

# Visão do Gestor

## Sumário

- Com a retomada na guerra do Golfo, o dólar voltou a se enfraquecer globalmente e o petróleo voltou a subir.
- Houve novamente aumento da inclinação da curva de juros no mercado local, com a perspectiva de continuidade do processo de calibração da Selic, mesmo com a deterioração do balanço de riscos.
- O real valorizou-se 1,8% no mês, seguindo a tendência de todas as principais moedas.

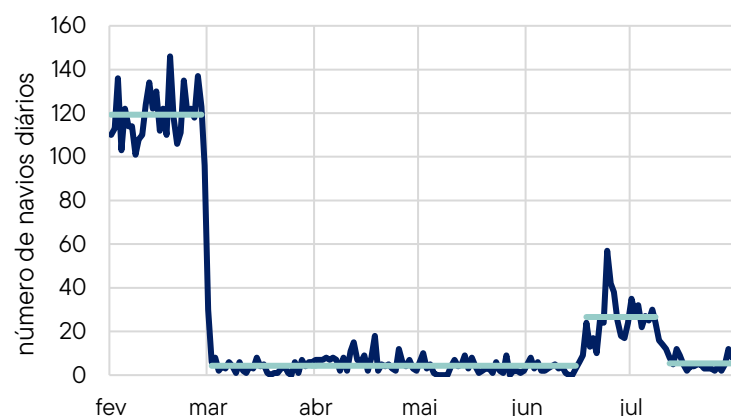
## Fatos Que Marcaram Os Mercados No Mês

|                                                                 | Renda Fixa                                                                          | Câmbio                                                                                | Bolsa                                                                                 |
|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 07/07: O governo Trump anuncia o fim do acordo de paz com o Irã |  |  |  |
| 10/07: IPCA de junho bem abaixo das expectativas.               |  |  |  |
| 28/07: IPCA-15 de julho bem abaixo das expectativas.            |  |  |  |

## Cenário Global

Não durou nem um mês o acordo de paz entre Estados Unidos e Irã. Repleto de contradições internas, não havia mesmo como mantê-lo, e as partes retomaram as hostilidades, agora envolvendo outros atores e ameaçando também o fechamento do estreito de Bab el-Mandeb, no Mar Vermelho, o que seria muito prejudicial para as exportações da Arábia Saudita. No estreito de Hormuz, depois de ensaiar uma normalização, a passagem de navios voltou ao mesmo nível que prevaleceu desde o início da guerra até o acordo de paz de junho, conforme podemos observar no Gráfico 1.

**Gráfico 1: Número de Navios comerciais passando pelo estreito de Ormuz**



Fonte: Bloomberg

O efeito no mercado de petróleo não se fez esperar, com os preços chegando a atingir US\$ 100/barril no pior momento, e fechando o mês perto dos US\$ 90/barril (Gráfico 2). Talvez não tenhamos ainda atingido os picos anteriores de preços porque o mercado pode estar esperando que, em algum momento, o governo americano seja levado a desenhar algum tipo de acordo para normalizar os fluxos de petróleo, dada a pressão que esses preços exercem sobre a inflação nos EUA. Além disso, a China, maior consumidora do petróleo exportado pelos países do Golfo, conseguiu reduzir a sua demanda de maneira significativa, seja pelo uso de suas reservas estratégicas, seja pela substituição ou simples corte do uso. De um nível de 12 milhões barris/dia antes da guerra, a China importa, hoje, cerca de 7 milhões barris/dia, o que, em um mercado apertado, faz diferença.

