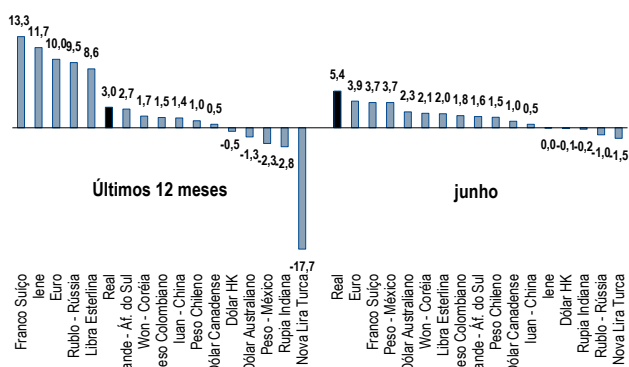
Para avaliar o potencial de alta da bolsa neste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,0x ao final deste período (nível observado no final de junho). Estimamos crescimento de lucros de 19% em 2025, 10% em 2026 e 6% em 2027. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,0x daqui a um ano (em jun/26), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jun/27) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 16% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jun/25.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 8,6x. 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).

Indicador	Mês	Valor	MoM	YoY	Consenso
IPCA	Mai/25	-	0,3%	5,3%	↓
IGP-DI	Mai/25	-	-0,9%	6,3%	↓
Índice de Atividade do BC	Abr/25	-	+0,2%	+2,5%	=
Produção Industrial	Mar/25	-	+1,2%	+3,5%	↑
Vendas no Varejo	Abr/25	-	-0,4%	+4,8%	↑
Vendas de Serviços	Abr/25	-	+0,2%	+1,8%	=
Desemprego	Mai/25	6,2%	-20 bps	-90 bps	↓
Bal. Comercial (1Y - US\$)	Mai/25	56,2bn	-0,9bn	-35,8bn	=
C/C (1Y - % do PIB)	Mai/25	-3,3%	-10 bps	-200 bps	=
Resultado primário (1Y)	Mai/25	+0,2%	+30bps	+270 bps	↓
Resultado nominal (1Y)	Mai/25	-7,6%	+10 bps	+190 bps	
Dívida bruta	Mai/25	76,1%	+20 bps	+30 bps	
Dívida líquida	Mai/25	64,2%	+50 bps	+280 bps	
IPCA 2025	Mai/25	5,2%	-20 bps	+130 bps	
IPCA 2026	Mai/25	4,5%	=	+90 bps	
PIB 2025	Mai/25	2,2%	+10 bps	+20 bps	
PIB 2026	Mai/25	1,9%	+10 bps	-10 bps	
SELIC 2025 (fim do ano)	Mai/25	15,00%	+10 bps	+550 bps	
SELIC 2026 (fim do ano)	Mai/25	12,50%	=	+350 bps	

Moedas (contra o dólar)

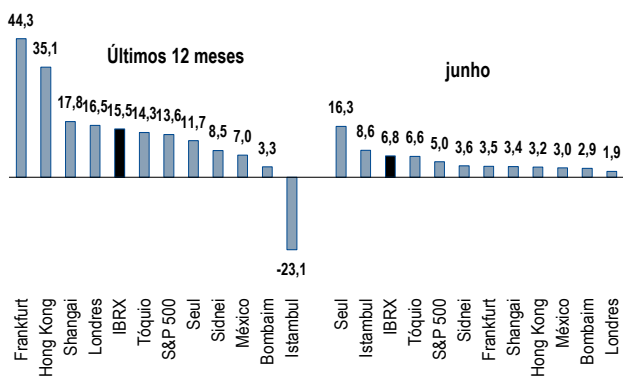
Em mais um mês de desvalorização do dólar, o real novamente se destacou em função do alto diferencial de juros reais em relação a outras economias comparáveis.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

