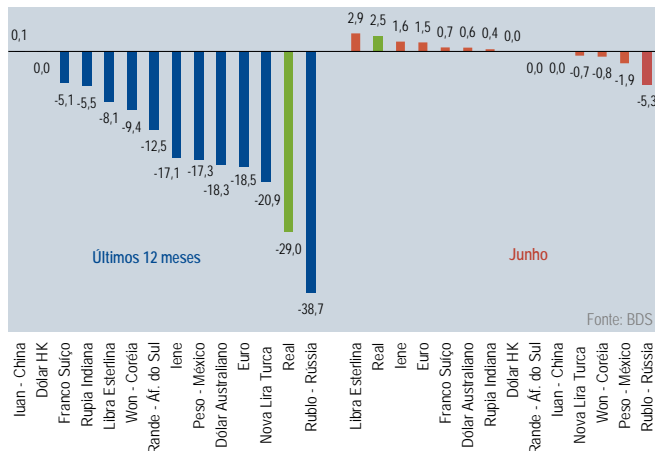




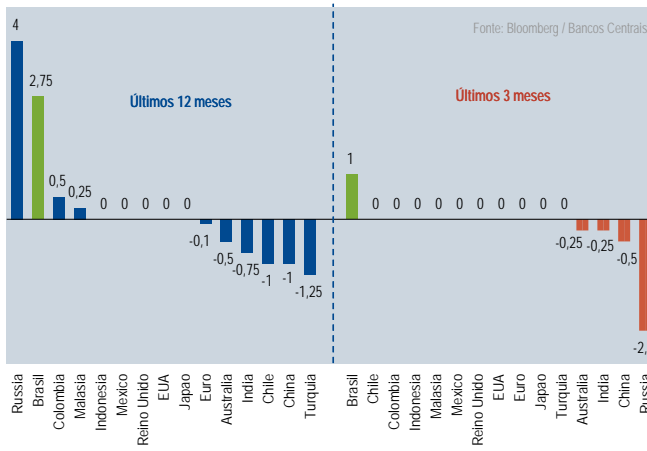
Moedas (contra o dólar)

Junho foi um mês misto para as moedas, mas os últimos 12 meses continuam sendo dominados pela valorização do dólar.



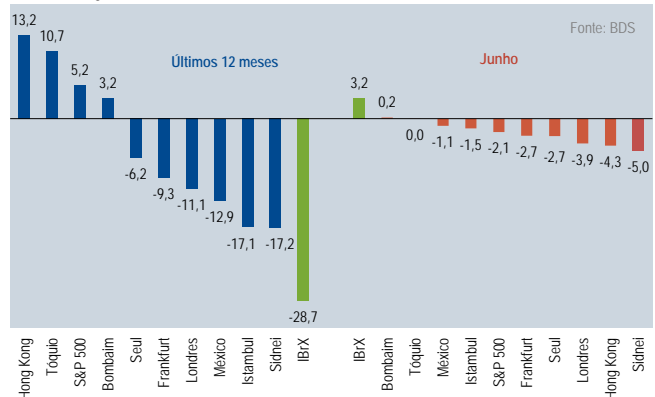
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua sendo a única grande economia que está apertando a política monetária neste ano.



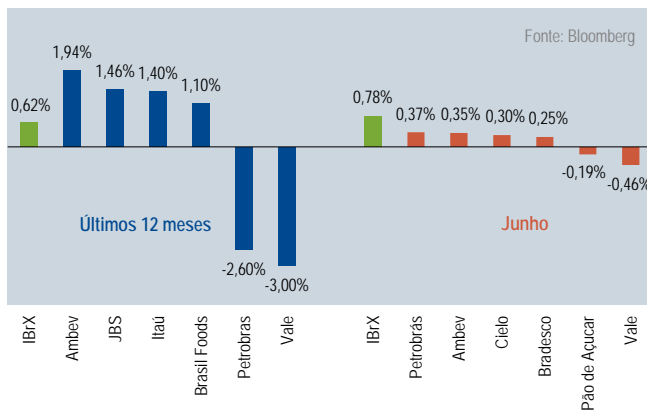
Bolsas do mundo (em dólar)

Apesar da pequena recuperação em junho (por conta do câmbio) a bolsa brasileira continua sendo a pior em 12 meses, refletindo as condições macroeconômicas.



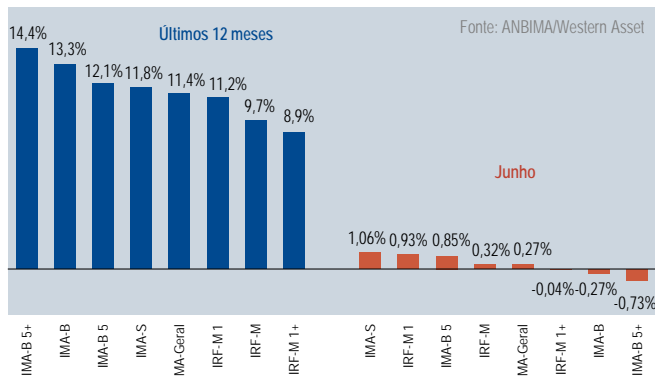
Principais contribuições para o IBRX

Bolsa no zero a zero no mês e últimos 12 meses. Destaque positivo para empresas de Alimentação.



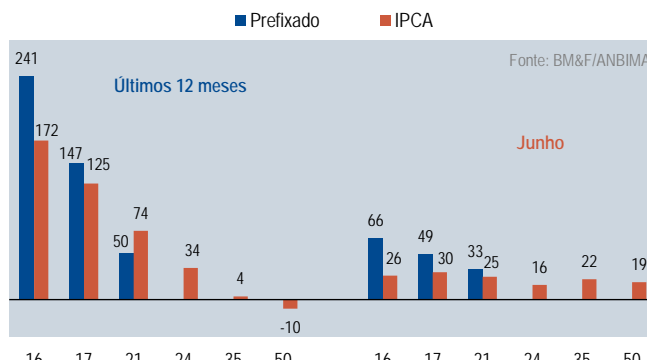
Renda fixa local - I

A performance dos IMAs foi prejudicada pela elevação generalizada das taxas de juros.


