**Gráfico 2: Petróleo Brent**



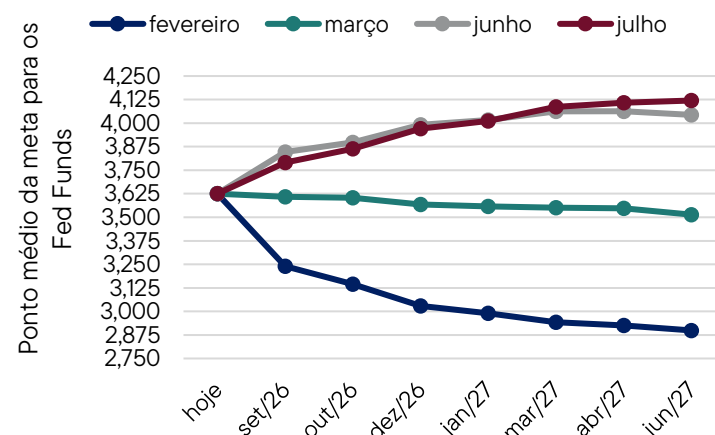
Fonte: Bloomberg

Este choque, que se torna cada vez menos temporário, complica a vida dos banqueiros centrais ao redor do mundo. No caso do Fed, que já vinha encontrando dificuldade para fazer a convergência final da inflação americana para a meta, significa a quase certa necessidade de voltar a apertar a política monetária. Na reunião de julho, três integrantes do Comitê de Política Monetária (FOMC) divergiram da decisão do colegiado de manter a taxa básica no atual patamar, preferindo uma alta de 25 pontos-base. A curva de juros fechou o mês com uma probabilidade um pouco menor de alta em setembro do que vinha apontando em junho, mas embutindo probabilidade de praticamente 100% de mais um aumento de mesma magnitude até junho do ano que vem, conforme podemos observar no Gráfico 3.

Note que em fevereiro, antes da guerra, a curva embutia três cortes de 25 pontos-base no mesmo prazo, o que representa uma reviravolta de 125 pontos-base em 4 meses.

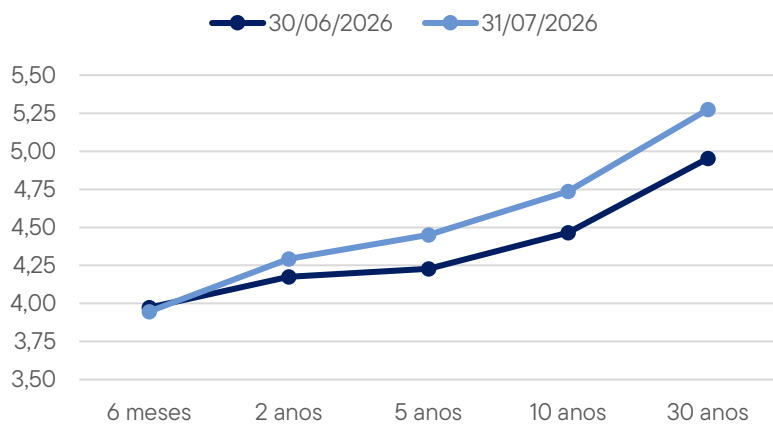
Outro movimento importante, e que vamos encontrar também no mercado brasileiro, foi o aumento da inclinação da curva de juros. No caso americano, os títulos de 10 e 30 anos subiram cerca de 30 pontos-base, contra apenas 10 pontos-base no caso dos títulos de 2 anos e estabilidade no caso dos títulos de 6 meses (Gráfico 4). Ou seja, apesar de apostar em uma elevação dos juros, o mercado embutiu um prêmio pelo risco inflacionário na curva como um todo. Esse movimento talvez tenha acontecido em função da mensagem confusa do novo presidente do Fed, Kevin Warsh, que vem se empenhando em não dar nenhum forward guidance, mantendo o mercado completamente no escuro sobre os próximos movimentos do colegiado. O efeito dessa nova postura é o aumento da desconfiança dos agentes em relação à função de reação do Fed, o que leva a embutir um maior prêmio na curva de juros.

**Gráfico 3: Tax dos Fed funds implícita na curva de juros**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4: Curva de Juros EUA**



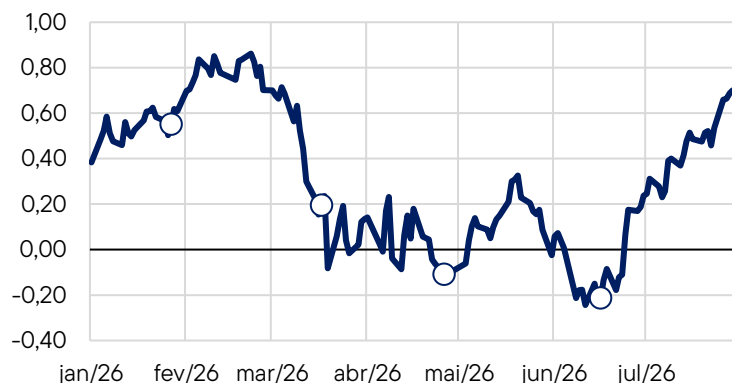
No mercado de moedas, o dólar (medido pelo DXY) vinha mais ou menos estável ao longo do mês, mas desvalorizou-se após a reunião do Fed, em função das dúvidas em relação à política monetária, e fechou o mês com queda de 1,2%. Destaques para o peso colombiano (alta de 8,8%), em função da perspectiva de mudança de política econômica naquele país, e para o won coreano (valorização de 7,6%), por conta de uma política monetária mais apertada.

