

Cenário econômico

“Fog of War” – Canhão tarifário de Trump mira o Brasil, eleva o nível de incertezas e penaliza os mercados do país em julho

Os mercados brasileiros tiveram performance negativa em julho. Embora o cenário macroeconômico doméstico não tenha trazido grandes emoções, com os principais indicadores dando continuidade à trajetória relativamente benigna exibida em junho, o contexto de guerra comercial travada pelos EUA foi o grande detrator dos ativos. Não só o fato de o Brasil ter se tornado o principal alvo do canhão tarifário de Donald Trump, como também a derivada política e eleitoral doméstica – que se tornou mais adversa para os anseios dos investidores – foram os temas que propagaram volatilidade, incerteza e aumento da aversão ao risco para os negócios. Desse modo, ao término de julho, a curva de juros apresentou importante inclinação, ou seja, os trechos longos abriram muito mais que os curtos; o Real depreciou pouco mais de 3,0% diante do Dólar, sendo o pior mês para nossa moeda desde novembro do ano passado; e o Ibovespa contraiu em torno de 4,2%, maior perda desde o último mês de 2024.

Na conjuntura global, destaque para a movimentação do Dólar dos EUA. Após exibir perdas diante de praticamente todas as principais divisas globais no primeiro semestre, a moeda norte-americana finalmente teve em julho algum movimento de recuperação. Obviamente, correções de alta são fenômenos naturais depois de um longo processo de queda. Ademais, indicadores econômicos dos EUA e as movimentações do Fed também exerceram impactos no desempenho da moeda. Todavia, foi o desenrolar do noticiário da guerra comercial

que pareceu ser o maior motivador para os ganhos do Dólar. Essencialmente, dois aspectos fundamentais merecem ser destacados. De um lado, em meio aos diversos acordos de comércio já firmados pelos EUA, o entendimento é de que a tarifa efetiva de exportação será inegavelmente elevada, mas bem menor em relação ao estimado no momento de maior tensão comercial, nos primeiros dias de abril. De outro lado, nossa análise é de que os acordos firmados pelo governo Trump serão muito mais benéficos para os EUA do que para a maioria dos demais países. Nesse ponto, mencionam-se os acordos entre norte-americanos com a União Europeia e com o Japão.

Dentre os indicadores econômicos, acompanhamos ao longo do mês passado sinais mais convincentes de que as atitudes do governo Trump devem penalizar o equilíbrio macroeconômico dos EUA. Por exemplo, na inflação, o CPI de junho até veio comportado na maioria das suas principais linhas e nas medidas de núcleo. Entretanto, os efeitos da guerra comercial apareceram com maior intensidade que o esperado em diversos bens. Na atividade econômica, a primeira estimativa do PIB do 2T25 mostrou crescimento acima do esperado (3,0% T/T anualizado vs. uma expectativa de 2,5% T/T). Ainda assim, realizando uma abertura mais criteriosa dos dados, identificamos que há um evidente processo de desaceleração da economia americana. As “Vendas finais para compradores internos privados”, que incorpora apenas o Consumo das Famílias e Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF, que capta os investimentos das empresas, excluindo-se os estoques), cresceram somente 1,2% T/T anualizado – número bem abaixo

do ritmo observado ao longo dos últimos anos.

Quanto ao Fed, houve a manutenção da taxa de juros no patamar entre 4,25%-4,50%, conforme amplamente esperado, mas com dois votos dissidentes – Christopher Waller e Michelle Bowman optaram pelo corte de 0,25 p.p. das *fed fundsrate*. Embora o Comunicado que acompanhou a decisão tenha vindo marginalmente *dovish*, o presidente do Fed, Jerome Powell, soou bastante duro na coletiva de imprensa, sem abrir qualquer espaço para interpretações de moderação. Na nossa leitura, ainda que a postura de “esperar para ver” de Powell tenha fundamento econômico no momento da reunião do Fed, visto que ainda há incertezas de como as tarifas impactarão a economia nos próximos meses, o chairman possivelmente foi mais *hawkish* que o esperado como forma de transmitir a mensagem de que o BC dos EUA não se dobrará às pressões de Trump. Por fim, ainda dentro do tema de política monetária, seguimos com as nossas expectativas de que o Fed retomará o ciclo de cortes em setembro e realizará um corte adicional em dezembro.