Renda fixa local - II

IPCA bem acima do consenso e discurso duro do BC fizeram com que as taxas de juros subissem em junho, principalmente na parte mais curta da curva.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JUNHO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Grécia e credores não chegaram a um acordo, levando o país a não pagar o FMI, entrando em default.			
O IPCA de maio surpreendeu muito negativamente: 0,74% contra consenso de 0,59%.			
Tanto o comunicado quanto a ata pós-COPOM vieram em tom mais hawkish do que o esperado, fazendo com que o mercado revisasse o tamanho do ciclo de aperto monetário.			
Vendas do varejo surpreenderam negativamente, com queda de 0,4% contra consenso de alta de 0,7%.			
O FED não deixou transparecer, em sua reunião de junho, intenção de começar a elevar os juros na reunião de setembro, apesar de reconhecer que o mercado de trabalho está melhorando.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional

A tragédia grega voltou em grande estilo ao centro das atenções do mercado financeiro. Em nossa newsletter de fevereiro escrevemos o seguinte:

“Depois da eleição do primeiro-ministro Alexis Tsipras, do partido de esquerda Syriza, o mercado temeu pelo pior: radicalização nas posições e a saída tumultuada da Grécia da zona do euro. No entanto, na medida em que as negociações foram avançando, foi ficando claro que não havia muito espaço de manobra para Tsipras, e que um estelionato eleitoral sairia mais barato do que a saída do euro. O acordo para a extensão por quatro meses do programa de auxílio patrocinado pela Troika, sob as mesmíssimas condições que Tsipras havia condenado veemente durante sua campanha eleitoral, é sinal de que o novo primeiro-ministro pode ser radical, mas não é ingênuo. Com isso, ele ganha um tempo precioso para amarrar um acordo mais palatável a Angela Merkel e seus eleitores.”

Infelizmente, Tsipras e Merkel não aproveitaram o tempo ganho para costurar um acordo mais palatável. A nossa leitura era de que havia muito em jogo para ambas as partes não chegarem a um consenso. Mas não houve acordo. Vamos tentar aqui mostrar os cenários possíveis e seus impactos sobre os mercados, com o alerta de que a situação está muito fluida, e novos desenvolvimentos podem alterar de maneira significativa o que estamos escrevendo hoje, 1º de julho, sobre o assunto. Mas, mesmo assim, acreditamos que valha a pena o risco, pois algumas possíveis consequências podem ser vislumbradas. Para tanto, utilizaremos as informações de dois artigos publicados pelo Head de Investimentos de nosso escritório em Londres, Andrew Belshaw, escritos nos últimos dias 23 e 30 de junho. Apesar de poderem estar desatualizados no momento em que esta newsletter chegar à mão de seus leitores, acreditamos que fornecem subsídios importantes para entender a atual crise e suas consequências para os mercados.

Um Breve Histórico

A crise atual gira em torno da expiração do Segundo Programa de Ajustamento Econômico que foi acordado entre a Grécia e a Troika (BCE/UE/FMI) em março de 2012. O programa desembolsou €164,5 bilhões até o final de 2014 em uma série de parcelas. Basicamente, a Grécia estava recebendo financiamento da Troika em troca de reformas do sistema previdenciário, de segurança social e tributária, de forma a tornar sustentável a posição fiscal da economia grega no longo prazo. Sem o dinheiro da Troika, os compromissos com o setor público e com os credores não poderiam ser honrados.

Antes do desembolso final de €7,2 bilhões ser realizado no final de 2014, ficou claro que uma consolidação fiscal adicional seria necessária para satisfazer as exigências da quinta revisão do Programa de Ajustamento. Para permitir isso, o primeiro-ministro grego Antonis Samaras pediu - e conseguiu - uma prorrogação de dois meses para o programa, expirando, assim, em fevereiro de 2015. A fim de reforçar a sua posição doméstica, Samaras chamou uma eleição presidencial dois meses antes, mas seu plano deu errado. Depois de três tentativas fracassadas de eleger o seu candidato no Parlamento, a Constituição determinou que uma eleição geral fosse chamada. A eleição resultou na formação de um governo antiausteridade, liderado pelo partido Syriza, do primeiro-ministro Alexis Tsipras, efetivamente colocando um ponto final na coalizão amigável à Troika (Nova Democracia-PASOK), liderada por Samaras até o final de janeiro.

Eleito com uma plataforma que prometia a permanência do país no euro, mas ao mesmo tempo reverteria as reformas previdenciária e do setor público que o governo anterior tinha patrocinado, o governo liderado pelo Syriza colocou-se em rota de colisão imediata com a Troika. Apesar de uma extensão de última hora para o programa de resgate ter sido acordada no final de fevereiro (definida para expirar em 30 de junho), a acentuada deterioração da economia grega em 2015 fez aumentar a certeza de que a crise de fluxo de caixa enfrentada pelo governo só iria se intensificar. Com a desaceleração do crescimento, as receitas fiscais em queda e o superávit primário erodindo rapidamente, a dependência de financiamento da Troika foi crescendo.

Desde fevereiro, os bancos gregos têm sido incapazes de se financiar através dos procedimentos normais de financiamento do BCE. Dado que a Grécia tem um rating soberano inferior ao exigido pelo BCE para a aceitação de colaterais, e a instituição considera que o país é incapaz de concluir com êxito uma renegociação da sua dívida (o que daria à Grécia um waiver do rating mínimo), os bancos gregos têm sido incapazes de usar a Operação de Refinanciamento Principal (MRO, na sigla em inglês). Como consequência, o sistema bancário grego vinha dependendo da Assistência de Liquidez de Emergência (ELA, na sigla em inglês) para cobrir o seu déficit de financiamento. E essa dependência tem ficado cada vez maior, em função da fuga de depósitos domésticos.