Por fim, as bolsas globais continuaram refletindo a tensão entre o entusiasmo e as dúvidas com relação à precificação das empresas relacionadas à IA, face aos grandes investimentos em infraestrutura necessários para manter o seu crescimento. Bolsa símbolo dessa tensão, Seul recuou nada menos do que 22,1% no mês (na moeda local), mas continua liderando a rentabilidade das bolsas globais nos últimos 12 meses, com valorização acumulada de 103% neste período, também em moeda local. O S&P500 fechou julho praticamente estável, em um mês de baixa volatilidade no mercado americano, com destaque positivo para Microsoft (+24,3%) em função de resultados acima das expectativas, e negativo para Tesla (-30,4%), que apresentou resultados decepcionantes e altos investimentos em inteligência artificial.

### Cenário Local

A curva de juros local continuou o movimento de inclinação iniciado após o Copom de junho, conforme podemos acompanhar no Gráfico 5, onde mostramos a diferença entre o Jan35 e o Jan28, com os círculos brancos marcando as reuniões do Copom

**Gráfico 5: Inclinação 2028-2035**



Fonte: Bloomberg

O aumento da inclinação normalmente indica uma elevação da percepção de risco inflacionário sem uma sinalização mais concreta de ação por parte do BC. Note que a inclinação recuou no início do mês de março, dada a perspectiva de uma política monetária mais apertada (ou menos frouxa) do que a que havia antes do início da guerra. Com isso, houve um aumento significativo das taxas mais curtas, que não foi acompanhado em sua totalidade pelas taxas mais longas, resultando em uma redução da inclinação.

Este patamar mais baixo de inclinação permaneceu por 3 meses, até o Copom de junho, quando o BC decidiu pelo terceiro corte de juros e deixou a porta aberta para mais. Neste período, as expectativas de inflação para 2027 se elevaram 40 pontos-base e, para 2028, 30 pontos-base, afastando-se ainda mais da meta. Claro que um choque de oferta como o representado pelos preços do petróleo deve ser acomodado nas bandas de flutuação da meta. Além disso, a taxa de juros real encontra-se em um nível bastante elevado. Tudo isso foi considerado pelo mercado nos últimos 3 meses, e mesmo com as expectativas de inflação subindo e o BC continuando a implementar o seu plano de voo de pequenos cortes consecutivos, a inclinação vinha se comportando bem.

No entanto, há um limite para a acomodação de um choque exógeno, e esse limite parece ter sido atingido. Concomitantemente, há um outro fator de risco que esteve sempre presente, mas sua manifestação nos preços dos ativos não é linear e direta, podendo se manifestar sem prévio aviso: o risco fiscal.

No final do mês, o Tesouro publicou as estatísticas fiscais do final de junho. Voltamos a atingir um déficit nominal de 10% do PIB, nível que só havia sido alcançado durante a pandemia e, antes disso, no final do governo Dilma (Gráfico 6).

**Gráfico 6: Déficit Nominal do Setor Público Consolidado**



Fonte: BC

Observe como o aumento do déficit nos dois primeiros anos do governo Lula guarda semelhança com o aumento observado entre o final do governo Dilma 1 e o início do governo Dilma 2. O déficit recua nos governos Temer e Bolsonaro (com exceção do período da pandemia), com a retomada da alta no governo Lula. Uma parte dessa alta se deve ao pagamento de precatórios represado no governo anterior. Mas outra parte foi fruto de uma certa leniência do Novo Arcabouço Fiscal.

Com o fim do pagamento dos precatórios atrasados, o déficit recuou para cerca de 8% do PIB, mas voltou a aumentar a partir do segundo semestre do ano passado, e voltou a atingir, agora, 10% do PIB.

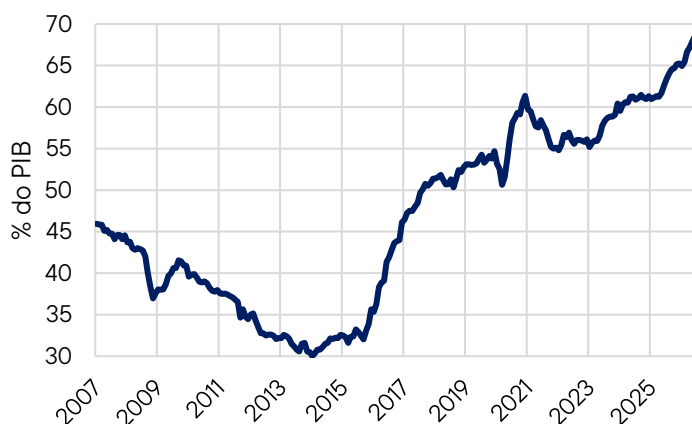
Com esse nível de déficit nominal, a dívida pública assumiu uma trajetória de alta insustentável (Gráficos 7A e 7B). A dívida líquida, por sua vez, desde 2025 vem batendo recorde atrás de recorde, atingindo o nível mais alto da série histórica. Nada disso é propriamente uma novidade, mas o déficit nominal de dois dígitos é uma barreira psicológica importante, e que pode acionar gatilhos de reação dos mercados.

