



## Sumário

- O comportamento do mercado global foi basicamente determinado pela perspectiva de reinício do ciclo de cortes de juros por parte do Fed já em setembro.
- A curva de juros local recuou para perto das mínimas do ano, seguindo a tendência global e recuperando-se do impacto das tarifas americanas. O real seguiu a tendência global e se desvalorizou contra o dólar.
- A bolsa recuperou-se do tombo de julho e voltou a encostar em sua máxima histórica, principalmente em função da perspectiva de corte de juros nos EUA.

# Visão do Gestor

## Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

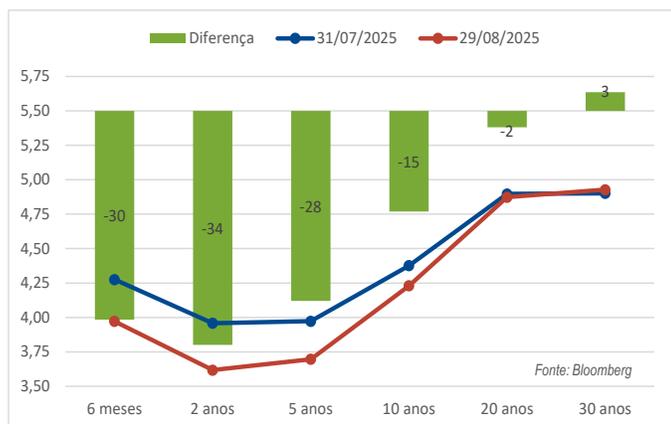
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
01/08: payroll abaixo das expectativas e forte revisão para baixo dos dados de meses anteriores.	↑	↑	—
12/08: IPCA abaixo das expectativas.	↑	↑	↑
19/08: dúvidas sobre os efeitos da Lei Magnitsky no sistema financeiro nacional.	↓	↓	↓
26/08: Trump demite uma diretora do Fed.	↓	↓	↓
28/08: Pesquisa da Atlas mostra Tarcísio numericamente à frente de Lula se o 2º turno das eleições fosse hoje.	↑	—	↑

## Cenário Global

O primeiro dia de agosto deu o tom do que seria o humor dos mercados para o restante do mês, quando da divulgação de uma criação de empregos (non-farm payroll) abaixo de expectativas já baixas (73 mil contra consenso de 110 mil), além da revisão dos números de junho (de 147 mil para apenas 14 mil) e de maio (de 144 mil para somente 19 mil). Esses números bastante fracos de criação de empregos, além de resultarem na demissão sumária da chefe do Bureau de Estatísticas de Emprego (BLS) por parte de Donald Trump, enviaram aos mercados o sinal que faltava para apostarem com mais convicção no reinício do ciclo de cortes de juros na reunião do FOMC de setembro. No final de julho, a probabilidade de corte em setembro era de 40%, probabilidade que subiu para 88% em agosto.

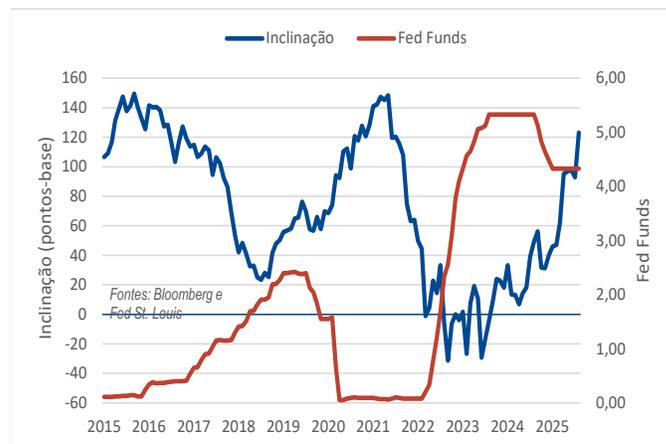
No entanto, somente a parte curta da curva de juros manteve os ganhos do início do mês. As partes intermediária e longa acabaram sendo afetadas pelas incertezas sobre a governança americana, conforme podemos observar no Gráfico 1.

## Gráfico 1: Curva de Juros EUA



Além da demissão da chefe do BLS (citada acima), o presidente Donald Trump também demitiu (ou vem tentando demitir) a diretora do Fed Lisa Cook, por um suposto falso testemunho em uma declaração de empréstimo hipotecário. Estas intervenções em instituições supostamente independentes levaram os mercados a colocarem mais prêmio no setor mais longo da curva de juros. A inclinação 5 anos-30 anos aumentou de 90 pontos-base para 125 pontos-base em agosto, atingindo o mais alto nível dos últimos 4 anos, quando a taxa básica de juros estava em zero, e o Fed estava sendo visto como atrasado no aumento da taxa básica de juros (Gráfico 2).