Com a incerteza sobre o resultado do impasse entre Syriza e Troika se intensificando, e o risco crescente de uma saída da Grécia do euro, os correntistas vinham movendo o seu dinheiro para fora do sistema bancário, via transferência para o exterior ou mesmo saque em euros físicos. Nos primeiros quatro meses do ano, 20% de todos os depósitos foram sacados. Sem o financiamento proporcionado pela ELA, o sistema bancário grego já teria entrado em colapso. Este é o ponto de pressão. O BCE controla a quantidade de ELA que o Banco Central da Grécia pode fornecer e se deve ou não fornecê-la. Com uma maioria de dois terços no Conselho, o BCE

pode acabar com o financiamento ELA. Como grande parte da garantia usada para acessar este financiamento é a dívida soberana grega, seguindo suas próprias regras, o BCE deve declarar os bancos gregos insolventes em caso de um default soberano e, assim, cortar o financiamento. Até o momento, o BCE apenas congelou o estoque de ELA em poder dos bancos gregos, o que já provocou a decretação de feriado bancário por uma semana e o estabelecimento de limite de saque.

As Perspectivas para a Grécia e para a Zona do Euro

O governo de Tsipras trabalhou o tempo todo sob a premissa de que seria no melhor interesse da Troika que a Grécia permanecesse no euro. Enquanto isso, a Troika foi inflexível com relação à adesão da Grécia a compromissos anteriores, porque o fracasso do país em fazê-lo poderia incentivar partidos antiausteridade em outros países da periferia do continente. Apesar de muita especulação e falso otimismo sobre uma solução de compromisso, este impasse permaneceu nos últimos quatro meses.

O fim da estrada foi agora alcançado: não restou nenhum dinheiro em caixa para pagar os compromissos devidos. Além dos €1,6 bilhões necessários a cada mês para pagar as aposentadorias e os salários do setor público, o governo grego tem de cumprir com os pagamentos aos credores nos próximos dois meses: €1,6 bilhões no dia 30 de junho (já vencidos) e €0,5 bilhões no dia 13 de julho para o FMI, €3,5 bilhões e €3,2 bilhões nos dias 20 de julho e 20 de agosto para o BCE.

Sem um acordo com a Troika e o conseqüente desembolso de €7,2 bilhões dos fundos de resgate, a Grécia ficou inadimplente (de facto, dado que o default formal está sujeito a alguns períodos de carência). Mesmo se for alcançado um acordo, isso em si só implicará no ganho de algum tempo, pois é claro que um novo programa de resgate será necessário para sustentar a Grécia durante os próximos anos.

Teoricamente, a Grécia poderia ficar no euro, mesmo inadimplente. No entanto, este cenário é extremamente improvável, dado que um default da dívida soberana rapidamente se transforma em uma crise bancária. Ao mesmo tempo em que tal evento seria catastrófico para o país, também haveria impacto no resto da zona euro. Apesar da retórica de que não houve mutualização da dívida e de que a ELA é de responsabilidade de cada banco central nacional (no caso, do Banco da Grécia), a forma como o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC, composto pelo BCE e todos os BCs dos países da zona do euro) trabalha é tal que a responsabilidade final volta para o BCE através do TARGET2, seu sistema de pagamento interbancário. O Banco da Grécia tinha um passivo de €100 bilhões com o SEBC no final de abril, valor que sem dúvida deve ser maior agora, dado que a fuga de depósitos

sofrida pelos bancos gregos se intensificou nas últimas semanas. Este não é o único passivo que a BCE/UE enfrentará em caso de inadimplência: o BCE/UE também detém €229 bilhões em dívida soberana grega. Como percentual do PIB, no contexto da zona do euro, as perdas potenciais não são grandes, mas teriam de ser cobertas pelos orçamentos governamentais.

Cenários

Com ambos os lados presos em um jogo de provocação, e os riscos de saída do euro subindo, qual o cenário que prevemos para os próximos dias e semanas (principalmente após a vitória popular do “Não” à continuidade das medidas antiausteridade no plebiscito grego realizado no último dia 5)? Existem duas possibilidades:

1) Acordo

O cenário mais provável ainda parece ser o de que um acordo será alcançado. Resumindo, a razão para tal acordo seria que ambos os lados têm muito a perder se este não for alcançado.

A razão para um acordo a partir da perspectiva grega é clara. A alternativa de um calote grego e a saída definitiva do euro não é a panaceia que alguns têm pintado. A menos que um programa de ajustamento estrutural seja realizado, ao mesmo tempo em que uma nova moeda é estabelecida, os ganhos com a desvalorização que se seguiria iriam se provar de curta duração, como já vimos em outras experiências do tipo. Com o alto apoio doméstico para a permanência da Grécia no euro, a rota alternativa de um default permanente com a introdução de controles de capital seria de fato um resultado pior do que um “Grexit” (trocadilho em inglês referente à saída do país do euro, envolvendo as palavras “Greece” e “exit”), como os gregos já puderam experimentar a partir de 29 de junho. O governo grego não teria forma de recapitalizar o seu sistema bancário, e seria improvável que a UE o fizesse. A economia, na falta de acesso aos mecanismos de criação de crédito, sofreria uma “paralisação repentina” (*sudden stop*). O crescimento despencaria e o desemprego subiria ainda mais, tornando o padrão de vida ainda pior. Um novo dracma permitiria a recapitalização e a esperança de recuperação, mas os efeitos de curto prazo seriam semelhantes.