Na China, o PIB cresceu 5,2% A/A no 2T25, levemente acima das estimativas, que eram de +5,1%. A principal interpretação para o indicador é que apesar de todos os tumultos envolvendo a guerra comercial, a economia chinesa conseguiu desempenhar bem, crescendo acima de 5,0%. Do lado dos dados setoriais de curto-prazo, as novas informações seguem indicando o caráter dual da economia chinesa, com produção forte, mas demanda interna fraca. Na Europa, a inflação seguiu comportada e basicamente dentro dos parâmetros desejados pelo Banco Central Europeu (BCE), ao passo que a atividade econômica se mostrou suavemente mais forte. Em termos de política monetária, o BCE manteve a taxa de juros, sinalizando que a barra é elevada para novos cortes.

No Brasil, enquanto o cenário macroeconômico foi basicamente uma repetição do que vimos em junho, ou seja, a atividade seguiu mostrando alguma perda de tração, a inflação continuou apresentando sinais mais favoráveis e o mercado de trabalho registrou renovada resiliência – fatores que não trouxeram incentivo para o Copom mudar suas avaliações sobre a conjuntura e próximos passos de política monetária –, a cena geopolítica, por outro lado, foi de fortes emoções. Não é preciso gastar muitas linhas no porquê Trump decidiu tarifar duramente o Brasil, algo já amplamente conhecido pelos investidores. Assim, será interessante debater os efeitos econômicos, políticos e eleitorais do tarifaço.

No que diz respeito às eventuais consequências econômicas, entendemos que, em termos agregados, o impacto sobre o crescimento tende a ser limitado, em virtude da participação relativamente baixa dos EUA na pauta exportadora brasileira. No início dos anos 2000, os EUA agregavam mais de 25,0% do destino total dos produtos exportados pelo Brasil, mas atualmente (2025, dados até junho) representam apenas 12,1%. Entendemos que os impactos tendem a ser mais setoriais do que agregados.

No que concerne ao ambiente político e eleitoral, temos de separar impactos de curto, médio e longo prazo. Para prazos mais curtos, é inevitável reconhecer que Lula é o vencedor. O discurso de união contra o “inimigo externo” e de ataque aos “traidores da Pátria” trouxe algum gás para o presidente. Com isso, houve estancamento da piora da avaliação do governo Lula – a queda dos preços dos alimentos, aliás, também pareceu contribuir para as pesquisas mais favoráveis para o governo.

No longo prazo, acreditamos que o quadro eleitoral para 2026 não se modificou

estruturalmente diante do já por nós esperado: (i) Bolsonaro não concorrerá e seu caminho inevitável será o de apoiar algum político do espectro da direita; (ii) Lula será um candidato competitivo, mas acreditamos que os recentes eventos tarifários em nada influenciarão na decisão de voto no ano que vem. Desta feita, ainda acreditamos que as eleições de 2026 mostram-se como convidativas para a concretização de uma troca de posto no Palácio do Planalto, algo que julgamos como bastante positivo para os mercados do país.

MERCADO DE CRÉDITO

Em julho, o mercado de crédito deu continuidade à desaceleração do fechamento dos *spreads*, com o IDA-DI recuando 1 pontos-base, frente à redução de 7 pontos-base observada em junho.

Essa perda de ímpeto ocorreu mesmo diante de um elevado nível de captação, com R\$ 18,5 bilhões sendo destinados aos fundos. Em um cenário de *spreads* comprimidos, grande parte desses recursos foi direcionado para as emissões primárias, que somaram R\$ 58,1 bilhões em julho, sendo 70% absorvido pelo mercado.