## Gráfico 2: Inclinação 5y-10y



Agora é o justo oposto, e o Fed está sendo visto, por uma parte do mercado, como atrasado para cortar os juros, o que deveria levar a uma redução da inclinação da curva de juros. Portanto, a atual inclinação se deve, muito provavelmente, a um mix de percepção de aumento de risco institucional aliado ao risco fiscal que já vinha afetando anteriormente o mercado de treasuries.

O dólar, medido pelo índice DXY, desvalorizou-se 2,2%, refletindo a perspectiva de afrouxamento próximo da política monetária. Assim, o dólar voltou a encostar nas mínimas do ano, depois de ter se recuperado parcialmente em julho.

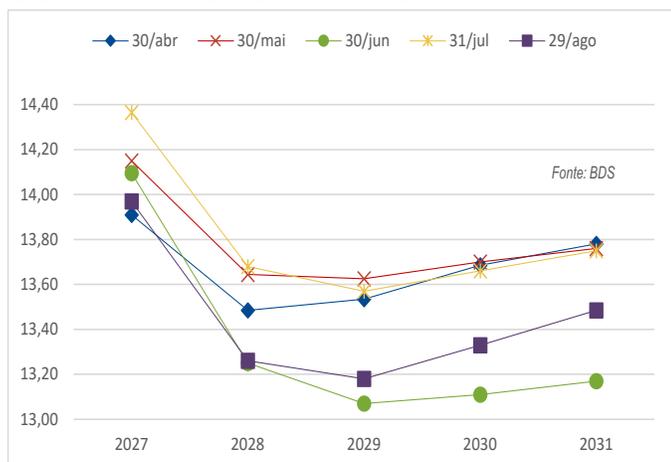
Já a bolsa parece não estar sendo afetada por esses eventos. Os resultados das empresas, em geral acima das expectativas, têm sustentado o S&P500. Ao fim da temporada de balanços, cerca de 80% das empresas do S&P500 divulgaram resultados, em média, 8% acima das expectativas. Assim, o S&P500 fechou o mês em alta de 1,9%, com a performance mista das Magnificent 7: enquanto Apple (+10,5%) e Alphabet (+10,4%) se destacaram positivamente, Microsoft (-3,7%) e Facebook (-3,6%) ficaram para trás.

## Cenário Local

### Renda Fixa

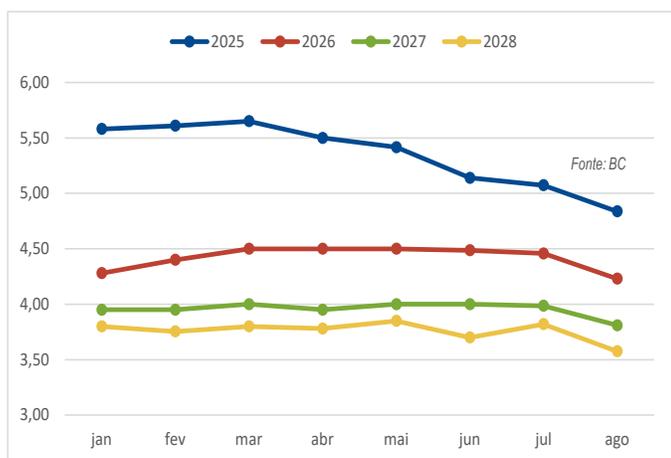
Números de atividade e de inflação abaixo das expectativas refletiram-se na curva de juros, que voltou próximo ao ponto mais baixo do ano. Mas a verdade é que, depois de março, a curva tem oscilado em uma faixa de 40 a 60 pontos-base, a depender do vencimento, sem uma tendência firme (Gráfico 3).

**Gráfico 3: Curva de Juros desde Abril**



Esta aparente estabilidade, depois de uma queda dos juros significativa no 1º trimestre, pode estar indicando um mercado à espera de mais evidências de que o BC terá espaço para praticar uma política monetária bem mais acomodatória do que os 12,50% de taxa Selic embutida na curva de juros ao fim do ciclo de cortes, no final de 2026. Além dos dados correntes de inflação e atividade econômica, que têm vindo na direção desejada pelo BC, as expectativas do Focus podem ser essa chave que faça o mercado apostar em um ciclo mais agressivo de cortes. No Gráfico 4 podemos observar que o mês de agosto marcou o ponto mais baixo das expectativas de inflação no ano para todos os horizontes.