Para o restante da zona do euro, o impulso para o acordo é menos financeiro e mais político. Se a Grécia se tornar inadimplente e sair, a viabilidade a longo prazo do euro teria de ser posta em causa. Como o presidente do BCE (Mario Draghi) disse, o euro já não seria inviolável e eterno. Ao sair, a Grécia iria abrir a porta para que os prêmios de risco de todos os ativos non-core subissem, assim como deveria haver um prêmio para a possibilidade de outros países saírem, não importa quão baixa a probabilidade. O euro deixaria de ser visto como uma união monetária estável, mas mais como um regime de câmbio fixo. Politicamente, isso seria um grande revés para a integração europeia e uma negação dos seus objetivos ao longo dos últimos 60 anos. Além disso, enquanto os custos financeiros diretos são relativamente pequenos para o resto da zona do euro, o fato de ter havido uma forma suave de mutualização da dívida através do BCE seria politicamente problemático, especialmente nos países centrais, que convenceram seus eleitorados de que não foi este o caso.

Cada lado é, assim, incentivado a chegar a um acordo, o catalisador para tanto ocorrendo quando os gregos ficarem sem dinheiro e uma decisão tiver que ser feita. Poderia o processo todo ainda falhar? A nosso ver, obviamente, sim. Os parlamentos nacionais na Grécia e na Alemanha (entre outros) têm de ratificar qualquer acordo. Isso é potencialmente um risco, mas que não deve ser sobrestimado, em nossa opinião.

Do ponto de vista grego, o risco vem da ala esquerda do partido Syriza. Qualquer acordo que envolva uma redução dos pagamentos de aposentadorias é suscetível de ser rejeitada por uma maioria substancial do Syriza, colocando o primeiro-ministro Tsipras em uma posição difícil. Em última análise, ele poderia contar com o partido pró-euro Nova Democracia para fornecer a maioria necessária, o que por sua vez acabaria por levar à fissura na coalizão de governo e à criação de um governo de unidade nacional. Do ponto de vista da UE, isto significaria um parceiro de negociação mais fácil e, provavelmente, resultaria na rápida implementação de um terceiro resgate.

Em relação a uma possível rejeição por parte do parlamento alemão (Bundestag) a qualquer acordo, grande parte desta preocupação foi baseada em uma percepção de divisão entre a chanceler Angela Merkel e seu ministro das Finanças e companheiro de partido na União Democrática Cristã (CDU), Wolfgang Schäuble, com o último sendo mais hawkish e menos disposto a se comprometer com os gregos. Schäuble tem sido um dos principais políticos da CDU desde 1972 e era visto como protegido do ex-chanceler Helmut Kohl. Assim, ele possui amplo respeito e apoio no partido, assim como no seu partido irmão, a União Social Cristã (CSU). Se Schäuble for claramente contra qualquer extensão, ele teria um bloco substancial de votos que iria segui-lo.

Seria ele capaz de forçar uma divisão na CDU? Nós duvidamos. Em mais de 40 anos como um homem de partido, embora às vezes franco demais, ele sempre foi, em última análise, leal. Por que ele iria arriscar a hegemonia política da CDU, mesmo no caso de um acordo com a Grécia, que, apesar de desagradável para ele, é uma questão menor no contexto da situação econômica e geopolítica europeia em geral? Afora essa dinâmica, poderia um acordo ser rejeitado por outros membros do Bundestag? Isso, a nosso ver, seria improvável, dado que a chanceler Merkel poderia amarrá-lo a um voto de confiança, garantindo assim o apoio de seus deputados ou, in extremis, contar com os votos dos deputados de outros partidos mais amigáveis ao acordo, como o Partido Democrata Social (SPD) e/ou o Partido Verde.

2) Sem Acordo

No caso em que a União Europeia e o governo grego sejam incapazes de chegar a um acordo, e o impasse é tal que os pagamentos ao FMI e ao BCE falham e um evento de default é acionado, movemo-nos rapidamente para um ambiente de controles de capital e, no final do processo, à introdução de uma nova moeda.

Como foi referido anteriormente, controles de capital teriam de ser introduzidos para evitar uma maior fuga de depósitos bancários, dado que o BCE iria retirar o financiamento ELA. Sem recursos para recapitalizar os bancos, o governo grego teria que se mover rapidamente na direção da emissão de uma nova moeda, pelo menos de forma paralela. Com o dinheiro fortemente restrito e uma economia paralela crescente, as perspectivas econômicas de curto prazo para a Grécia, a nosso ver, seriam de recessão, inflação mais elevada e um acentuado declínio no padrão de vida. A médio prazo, assumindo que são conduzidas reformas estruturais, o consequente aumento da competitividade internacional deveria permitir que a economia se recuperasse um pouco, embora a demanda doméstica permanecesse deprimida.

Para a zona do euro, os riscos são principalmente via contágio para a periferia. Com o euro parecendo um regime de câmbio fixo, em nossa opinião, os prêmios de risco dos títulos da periferia deveriam subir. Da mesma forma, danificada a confiança e a perspectiva de uma economia da zona euro em desaceleração, haveria pressão sobre os preços das ações e o mercado de crédito. Inequivocamente, acreditamos que esta seria limitada em sua extensão e, como tal, constituiria uma oportunidade de compra.

Qualquer piora causada por uma saída da Grécia do euro levaria a uma ação rápida e decisiva por parte das autoridades monetárias. Se a Grécia tiver que sair, o BCE iria rapidamente inundar o sistema bancário da zona do euro com liquidez para evitar o contágio de outros países da periferia, intensificando as suas medidas de flexibilização quantitativa. O presidente Draghi não gostaria de ver o bom trabalho dos últimos 18 meses, que colocou a economia de volta na rota do crescimento, ser abortado por inação.

