



Sumário

- Depois de um primeiro semestre de desvalorização, o dólar recuperou um pouco do terreno, em função da percepção de uma pausa na guerra tarifária.
- A curva de juros voltou a subir, depois de um primeiro semestre positivo, em função do tarifaço contra o Brasil.
- O real seguiu a tendência global e se desvalorizou contra o dólar.
- A bolsa recuou de suas máximas em função do tarifaço e de uma certa recuperação da popularidade do governo.

Visão do Gestor

Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
09/07: o governo Trump anunciou taxaço de 50% sobre todas as exportações brasileiras a partir de 01/08.	↓	↓	↓
10/07: a resposta do governo brasileiro às tarifas americanas foi comedida, sem anúncio imediato de retaliações.	↑	↑	↑
15/07: CPI (índice de inflação ao consumidor) mostrando primeiros sinais de inflação com origem nas tarifas.	↓	—	—
29/07: EUA e China concordaram em estender a trégua na guerra tarifária por mais 90 dias.	↑	—	—
30/07: decreto do governo Trump isentou vários setores do tarifaço.	↑	↑	↑

Cenário Global

A baixa volatilidade dos mercados globais continuou dando a tônica no mês de julho. O Gráfico 1, que traz a evolução do VIX (índice de volatilidade da bolsa americana) neste ano, mostra que a volatilidade continuou recuando em julho, atingindo o seu ponto mais baixo no ano. Trata-se de um fenômeno que tem chamado a atenção do mercado, pois esperava-se uma volatilidade maior em meio às incertezas trazidas pelas últimas medidas patrocinadas pelo governo Trump, em especial as tarifas generalizadas e o BBB – Big Beautiful Bill, a lei aprovada pelo Congresso que acrescenta risco à trajetória da dívida americana. Uma possível explicação é uma certa complacência do mercado em relação aos efeitos dessas medidas no longo prazo. Ou, pode ser apenas o reconhecimento de que essas ações não mudam de maneira fundamental a dinâmica da economia americana, ainda mais porque, como demonstrou mais um adiamento da implementação das taxas aplicadas à China, as medidas finais ainda não são plenamente conhecidas. Somente o tempo dirá.

Gráfico 1: VIX



Enquanto isso, o Fed continuou em sua postura “wait and see”, mantendo a taxa básica de juros no intervalo de 4,25%-4,50%. O comunicado foi um pouco mais dovish, com o colegiado admitindo que houve moderação da atividade econômica no primeiro semestre. No entanto, a entrevista de Jerome Powell pós-reunião não deixou margem a dúvidas de que o Fed vai querer mais do que uma moderação da atividade para reiniciar o ciclo de cortes. De qualquer modo, pela primeira vez neste ano, dois diretores votaram a favor de um corte de 25 pontos-base. Apesar disso, a curva de juros passou a dar somente 20% de chance de um corte em setembro, contra 50% no final do mês passado, mostrando que o mercado está mais alinhado com o discurso cauteloso de Powell. O movimento da curva foi de achatamento, com a ponta curta subindo cerca de 25 pontos-base, enquanto a parte intermediária-longa subiu cerca de 15 pontos-base.

Do outro lado do Atlântico, o ECB interrompeu o ciclo de corte de juros que havia iniciado um ano atrás, e que levou a taxa básica de 4,00% para 2,00%. Ao contrário dos EUA, a atividade na zona do Euro está mais moderada e a inflação encontra-se em torno da meta.

O DXY, depois de passar o primeiro semestre inteiro em movimento de desvalorização, voltou a subir, valorizando-se 3,2% em julho. Esse movimento se deveu principalmente ao adiamento, por mais 90 dias, das tarifas americanas contra a China, o que reverteu parcialmente as expectativas negativas que vinham impulsionando a desvalorização da moeda americana.

A bolsa americana bateu novo recorde de alta, com o S&P500 fechando julho com valorização de 2,2%, impulsionada por mais uma safra de bons resultados das empresas. Alguns destaques positivos foram Synopsis (+24,8%), uma empresa que fornece software para o design de chips, Thermo Fisher (+16,6%), uma empresa que fornece equipamentos de alta tecnologia para a área de saúde, e Nvidia (+12,5%). Do lado negativo tivemos a Novo-Nordisk (-33,5%), produtora do remédio para emagrecimento Ozempic, que vem enfrentando queda nas vendas.