**Gráfico 4: Expectativas Focus para o IPCA**

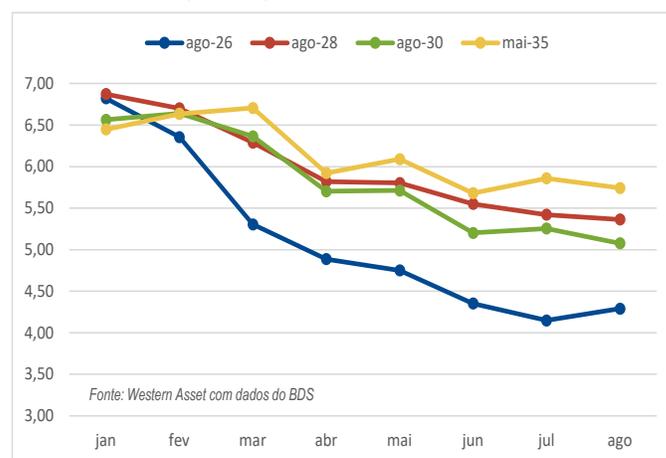


Este é o copo meio cheio. O copo meio vazio é que, apesar da queda, as expectativas estão ainda distantes da meta, mesmo em horizontes mais longos, quando se esperaria uma ancoragem na meta. Neste caso, a questão fiscal é determinante, e somente com um plano sério para o reequilíbrio das contas públicas essas expectativas mais longas poderão ser ancoradas. Para os horizontes mais curtos, no entanto, o que importa é a política monetária, que vem funcionando para reancorar lentamente as expectativas. O nível esperado de inflação, no entanto, está ainda muito distante da meta, o que leva o mercado a ficar mais cauteloso com relação aos próximos passos do BC.

O resultado é este equilíbrio de curto prazo, em que a curva de juros tem oscilado em torno de uma Selic terminal de 12,50% nos últimos meses.

Mas não são somente as expectativas do Focus que vêm recuando. A inflação implícita nas NTN-Bs também vem refletindo o cenário de uma inflação esperada menor, conforme podemos observar no Gráfico 5. No entanto, ao contrário da expectativa do Focus, o nível de inflação esperada é menor no curto prazo, indicando um prêmio ainda bastante elevado para carregar NTN-Bs longas, o que demonstra o peso que a questão do desequilíbrio fiscal tem imposto ao mercado

**Gráfico 5: Inflação implícita nas NTN-Bs**



Por fim, pela primeira vez no ano o IDA-DI rendeu abaixo do CDI (1,10% contra 1,16%), em um indicativo de que os spreads de crédito talvez tenham encontrado um patamar de equilíbrio.

**Câmbio**

O real seguiu a tendência global e valorizou-se 3,1% em relação ao dólar, atingindo o seu maior nível do ano. A política monetária muito restritiva, na contramão do mundo, combinada com a perspectiva de afrouxamento da política monetária americana, foram determinantes para este movimento, sobrepujando os efeitos incertos das tarifas comerciais.

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 recuperou-se com louvor do tombo do mês de julho, que havia caído em função do tarifaço imposto pelo governo Trump, e subiu 6,2% em agosto, fechando na máxima histórica (pelo IBrX). Esse foi o efeito da perspectiva do reinício do ciclo de cortes de juros nos EUA já no mês de setembro, o que acabou beneficiando todas as bolsas globalmente.

Os setores mais beneficiados no mês foram aqueles mais sensíveis às taxas de juros. Por exemplo, no setor de concessões, Ecorodovias e Motiva subiram, respectivamente, 26,0% e 18,7%, enquanto no setor de incorporadoras, tivemos como destaque MRV (+27,6%) e Direcional (+18,9%), ambas na faixa de baixa renda.