**Gráfico 7A: Dívida Bruta do Setor Público Consolidado**



Fonte: BC

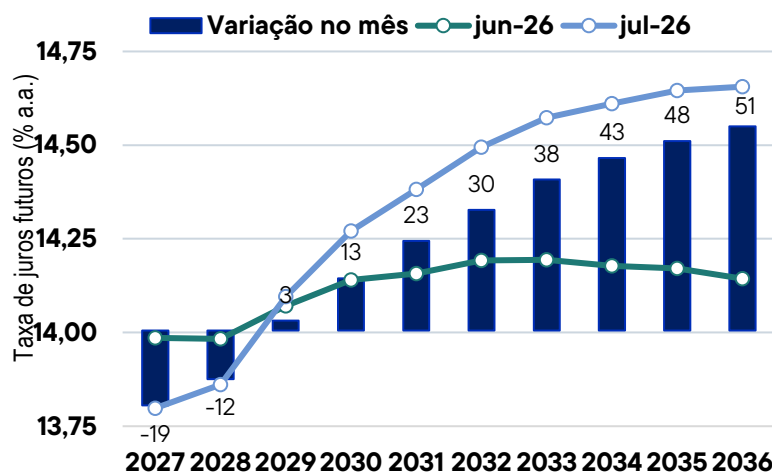
**Gráfico 7B: Dívida Líquida do Setor Público Consolidado**



Fonte: BC

O Gráfico 8 mostra o movimento da curva de juros prefixados em junho, em que podemos observar a magnitude desse movimento de inclinação, que chegou a 70 pontos-base entre os vértices 2027 e 2036.

**Gráfico 8: Curva de Juros Brasil**



Fonte: Bloomberg

Já no caso dos juros reais, a curva das NTN-Bs mostrou um aumento relevante da inflação implícita. Por exemplo, no vencimento 2029, a implícita subiu 30 pontos-base, com o pré permanecendo praticamente inalterado e o cupom da NTN-B de mesmo vencimento recuando 30 pontos-base. Este movimento foi o inverso do observado em junho, quando os cupons das NTN-Bs subiram de maneira relevante.

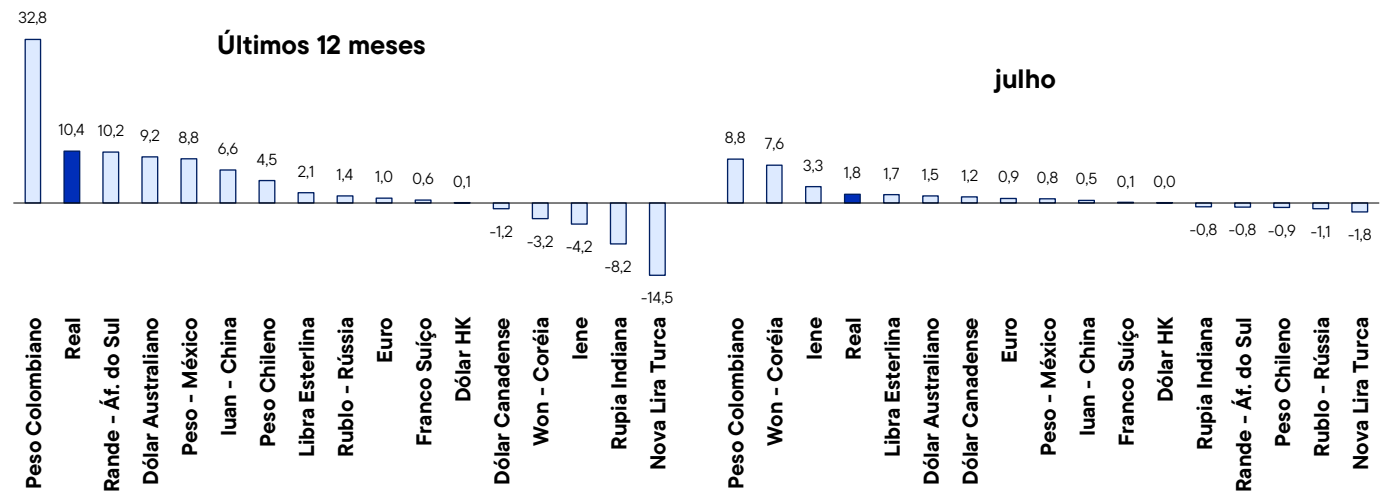
Com relação ao crédito, continuamos a observar uma acomodação dos spreads no mercado secundário, e uma ainda tímida tentativa de retomada de emissões no mercado primário corporativo. O IDA-DI teve performance acima da do CDI (1,39% contra 1,22%), indicando a continuidade da normalização do mercado de crédito privado.