Cenário Local

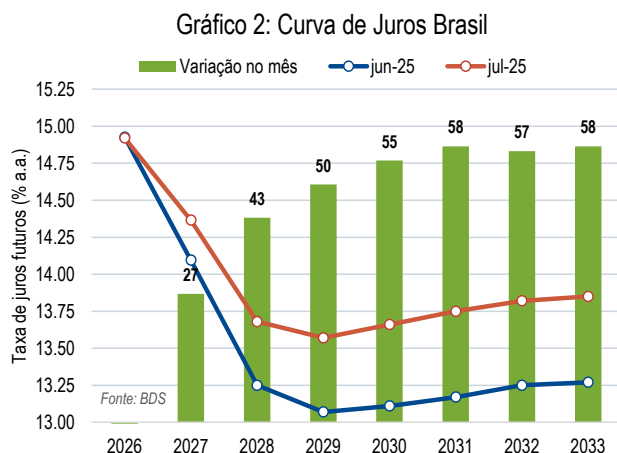
O mês de julho começou com o choque do tarifaço aplicado pelo governo Trump ao Brasil, com a maior alíquota de todas já aplicadas, com exceção da escalada inicial contra a China, que já foi revertida. Misturando questões políticas com comerciais (estas nem mesmo se verificam, pois temos déficit com os EUA), e encontrando um governo com pouca interlocução com o atual mandatário americano, a ameaça do tarifaço afetou setores econômicos importantes, como carnes, café, suco de laranja e aeronaves.

No final, a ordem executiva do governo americano isentou de tarifas cerca de 65% da pauta exportadora brasileira para os EUA, limitando os efeitos econômicos da medida. De qualquer forma, o tarifaço trouxe o Brasil para os holofotes dos investidores globais que, até junho, acreditavam que o País estava a salvo da metralhadora giratória de Donald Trump. Além disso, serviu para reforçar o discurso nacionalista do governo, o que, aparentemente, ajudou a recuperar um pouco de sua popularidade. Assim, investidores estrangeiros que haviam começado a apostar em uma mudança de governo em 2026, diminuíram as suas apostas. Ou seja, o tarifaço acertou dois pilares do “case Brazil” que havia sustentado a alta dos ativos de risco brasileiros no primeiro semestre.

Renda Fixa

Depois do rally do primeiro semestre, a curva de juros local acomodou-se em patamar um pouco mais acima em julho, em função dos eventos ligados ao tarifaço do governo americano descritos acima (veja o gráfico 2).

Gráfico 2: Curva de Juros Brasil



O mesmo ocorreu com a curva de juros reais, ainda que em menor amplitude, fazendo com que a inflação implícita subisse ligeiramente no mês.

Conforme amplamente esperado, o Copom decidiu interromper o ciclo de alta dos juros, mantendo a Selic em 15,00%, mas tomou cuidado em manter uma comunicação bastante hawkish. Além de confirmar a manutenção de uma política monetária “significativamente contracionista por período bastante prolongado”, o colegiado introduziu uma inusitada “continuação na interrupção” do ciclo de alta dos juros para as próximas reuniões, evitando o termo “encerramento do ciclo”. Nessa linha, adicionou um “não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso julgue necessário”. Todo esse cuidado se justifica pelo fato de termos inflação corrente e expectativas ainda bem acima da meta, e uma atividade econômica que tem apresentado apenas “certa moderação” e um mercado de trabalho “ainda bastante dinâmico”. Ou seja, mesmo com os juros na Lua, a economia pouco respondeu, ainda, ao aperto monetário, o que deixa o BC em uma situação delicada. Por isso, a pausa serve apenas para “examinar os impactos acumulados do ajuste já realizado”.

De qualquer forma, a curva de juros terminou o mês de julho embutindo algum corte de juros, em um modesto movimento de afrouxamento monetário a se iniciar em março do ano que vem. Nosso cenário-base é que a política monetária muito restritiva acabará por ter efeito na atividade, levando a abrir espaço para uma redução de juros mais acentuada do que o que está precificado na curva.

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 1,44%, contra um CDI de 1,28%. Esta performance foi uma combinação de fechamento dos spreads com um carregamento ainda atrativo.

Câmbio

O real seguiu a tendência global e desvalorizou-se 3,0% em relação ao dólar. Apesar de ter sido a principal vítima do tarifaço do governo Trump em julho, o real não se destacou de maneira especialmente negativa em relação a outras moedas.

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, como todos os outros ativos de risco brasileiros, acabou sendo afetada pelo tarifaço anunciado pelo governo americano. Assim, a bolsa fechou em baixa de 4,2% (IBrX), destacando-se negativamente em relação a outras bolsas globais. No caso da bolsa, além do risco sistêmico, tivemos a materialização do risco específico de alguns setores mais afetados, como aeronaves e carnes. No final do mês, no entanto, as ações de Embraer, que havia sido a empresa mais afetada, recuperaram-se ao constar da lista de exceções.