Os Próximos Seis Meses

Seja qual for o resultado da situação atual, os eventos recentes trarão impacto sobre o desempenho econômico da Grécia e, potencialmente, da zona do euro nos próximos meses. O congelamento do sistema bancário grego e a resultante desaceleração da atividade forçará a economia para uma recessão. Esta, por sua vez, vai piorar as projeções fiscais e, na pior das hipóteses, aumentar a pressão por mais austeridade e reformas – ou, na melhor das hipóteses, prolongar o período de adaptação.

A maior preocupação é o efeito que a situação atual pode ter sobre a economia da zona do euro em geral. Tendo engendrado uma recuperação da atividade, com a demanda interna nos países centrais liderando o processo, o BCE deve estar preocupado de que a situação grega possa ter um impacto negativo significativo sobre o sentimento geral, de tal forma que a recuperação comece a arrefecer. Se as famílias começarem a poupar mais como uma medida de precaução, ou, no caso das economias periféricas, sacarem os depósitos bancários, as previsões atuais para o crescimento poderão se provar otimistas.

Como o único player relevante no jogo, o BCE terá de responder à situação criada pela Grécia. A política monetária terá que ser agressiva, e se a incerteza persistir, será necessária uma aceleração do QE. Ao forçar para baixo as taxas em toda a curva de juros, e prevenir o contágio pela redução dos prêmios dos ativos de risco, o BCE poderá garantir que a recuperação econômica continue nos trilhos. Em última análise, a nosso ver, o Peloponeso não vai ditar o que acontece nos mercados financeiros da zona do euro. O resultado da votação do referendo pode adicionar volatilidade a curto prazo, mas será o BCE, através do cumprimento dos seus objetivos de política monetária, que irá determinar o comportamento dos ativos financeiros na zona do euro.

Mercados Locais

Renda Fixa

O COPOM no início do mês, a ata da reunião e o relatório de inflação no final do mês apontaram para a mesma direção: o Banco Central continua firme em sua disposição de trazer as expectativas de inflação para 2016 para 4,5%. Contando com a ajuda de um IPCA e um IPCA-15 bem acima das expectativas, e com a piora do cenário europeu com a aproximação do "Grexit", a curva de juros subiu durante o mês de junho, embutindo uma taxa SELIC de 14,5% até o 2º trimestre de 2016, e uma queda lenta para 13% até o final do mesmo ano.

Continuamos com nossa visão de que o Banco Central terá espaço para cortar a SELIC agressivamente em 2016, dado o tremendo hiato do produto que vem se abrindo, com a taxa básica atingindo 11,5% no final do próximo ano. O racional por trás deste cenário é muito simples: considerando que a inflação projetada para 2017 seja de 4,5%, uma SELIC de 11,5% significaria uma taxa de juros real ex-ante de 7% ao ano para 2017, bastante alta no contexto de uma atividade econômica de joelhos.

Câmbio

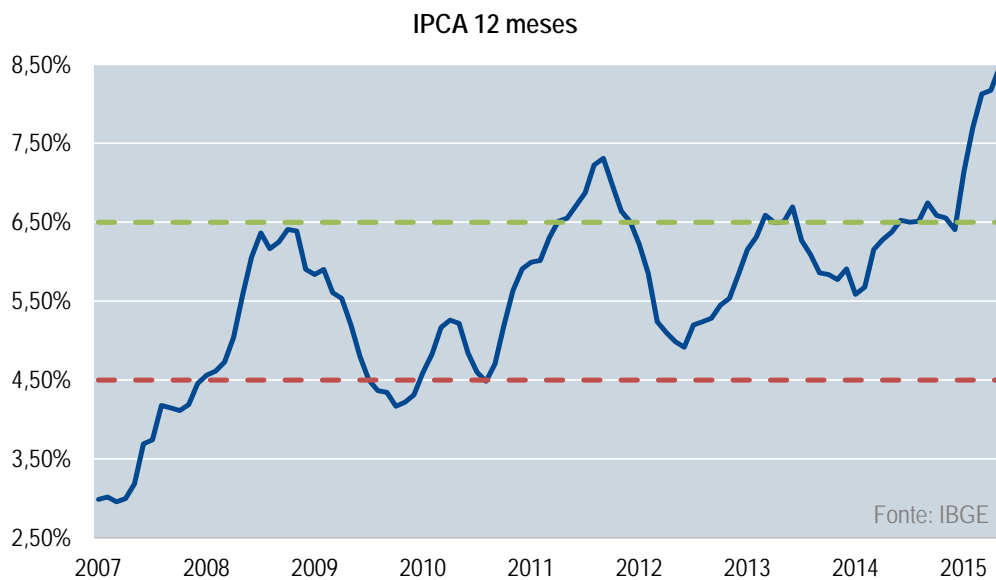
Em um mês dominado pelo drama grego, não houve um movimento de *flight to quality* no mercado de moedas. O dólar não apresentou movimento relevante ou consistente em nenhuma direção, e o real permaneceu praticamente estável durante o mês.

Aparentemente, o patamar atual (R\$3,00-R\$3,20) já precifica o nível de risco corrente, razão pela qual avaliamos que o câmbio deve ficar estabilizado neste intervalo por um tempo. Uma variável importante a ser monitorada é o estoque de *swaps*, que ainda está em cerca de US\$110 bilhões. O BC está em meio ao processo de desmonte destas operações, mas muito lentamente, não devendo influenciar o câmbio de maneira relevante.

Bolsa

Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros neste ano não justifica a atual precificação da bolsa. Em nosso cenário, os lucros devem crescer 9% neste ano e 10% no ano que vem, sobre uma base bastante fraca. Considerando este crescimento e um P/L de 14 (que é o nível atual, já acima da média histórica) no final deste ano (calculado com base nos lucros de 2016), o potencial de alta da bolsa seria de aproximadamente zero. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma grande volatilidade em razão do nível do câmbio, que afeta de maneira relevante parte significativa dos lucros. Assim, com um valor esperado baixo e uma variância alta, não nos parece ser um bom momento para o posicionamento em bolsa.