O real valorizou-se 1,8% em julho, seguindo a tendência global de desvalorização do dólar. As condições de curto prazo, principalmente a política monetária mais apertada, têm predominado na precificação do real, levando o mercado a colocar em segundo plano a questão fiscal, que vem se deteriorando, e poderá, em algum momento, pressionar a moeda de maneira mais decisiva.

|                           | Indicador                  | Mês    | Valor   | MoM     | YoY      | Consenso |
|---------------------------|----------------------------|--------|---------|---------|----------|----------|
| Inflação                  | IPCA                       | Jun/26 | -       | +0,2%   | 4,6%     | ↓        |
|                           | IGP-DI                     | Jun/26 | -       | -0,8%   | +3,6%    | =        |
| Atividade Econômica       | Índice de Atividade do BC  | Mai/26 | -       | +0,1%   | +0,8%    | ↑        |
|                           | Produção Industrial        | Mai/26 | -       | -0,2%   | +0,2%    | ↓        |
|                           | Vendas no Varejo           | Mai/26 | -       | -0,2%   | -0,6%    | ↓        |
|                           | Vendas de Serviços         | Mai/26 | -       | -0,4%   | +0,4%    | ↓        |
|                           | Desemprego                 | Jun/26 | 5,4%    | -10 bps | -80 bps  | =        |
| Contas Externas           | Bal. Comercial (1Y - US\$) | Jun/26 | 71,0 bi | +3,6 bi | +16,3 bi | =        |
|                           | C/C (1Y - % do PIB)        | Jun/26 | -2,5%   | +15 bps | +105 bps |          |
| Contas Fiscais (% do PIB) | Resultado primário (1Y)    | Jun/26 | -1,2%   | -5 bps  | -135 bps | ↓        |
|                           | Resultado nominal (1Y)     | Jun/26 | 10,0%   | -40 bps | -270 bps |          |
|                           | Dívida bruta               | Jun/26 | 81,9%   | +90 bps | +560 bps |          |
|                           | Dívida líquida             | Jun/26 | 68,5%   | +60 bps | +590 bps |          |
| Expectativas Focus        | IPCA 2026                  | Jul/26 | 5,0%    | -30 bps | +60 bps  |          |
|                           | IPCA 2027                  | Jul/26 | 4,2%    | +5 bps  | +20 bps  |          |
|                           | PIB 2026                   | Jul/26 | 2,0%    | =       | +10 bps  |          |
|                           | PIB 2027                   | Jul/26 | 1,6%    | +10 bps | -40 bps  |          |
|                           | SELIC 2026 (fim do ano)    | Jul/26 | 13,75%  | -25 bps | +125 bps |          |
|                           | SELIC 2027 (fim do ano)    | Jul/26 | 12,00%  | =       | +150 bps |          |

Moedas (contra o dólar)

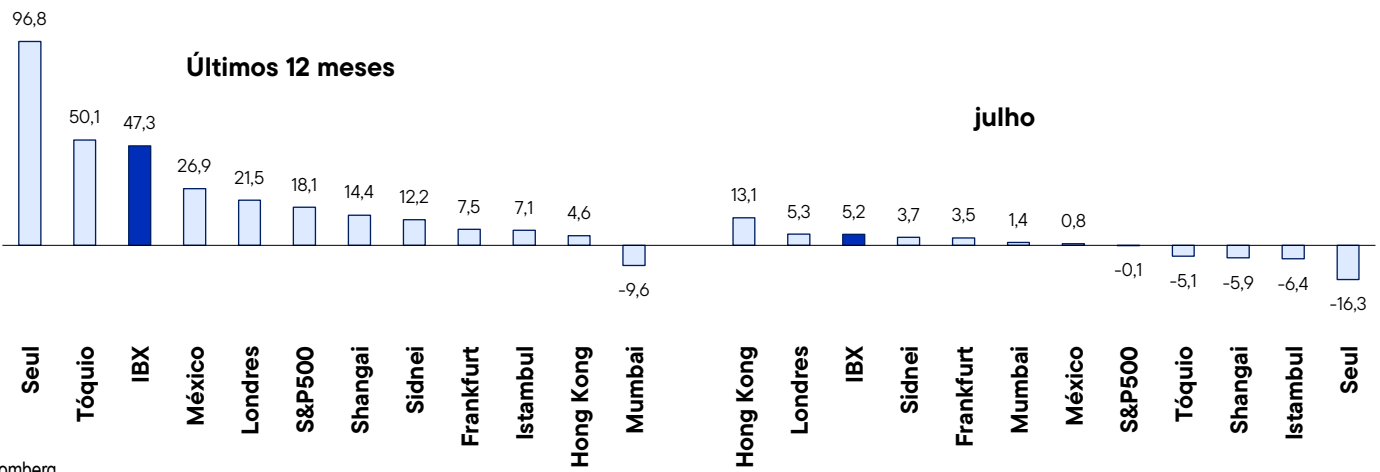
Em um mês de estabilidade do dólar, o peso colombiano e o won coreano foram os destaques positivos.