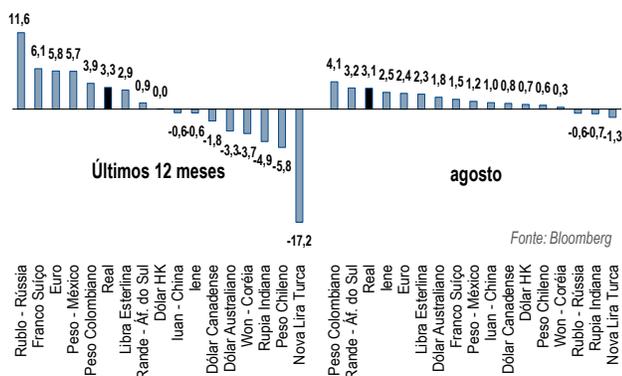
Para avaliar o potencial de alta da bolsa neste ponto, estimamos o crescimento dos lucros nos próximos 12 meses e assumimos um P/L de 8,0x ao final deste período (o mesmo nível observado no final de agosto). Estimamos crescimento de lucros de 19% em 2025, 10% em 2026 e 6% em 2027. Considerando, portanto, que a bolsa esteja com um P/L projetado de 8,0x daqui a um ano (em ago/26), e assumindo o crescimento projetado dos lucros para os 12 meses seguintes (até ago/27) conforme descrito acima, o IBrX deveria subir cerca de 15% nos próximos 12 meses, considerando o seu preço de fechamento em ago/25.

Há que se observar que o P/L considerado para este exercício está abaixo da média dos últimos 5 anos, de 8,3x. 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	Jul/25	-	0,3%	5,2%	↓
IGP-DI	Jul/25	-	-0,1%	2,9%	↑
Índice de Atividade do BC	Jun/25	-	-0,1%	+1,2%	↓
Produção Industrial	Jun/25	-	+0,1%	-1,3%	↓
Vendas no Varejo	Jun/25	-	-0,1%	+0,3%	↓
Vendas de Serviços	Jun/25	-	+0,3%	+2,8%	↑
Desemprego	Jun/25	5,8%	-30 bps	-110 bps	↓
Bal. Comercial (1Y - US\$)	Jul/25	53,9bn	-0,5bn	-32,8bn	↓
C/C (1Y - % do PIB)	Jul/25	-3,5%	-10 bps	-210 bps	↓
Resultado primário (1Y)	Jul/25	-0,2%	-40bps	+200 bps	↑
Resultado nominal (1Y)	Jul/25	-7,9%	-60 bps	+200 bps	
Dívida bruta	Jul/25	77,6%	+90 bps	+10 bps	
Dívida líquida	Jul/25	65,5%	+100 bps	+320 bps	
IPCA 2025	Ago/25	4,8%	-30 bps	+70 bps	
IPCA 2026	Ago/25	4,2%	-20 bps	+60 bps	
PIB 2025	Ago/25	2,2%	=	+10 bps	
PIB 2026	Ago/25	1,9%	=	-10 bps	
SELIC 2025 (fim do ano)	Ago/25	15,00%	=	+550 bps	
SELIC 2026 (fim do ano)	Ago/25	12,00%	-50bps	+300 bps	

### Moedas (contra o dólar)

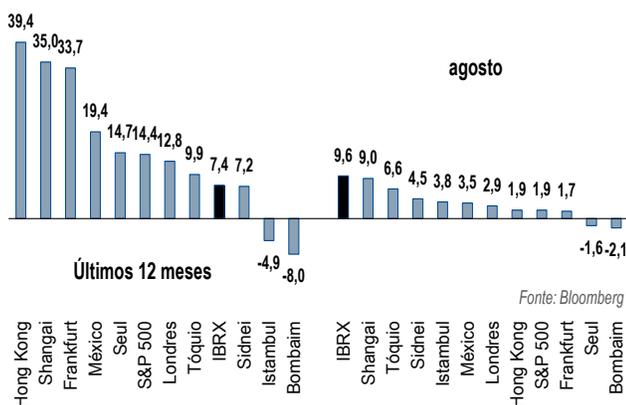
Mais um mês de desvalorização generalizada do dólar, com o real se destacando positivamente em função da melhora das expectativas de inflação.



Fonte: BDS  
Valores em percentual

### Bolsas do mundo (em dólar)

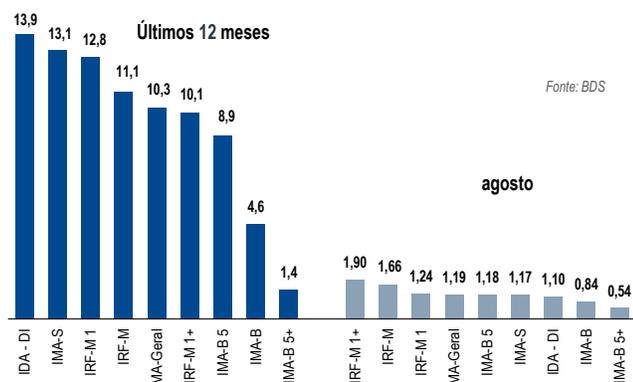
Mês positivo para as bolsas globais, com destaque positivo para a bolsa brasileira, que se beneficiou da perspectiva de antecipação do ciclo de corte de juros nos EUA.