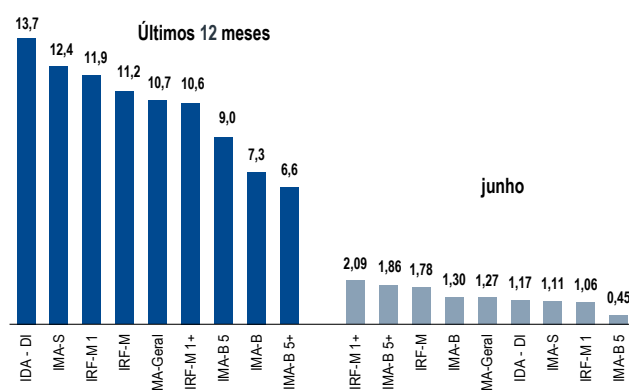
A bolsa brasileira apresentou boa performance em função da valorização do real, mas a questão fiscal ainda pesa em seu desempenho comparativo



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

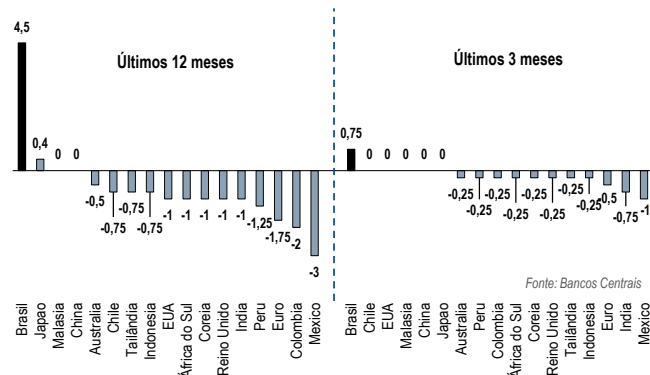
A curva de juros prefixada ganhou inclinação negativa com a decisão do BC de elevar mais uma vez a Selic, beneficiando os vencimentos mais longos. Por outro lado, a parte mais curta da curva real sofreu, em função do recuo da inflação implícita, também em função da postura hawkish do Copom.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

O BC brasileiro continua na contramão do mundo, sendo o único que está em ciclo de alta de juros.

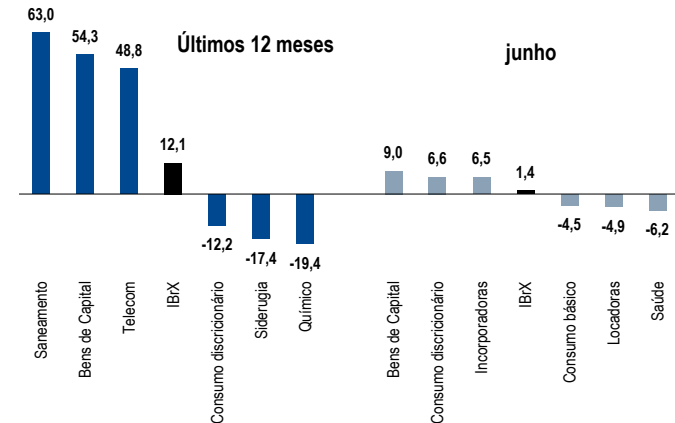


Fonte: Bancos Centrais

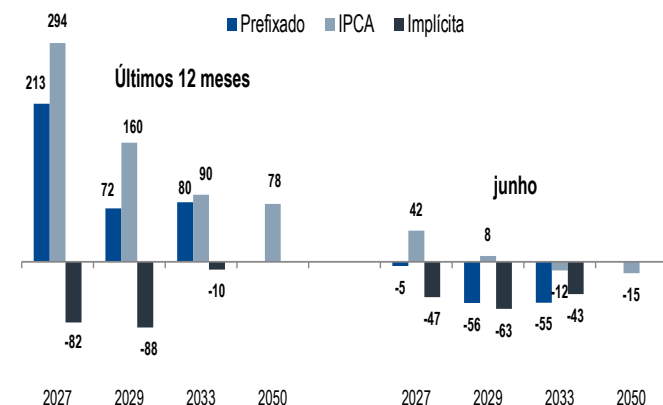
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

A performance da bolsa em junho foi novamente puxada pelos setores que se beneficiam com a perspectiva do fim do ciclo de aperto monetário



Fonte: Econômdica
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 Limitada 2025 ("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.

O Índice S&P 500®, mencionado acima, é uma mera referência econômica, não se tratando de uma meta ou parâmetro a ser seguido. O índice é um produto da S&P Dow Jones Índices LLC ("SPDJ") 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

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 – 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; 3) e-mail 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 Limitada 2025. Esta publicação é de propriedade da Western Asset 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.