Fonte: Bloomberg

Bolsas do mundo (em dólar)

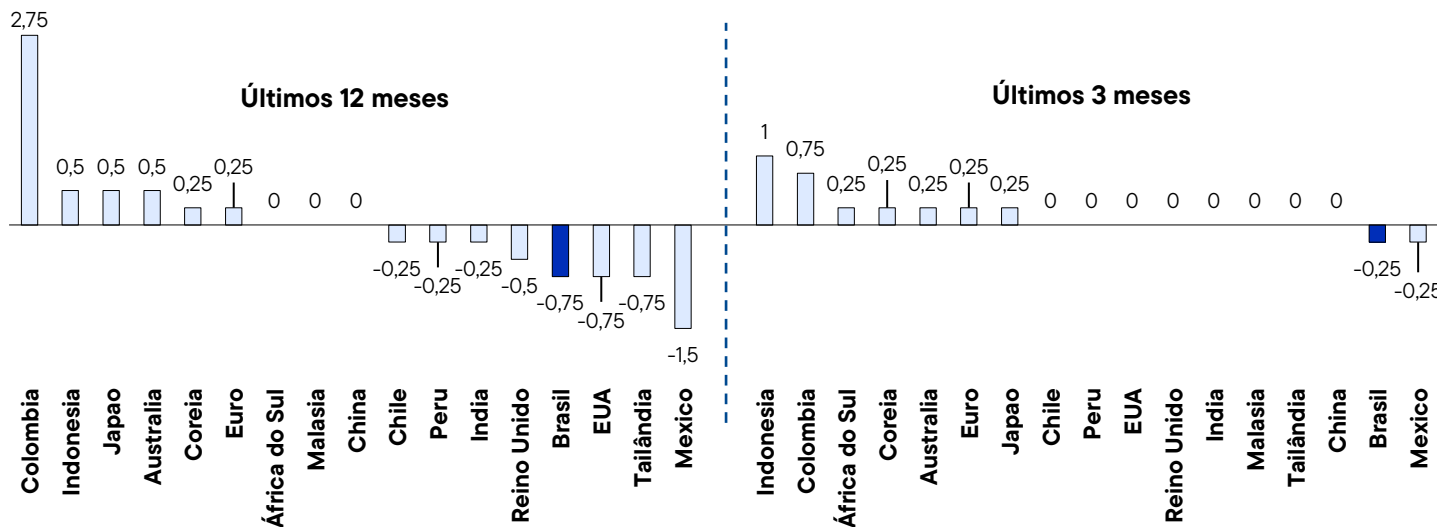
A bolsa de Seul continua sendo a mais volátil do mundo, em função das apostas na perspectiva de investimentos e resultados da inteligência artificial.