GRÁFICO DO MÊS



FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IMA-GERAL (ou outras combinações de seus subíndices): de maneira geral, apresentaram performance abaixo do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...a forte desaceleração da atividade econômica, em conjunto com uma política monetária mais apertada, faria com que os juros de mais longo prazo recuassem.	...montamos uma posição em prefixados Jan/2017 na esteira de uma alta expressiva de juros que consideramos exagerada. Em contrapartida, ao final do mês reduzimos a posição em pré Jan/2021 como forma de reduzir o risco dos portfólios frente às incertezas sobre Grécia. Ao longo do mês, mantivemos posição overweight em prefixados.	- ...negativos. Os juros subiram dada a percepção do mercado de que o Banco Central será mais duro no combate à inflação. Além disso, riscos externos contribuíram para a subida dos juros.
...as curvas de juros reais de longo prazo apresentavam um prêmio atrativo em vista da perspectiva de ajuste fiscal no Brasil e do aparentemente ainda distante início do aperto monetário nos EUA.	...mantivemos posição overweight no vencimento 2050.	- ...negativos. Os juros subiram dada a percepção do mercado de que o Banco Central será mais duro no combate à inflação. Além disso, riscos externos contribuíram para a subida dos juros.
...dada a ausência de liquidez dos títulos atrelados ao IGP-M, precisaríamos manter os atuais títulos na carteira.	...mantivemos os títulos atrelados ao IGP-M na carteira de modo a gerar um duration bem próximo ao IMA-C.	= ...neutros, dada a proximidade da composição do fundo em relação ao IMA-C.
...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	- ...negativos, na medida em que os fundos Multimercado renderam abaixo do benchmark no mês.
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	+ ...positivos, na medida em que os spreads de crédito permaneceram bem comportados.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK CDI: de maneira geral, apresentaram performance abaixo do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...a forte desaceleração da atividade econômica, em conjunto com uma política monetária mais apertada, faria com que os juros de mais longo prazo recuassem.	...montamos uma posição em prefixados Jan/2017 na esteira de uma alta expressiva de juros que consideramos exagerada. Em contrapartida, ao final do mês reduzimos a posição em pré Jan/2021 como forma de reduzir o risco dos portfólios frente às incertezas sobre Grécia.	...negativos. Os juros subiram dada a percepção do mercado de que o Banco Central será mais duro no combate à inflação. Além disso, riscos externos contribuíram para a subida dos juros.
...as curvas de juros reais de longo prazo apresentavam um prêmio atrativo em vista da perspectiva de ajuste fiscal no Brasil e do aparentemente ainda distante início do aperto monetário nos EUA.	...mantivemos posição no vencimento 2050.	- negativos. Os juros subiram dada a percepção do mercado de que o Banco Central será mais duro no combate à inflação. Além disso, riscos externos contribuíram para a subida dos juros.
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	+ ...positivos, na medida em que os spreads de crédito permaneceram bem comportados.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK COMPOSTO CDI (ou IMA-S) + IMA-B: de maneira geral, apresentaram performance abaixo do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...a forte desaceleração da atividade econômica, em conjunto com uma política monetária mais apertada, faria com que os juros de mais longo prazo recuassem.	...montamos uma posição em prefixados Jan/2017 na esteira de uma alta expressiva de juros que consideramos exagerada. Em contrapartida, ao final do mês reduzimos a posição em pré Jan/2021 como forma de reduzir o risco dos portfólios frente às incertezas sobre Grécia.	...negativos. Os juros subiram dada a percepção do mercado de que o Banco Central será mais duro no combate à inflação. Além disso, riscos externos contribuíram para a subida dos juros.
...as curvas de juros reais de longo prazo apresentavam um prêmio atrativo em vista da perspectiva de ajuste fiscal no Brasil e do aparentemente ainda distante início do aperto monetário nos EUA.	...mantivemos posição overweight no vencimento 2050.	- negativos. Os juros subiram dada a percepção do mercado de que o Banco Central será mais duro no combate à inflação. Além disso, riscos externos contribuíram para a subida dos juros.
...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	- ...negativos, na medida em que os fundos Multimercados renderam abaixo do benchmark no mês.
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	+ ...positivos, na medida em que os spreads de crédito permaneceram bem comportados.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

O discurso e as comunicações do Banco Central apontam para pelo menos mais uma elevação de 0,5 ponto percentual na taxa SELIC em julho. Como o mercado esperava alguma sinalização de fim de ciclo, essas ações mostram um BC decidido a implementar a política monetária necessária para colocar a inflação em rota de convergência para a meta.

Além de colher os frutos de um balanço macroeconômico bastante ajustado, a economia mexicana deverá se beneficiar da agenda de reformas recentemente implementadas e de uma retomada da atividade econômica americana, além de manter a inflação em patamares relativamente baixos.

A nossa posição em peso mexicano, apesar de se justificar estruturalmente, nos deixa mais expostos à fragilidade inerente a economias dependentes dos preços das commodities.

A elevação dos riscos da saída grega da zona do euro se elevaram após a decisão de um referendo para aprovar o pacote proposto pelas instituições.

A economia suíça está sob risco de entrar em um processo deflacionário após o abandono pelo Banco Central do piso cambial em relação ao euro. Acreditamos que serão necessárias importantes medidas adicionais de afrouxamento monetário que impactarão negativamente o franco suíço.

A posição técnica do iene voltou a atingir níveis extremos. Além disso, acreditamos que a sinalização do Banco do Japão de que não serão necessários mais estímulos quantitativos poderá gerar apreciação da moeda.

O cenário para o investimento em bolsa inspira cuidados. Teremos um ano com o crescimento doméstico sendo afetado negativamente por uma política monetária mais apertada, um quadro fiscal mais restritivo e uma desaceleração de crédito.