No segmento de infraestrutura, as captações pelos fundos atingiram R\$ 10,3 bilhões, o que contribuiu para um fechamento dos *spreads*, medidos pelo IDA-IPCA LIQ, da ordem de 2 pontos-base.

De maneira geral, julho apresentou um cenário distinto do primeiro semestre do ano. Após um final de 2024 volátil, com uma elevação agressiva dos *spreads*, o início de 2025 foi marcado por uma valorização generalizada dos ativos.

Em linha com os ciclos de crédito, nossa estratégia ao longo do ano foi atuar de forma

ativa na gestão dos portfólios (atingimos o maior giro de carteiras da nossa história), evitando ativos com prêmios de risco inadequados e, principalmente, emissores mais fragilizados (em termos de alavancagem) ou inseridos em setores cíclicos, que tendem a ser mais impactados em um ambiente de juros elevados.

Diante de um cenário mais favorável iniciado em 2025, marcado pela retomada das captações na indústria e o fechamento generalizado dos *spreads*, observamos uma homogeneização dos retornos nos fundos de crédito. Esse é um movimento típico em momentos positivos para a indústria, quando se torna difícil distinguir quais gestores mantiveram a diligência na alocação de crédito e quais aumentaram o risco de suas carteiras. Acreditamos que essa diferenciação será mais evidente no segundo semestre deste ano.

Com os *spreads* em níveis comprimidos, a indústria de crédito tende a se tornar mais reativa. Sinais claros de deterioração dos fatores técnicos de alocação ou da qualidade de crédito podem levar a uma abertura mais acentuada dos *spreads*, impactando de forma mais agressiva aqueles que mantiveram portfólios com uma relação risco-retorno desalinhada com o cenário atual.

Assim, com um portfólio diversificado, alocado em ativos de *duration* curta e setores resilientes, e com um caixa satisfatório para aproveitar eventuais oportunidades, acreditamos que estamos bem posicionados para os próximos desafios.

UNICRED SOMMA ANS

No mês de julho o retorno do SOMMA ANS FIRF CP foi de +1,34% contra +1,28% do CDI (equivalente a 105,20% do CDI). Em 12 meses o

fundo acumula retorno de +12,91% contra +12,54% do índice (equivalente a 103,01% do CDI).

Seguimos movimentando a carteira de forma ativa, alcançando um giro de 14% do patrimônio. As alocações se concentraram no segmento bancário e em FIDCs.

No segmento corporativo, diante de um cenário ainda desafiador em termos de prêmio de risco, seguimos trocando ativos com *duration* longas por curtas, reduzindo a sensibilidade do portfólio a variações nos spreads.

O SOMMA ANS encerrou o mês com 1,69 anos de *duration* e carregou de CDI + 1,27% a.a.

Indicadores de Mercado			
	No mês	No ano	12 meses
CDI	1,28%	7,79%	12,54%
Dólar	2,66%	-9,53%	-0,90%
Ibovespa	-4,17%	10,63%	4,25%
IGP-M	-0,77%	-1,70%	2,99%

Contato

ri@sommainvestimentos.com.br
ou ligue **+55 48 3037-1004**



www.sommainvestimentos.com.br

Disclaimer

Esta carta foi elaborada pela SOMMA Investimentos, para uso exclusivo dos seus clientes, não podendo ser reproduzida ou distribuída por este a qualquer pessoa ou instituição sem a expressa autorização da SOMMA Investimentos. As informações contidas neste documento possuem fins meramente informativos, não se caracterizando como relatório, estudo ou análise sobre valores mobiliários ou indicação de investimento. Estas informações, ainda, são consideradas confiáveis na data em que foram apresentadas, entretanto, não representam por parte da SOMMA Investimentos garantia de exatidão das informações prestadas ou julgadas sobre sua qualidade. As opiniões contidas neste documento são baseadas em julgamento e estimativas e estão, portanto, sujeitas a mudanças.

Florianópolis - SC, Rua Nirberto Haase, 100 - 1º andar - **55 48 3037 1004**