Fonte: Bloomberg

Taxas básicas de juros - variação

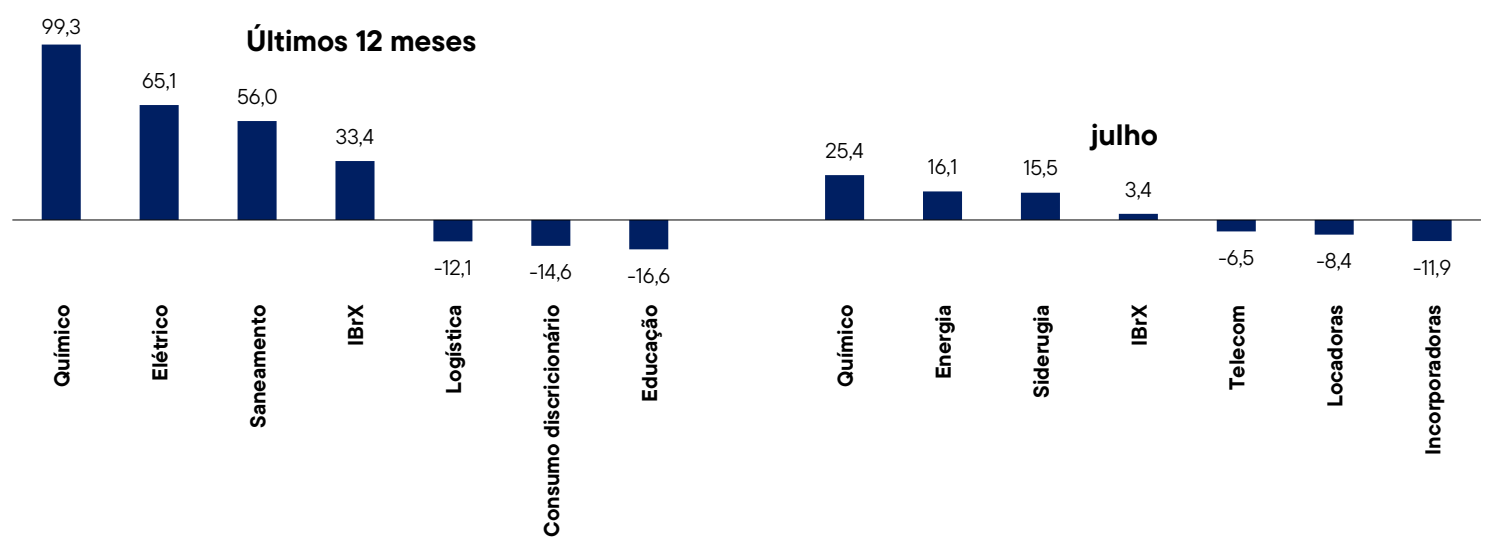
O Brasil continua sendo um dos poucos países que estão em modo de afrouxamento monetário.



Fonte: Bloomberg

Principais destaques da bolsa

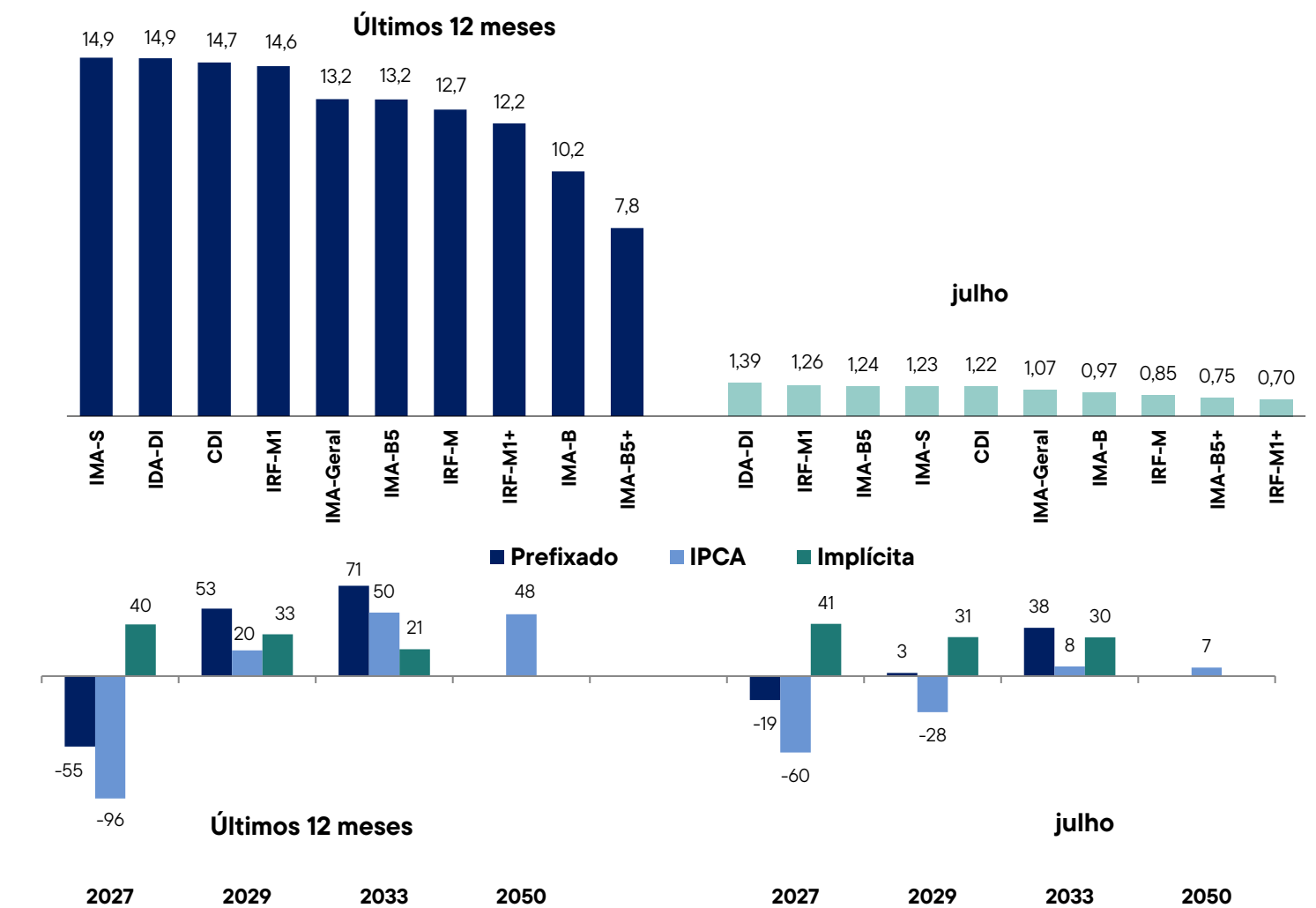
Em um mês positivo para a bolsa, o setor de incorporadoras sofreu com a divulgação de prévias operacionais que desapontaram os investidores.