Embora a bolsa americana esteja negociando a múltiplos elevados (em termos históricos), uma pequena exposição comprada aos ativos de renda variável nos EUA faz sentido em um quadro de taxas de juros baixas durante um período ainda prolongado.

Estratégias

A postura mais hawkish do BC, aliado ao ajuste fiscal em curso, nos dá mais segurança para assumir posições na parte mais longa das curvas de juros. Acreditamos que os prêmios dos vencimentos intermediários também começam a ficar interessantes, à medida que esperamos uma queda relevante das taxas de juros já a partir do primeiro trimestre de 2016.

Adotamos uma posição estrutural comprada em peso mexicano.

Uma posição vendida em rande sul-africano pode ser uma alternativa de hedge interessante, na medida em que reduz a exposição da carteira a moedas de mercados emergentes e associadas a commodities.

Estamos taticamente sem posições em euro.

Uma posição vendida em franco suíço está em linha com a nossa visão para a moeda.

Uma posição comprada em iene ajuda a diversificar os riscos da carteira.

Permanecemos sem posições no Ibovespa.

Permanecemos com pequena posição comprada em S&P 500.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVSPA: rentabilidade em linha com o benchmark, que valorizou 0,61% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale.	+ ...positivos. As ações da companhia se depreciaram seguindo a queda do preço do minério de ferro. O preço da commodity voltou a cair no mês de junho em um cenário de demanda fraca e retomada dos volumes de oferta.
...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN.	+ ...positivos. Além da desvalorização no preço do minério, o setor de siderurgia como um todo apresentou performance ruim no mês. As constantes revisões para baixo sobre o desempenho da economia doméstica e o maior arrefecimento do mercado automobilístico impactaram negativamente os papéis do setor.
...a Petrobras ainda teria desafios muito grandes com relação a gestão de seu caixa e redução do CAPEX.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Petrobras.	- ...negativos. As ações se valorizaram com o discurso cada vez mais ativo da companhia a respeito de sua estratégia de vendas de ativos e redução de CAPEX.
...a Gerdau, por possuir parte de sua operação no exterior, apresentaria menor exposição ao risco de racionamento elétrico e à economia brasileira.	...mantivemos posição acima do benchmark em Gerdau.	- ...negativos. Seguindo o desempenho do setor de siderurgia ao longo do mês, as ações se desvalorizaram com as constantes revisões para baixo sobre o desempenho da economia doméstica e o maior arrefecimento do mercado automobilístico e da construção civil.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade acima do benchmark, que valorizou 0,77% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale.	+ ...positivos. As ações da companhia se depreciaram seguindo a queda do preço do minério de ferro. O preço da commodity voltou a cair no mês de junho em um cenário de demanda fraca e retomada dos volumes de oferta.
...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN.	+ ...positivos. Além da desvalorização no preço do minério, o setor de siderurgia como um todo apresentou performance ruim no mês. As constantes revisões para baixo sobre o desempenho da economia doméstica e o maior arrefecimento do mercado automobilístico impactaram negativamente os papéis do setor.
...diante de um cenário macroeconômico brasileiro desafiador, e do qual a Ultrapar não é imune, acreditávamos que as ações da companhia apresentavam um valuation pouco atrativo.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Ultrapar.	+ ...positivos. Indicadores negativos sobre o volume de combustíveis contribuíram para uma rodada de realização de lucros após forte performance do papel no ano.
...a Gerdau, por possuir parte de sua operação no exterior, apresentaria menor exposição ao risco de racionamento elétrico e à economia brasileira.	...mantivemos posição acima do benchmark em Gerdau.	- ...negativos. Seguindo o desempenho do setor de siderurgia ao longo do mês, as ações se desvalorizaram com as constantes revisões para baixo sobre o desempenho da economia doméstica e o maior arrefecimento do mercado automobilístico e da construção civil.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX-50: em geral, tiveram rentabilidade em linha com o benchmark, que valorizou 0,64% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale.	+ ...positivos. As ações da companhia se depreciaram seguindo a queda do preço do minério de ferro. O preço da commodity voltou a cair no mês de junho em um cenário de demanda fraca e retomada dos volumes de oferta.
...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN.	+ ...positivos. Além da desvalorização no preço do minério, o setor de siderurgia como um todo apresentou performance ruim no mês. As constantes revisões para baixo sobre o desempenho da economia doméstica e o maior arrefecimento do mercado automobilístico impactaram negativamente os papéis do setor.
...apesar de o cenário macro ser desafiador, o Bradesco apresenta visibilidade de lucros acima da média do mercado, influenciado preponderantemente pelo cenário de alta de taxas de juros, o que permite a manutenção de uma boa taxa de spread.	...mantivemos posição acima do benchmark em Bradesco.	- ...negativos. Apesar da posição acima do benchmark, esta posição foi montada com base nas ações PN da empresa, por conta da liquidez dos papéis. No mês de junho, as ações ON tiveram uma valorização superior às ações PN, movimento ocorrido após a expectativa de que poderia haver novos aumentos da Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL) perder a força no mercado.
...a Gerdau, por possuir parte de sua operação no exterior, apresentaria menor exposição ao risco de racionamento elétrico e à economia brasileira.	...mantivemos posição acima do benchmark em Gerdau.	- ...negativos. Seguindo o desempenho do setor de siderurgia ao longo do mês, as ações se desvalorizaram com as constantes revisões para baixo sobre o desempenho da economia doméstica e o maior arrefecimento do mercado automobilístico e da construção civil.

FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: rentabilidade abaixo do parâmetro de referência (Ibovespa).