Fonte: BDS  
Valores em percentual

### Renda fixa local

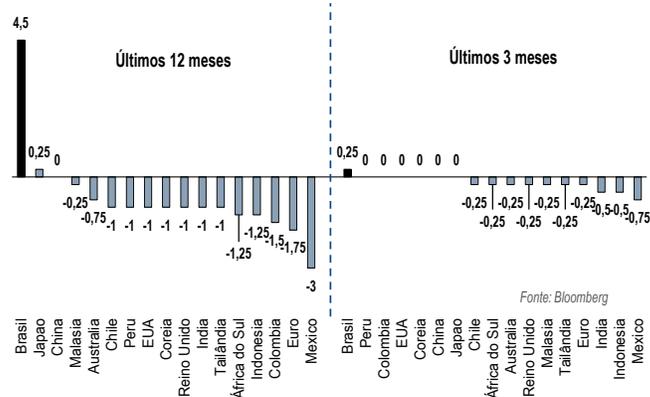
Mais um mês de redução da inflação implícita, com as taxas nominais recuando mais do que as taxas reais nos setores curto e intermediário da curva. O IDA-DI, que mede a performance do crédito privado, ficou atrás do IMA-S pela primeira vez desde dezembro.



Fonte: Anbima/Western Asset  
Valores em percentual

### Taxas básicas de juros - variação

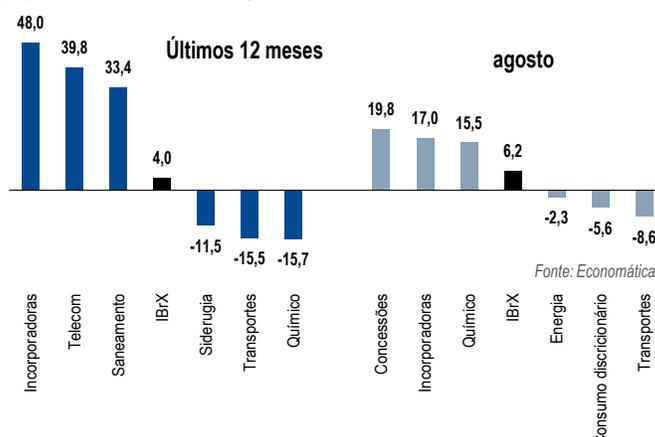
Apesar de ter encerrado o ciclo de aperto monetário, o BC brasileiro continua na contramão do mundo, sendo o único que vinha aumentando os juros recentemente.



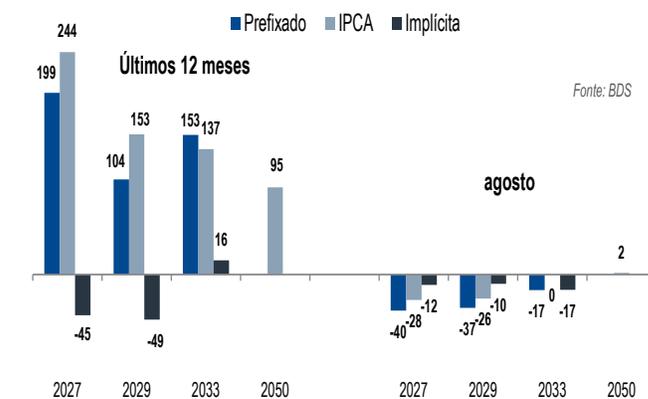
Fonte: Bancos Centrais  
Valores em percentual

### Principais destaques da bolsa

A performance da bolsa em agosto foi liderada por setores mais sensíveis às taxas de juros, com o aumento da probabilidade de antecipação do ciclo de corte de juros.



Fonte: Economática  
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.

A Western Asset Management Company Limitada não realiza a distribuição ou venda de cotas de Fundos, exceto aqueles de sua própria gestão e para determinados investidores institucionais. Se houver qualquer dúvida sobre a forma de aquisição de cotas, procure um distribuidor habilitado.

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](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 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.