Fonte: Economática.

Renda fixa local

A curva de juros voltou a inclinar neste mês de julho, com os vencimentos mais curtos recuando em função do afrouxamento monetário por parte do BC e os mais longos subindo pelo aumento da percepção de risco. A inflação implícita subiu de maneira relevante, com os cupons das NTN-Bs permanecendo estáveis..



Fonte: Bloomberg

## Disclaimers

Este material é fornecido apenas para fins informativos e não deve ser considerado aconselhamento de investimento individualizado, consultoria de valores mobiliários, recomendação ou solicitação para adotar qualquer estratégia de investimento. Não constitui aconselhamento jurídico ou fiscal. A Franklin Templeton não aceita responsabilidade por perdas decorrentes do uso deste material.

Este material não tem a intenção de fornecer uma análise completa de todos os fatos relevantes sobre qualquer país, região ou mercado. Não há garantia de que qualquer previsão, projeção ou previsão sobre economias ou mercados financeiros será realizada. Referências a ativos financeiros específicos são apenas para fins ilustrativos e não devem ser interpretadas como recomendações ou solicitação para comprar, vender ou manter qualquer ativo financeiro.

A Franklin Templeton realiza análises ambientais, sociais e de governança (ESG), embora nem todas as estratégias ou produtos incorporem ESG como parte do processo de investimento. Estratégias e serviços de investimento podem não estar disponíveis em todas as jurisdições. Por favor, consulte seu profissional financeiro ou o contato da Franklin Templeton para mais informações.

Qualquer pesquisa ou análise neste material foi preparada pela Franklin Templeton para seus próprios fins e é fornecida incidentalmente. Embora se acredite que as informações incluídas sejam confiáveis, sua precisão e completude não podem ser garantidas, e elas podem ser alteradas sem aviso prévio.

**FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC**

**LEIA O REGULAMENTO, O ANEXO-CLASSE E O APÊNDICE SUBCLASSE, CONFORME O CASO, ANTES DE INVESTIR**

Supervisão e Fiscalização - Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Serviço de Atendimento ao Cidadão - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A Franklin Templeton Brasil Ltda 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.

O “Índice S&P 500” é um produto da S&P Dow Jones Indices LLC, uma divisão da S&P Global, ou de suas afiliadas (“SPDJI”) e foi licenciado para uso pela Franklin Templeton Brasil Limitada (“FTB”). Standard & Poor’s® e S&P® são marcas comerciais da Standard & Poor’s Financial Services LLC, uma divisão da S&P Global (“S&P”); Dow Jones® é marca registrada da Dow Jones Trademark Holdings LLC (“Dow Jones”) e essas marcas comerciais foram licenciadas para uso pela SPDJI e sublicenciadas para propósitos específicos da FTB. \*S&P 500 em reais. O fundo não é patrocinado, endossado, vendido ou promovido pela SPDJI, Dow Jones, S&P, suas respectivas afiliadas e nenhuma das partes faz nenhuma declaração relativa à conveniência de investir em tal produto, nem têm nenhuma responsabilidade por erros, omissões, ou interrupções do “Índice S&P 500”.

Em <https://www.franklintempleton.com.br/politica-de-privacidade> você encontra mais informações sobre nossa política de privacidade.

© Franklin Templeton Brasil Limitada 2026

As opiniões expressas são do gestor de investimentos na data de publicação e podem mudar sem aviso prévio. Essas opiniões e análises baseiam-se em certas suposições, incluindo condições de mercado que podem mudar. Elas podem diferir das de outros gestores de portfólio ou da empresa como um todo.