Os setores mais afetados no mês foram aqueles mais sensíveis ao ciclo econômico doméstico, os mesmos que haviam se beneficiado pela perspectiva do fim do aperto monetário. Por exemplo, Localiza recuou 14,5%, Lojas Renner caíram 16,4% e Natura desvalorizou-se 18,3%. Por outro lado, as empresas de commodities performaram bem, em função da valorização do dólar no mês. Petrobrás (+4,0%), Vale (+1,5%) e Suzano (+1,8%) são exemplos. Embraer, que chegou a cair 14,5% no mês, em função do tarifaço dos EUA, fechou em alta de 4,7% quando a ordem executiva foi publicada isentando aeronaves.

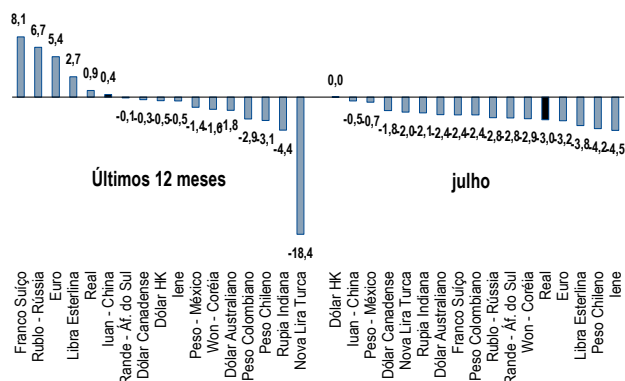
Para avaliar o potencial de alta da bolsa neste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,0x ao final deste período (o nível observado no final de julho era de 7,6x). Estimamos crescimento de lucros de 19% em 2025, 10% em 2026 e 6% em 2027. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,0x daqui a um ano (em jul/26), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até jul/27) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 22% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em jul/25.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 8,4x. 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	Jun/25	-	0,2%	5,4%	↑
IGP-DI	Jun/25	-	-1,8%	3,8%	↓
Índice de Atividade do BC	Mai/25	-	-0,7%	+4,1%	↓
Produção Industrial	Mai/25	-	-0,5%	+3,3%	=
Vendas no Varejo	Mai/25	-	-0,2%	+2,1%	↓
Vendas de Serviços	Mai/25	-	+0,1%	+3,6%	=
Desemprego	Jun/25	5,8%	-30 bps	-110 bps	↓
Bal. Comercial (1Y - US\$)	Jun/25	54,6bn	-0,4bn	-32,7bn	↓
C/C (1Y - % do PIB)	Jun/25	-3,4%	-10 bps	-210 bps	↓
Resultado primário (1Y)	Mai/25	+0,2%	=	+230 bps	↑
Resultado nominal (1Y)	Mai/25	-7,3%	+30 bps	+250 bps	
Dívida bruta	Mai/25	76,6%	+50 bps	-20 bps	
Dívida líquida	Mai/25	64,6%	+40 bps	+240 bps	
IPCA 2025	Jun/25	5,1%	-10 bps	+110 bps	
IPCA 2026	Jun/25	4,4%	-10 bps	+80 bps	
PIB 2025	Jun/25	2,2%	=	+30 bps	
PIB 2026	Jun/25	1,9%	=	-10 bps	
SELIC 2025 (fim do ano)	Jun/25	15,00%	=	+525 bps	
SELIC 2026 (fim do ano)	Jun/25	12,50%	=	+350 bps	

Moedas (contra o dólar)

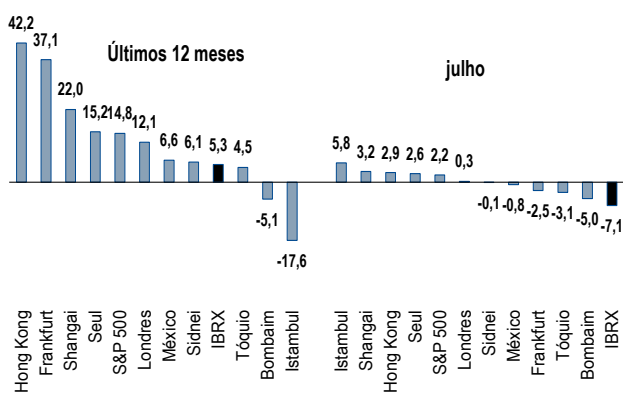
O dólar conseguiu recuperar parte de seu valor perdido nos últimos meses, e se valorizou em relação às principais moedas globais.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Bolsas do mundo (em dólar)

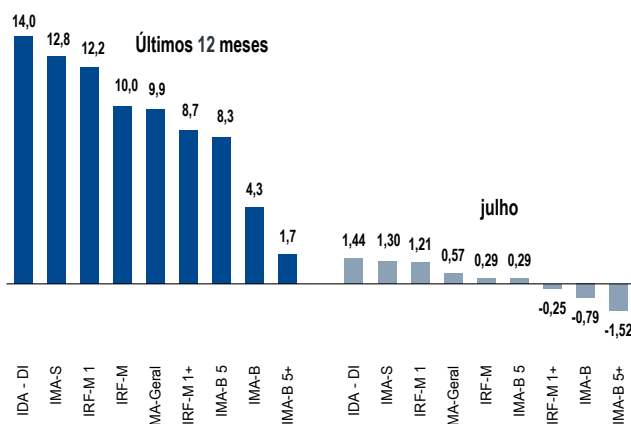
A bolsa brasileira foi a de pior performance em dólar no mês, em função do tarifaço do governo Trump.



Fonte: BDS
Valores em percentual

Renda fixa local

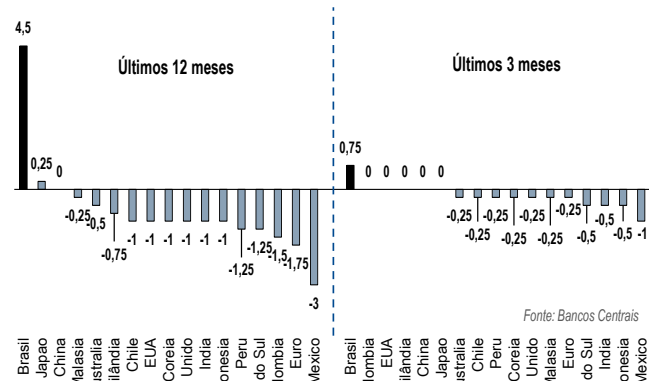
Julho foi um mês de perdas para posições em juros. Os IMA-Bs voltaram a ser o “patinho feio” da renda fixa, com o aumento dos juros reais afetando a sua rentabilidade. Os juros prefixados também subiram, mas como os IMAs prefixados têm duration menor, acabaram por sofrer menos.



Fonte: Anbima/Western Asset
Valores em percentual

Taxas básicas de juros - variação

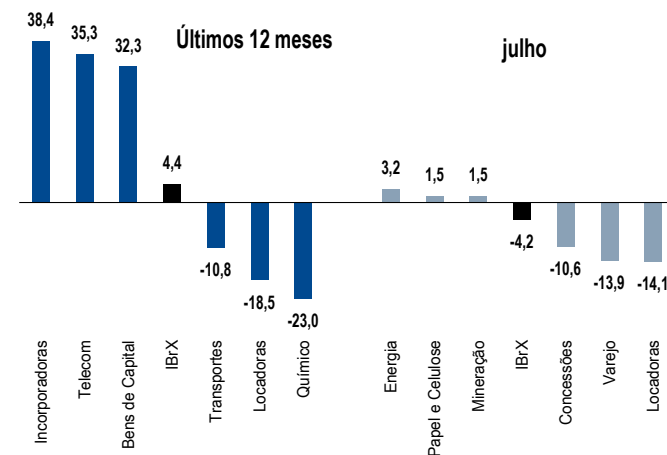
Apesar de ter encerrado o ciclo de aperto monetário, o BC brasileiro continua na contramão do mundo, sendo o único que vinha aumentando os juros recentemente.



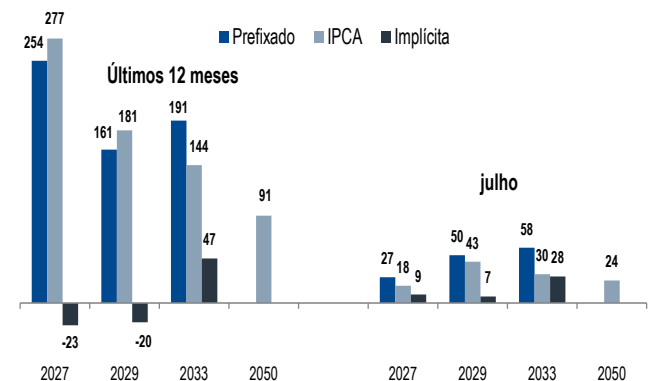
Fonte: Bancos Centrais
Valores em percentual

Principais destaques da bolsa

Os setores mais sensíveis ao ciclo econômico doméstico foram os que puxaram a bolsa para baixo em julho, em função das incertezas trazidas pelas tarifas dos EUA.



Fonte: Economatica
Valores em percentual



Fonte: BM&F/Anbima
Valores em percentual

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material de divulgação, constituem julgamento dos gestores da Western Asset baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio.

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 ("SPDJII") 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.