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a ação de Tegma possuía um valuation atrativo dado seu modelo de asset light, o qual permite à empresa administrar melhor os impactos negativos do setor automobilístico. Além disso, a estratégia de venda de ativos com baixo retorno levaria à melhora de resultados e de geração de caixa.	...mantivemos posição acima do benchmark em Tegma.	- ...negativos. Além de dados do setor automobilístico piores do que o esperado pelo mercado, as ações da companhia se desvalorizaram com a notícia de que Fabio Carvalho (CEO) renunciou ao cargo e para seu lugar retornou Gennaro Oddone, o qual havia ocupado esta posição de 2003 até 2013. Este evento foi considerado negativo pelos analistas dado que Carvalho vinha sendo a principal força por trás do turnaround da empresa desde 2013.
...a Gerdau, por possuir parte de sua operação no exterior, apresentaria menor exposição ao risco de racionamento elétrico e à economia brasileira.	...mantivemos posição acima do benchmark em Gerdau.	- ...negativos. Seguindo o desempenho do setor de siderurgia ao longo do mês, as ações se desvalorizaram com as constantes revisões para baixo sobre o desempenho da economia doméstica e o maior arrefecimento do mercado automobilístico e da construção civil.
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale.	+ ...positivos. As ações da companhia se depreciaram seguindo a queda do preço do minério de ferro. O preço da commodity voltou a cair no mês de junho em um cenário de demanda fraca e retomada dos volumes de oferta.

FUNDOS DIVIDENDOS: rentabilidade acima do parâmetro de performance (IDIV), que desvalorizou 2,47% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale.	+ ...positivos. As ações da companhia se depreciaram seguindo a queda do preço do minério de ferro. O preço da commodity voltou a cair no mês de junho em um cenário de demanda fraca e retomada dos volumes de oferta.
...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN.	+ ...positivos. Além da desvalorização no preço do minério, o setor de siderurgia como um todo apresentou performance ruim no mês. As constantes revisões para baixo sobre o desempenho da economia doméstica e o maior arrefecimento do mercado automobilístico impactaram negativamente os papéis do setor.
... a ação de Tagma possuía um valuation atrativo dado seu modelo de asset light, o qual permite à empresa a administrar melhor os impactos negativos do setor automobilístico. Além disso, a estratégia de venda de ativos com baixo retorno levaria à melhora de resultados e de geração de caixa.	...mantivemos posição acima do benchmark em Tagma.	- ...negativos. Além de dados do setor automobilístico piores do que o esperado pelo mercado, as ações da companhia se desvalorizaram com a notícia de que Fabio Carvalho (CEO) renunciou ao cargo e para seu lugar retornou Gennaro Oddone, o qual havia ocupado esta posição de 2003 até 2013. Este evento foi considerado negativo pelos analistas dado que Carvalho vinha sendo a principal força por trás do turnaround da empresa desde 2013.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	Mantemos uma visão ainda construtiva em relação aos bancos privados, apesar de reconhecermos um cenário mais desafiador para a qualidade das suas carteiras de crédito e aumento de impostos. O aumento do desemprego já em curso, associado à perda do poder de compra da população decorrente da inflação mais alta e subida de impostos, deve causar aumento na inadimplência de pessoas físicas. No lado corporativo, também identificamos risco de piora, mais especificamente em empresas da cadeia de petróleo e construção pesada. Entretanto, esses efeitos negativos devem ser mais do que compensados pelo aumento relevante dos spreads praticados pelos bancos. Esperamos crescimento de lucros acima de 10% para os principais bancos privados. Isso, associado a um valuation bastante atrativo (múltiplo P/L na casa das 8x) nos mantém otimistas com o segmento.
Cíclicos Globais	Acima do benchmark	Nossa posição ainda está concentrada em celulose. Por ser fundamentalmente exportador, com demanda distribuída geograficamente entre Europa, Ásia e América do Norte, esse setor beneficia-se dos novos patamares de câmbio, sem os problemas de uma demanda doméstica mais fraca. Após o período de estabilização, com a absorção da entrada de capacidade das unidades brasileiras, os preços mundiais de celulose de fibra curta mostraram boa recuperação, com a forte demanda mundial. Mantemos uma posição abaixo do benchmark para o setor de minério de ferro e metais básicos por entendermos que as condições desfavoráveis de demanda no Brasil, bem como a expectativa de desaceleração da economia chinesa devem pesar sobre as ações do setor.
Cíclicos Domésticos	Abaixo do benchmark	Pretendemos manter uma posição mais leve no segmento, através de uma posição abaixo do benchmark em varejo e nas incorporadoras. Entendemos que o cenário macroeconômico recomenda cautela, com vendas do varejo deprimidas por conta de uma baixa confiança do consumidor. O mesmo fenômeno se faz sentir no mercado imobiliário, com lançamentos e vendas apresentando quedas relevantes se comparados ao ano passado, além de níveis de distrato bastante elevados.
Regulados	Abaixo do benchmark	Pretendemos manter posição abaixo do benchmark no setor elétrico. Avaliamos que a expectativa de fraca demanda após a forte alta de preços de energia deve pesar sobre as distribuidoras. Já as geradoras estão pressionadas pelo menor nível de utilização dos seus reservatórios, expondo-as ao preço do mercado à vista de energia. Tais condições, somadas à baixa expectativa de retorno para o acionista justificam nosso posicionamento.
Defensivos Domésticos	Acima do benchmark	Mantemos nossa posição neste segmento através, principalmente, de Weg, por sua resiliência de resultados e exposição ao desenvolvimento de fontes de energia alternativas no Brasil. Mantemos nossa posição abaixo do benchmark em consumo e Ultrapar. Apesar da maior previsibilidade de lucro em um ambiente macroeconômico adverso, acreditamos que os preços destas ações já incorporam estas características e vemos menor retorno esperado para estas companhias.

Renda Variável e Balanceados (cont.)

ASSET ALLOCATION: em geral, efeito positivo sobre os portfólios balanceados.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o cenário de curto prazo continuaria inspirando cuidados para o investimento em bolsa. As perspectivas ainda desanimadoras dos resultados das empresas brasileiras, por conta de uma economia fraca e a pressão persistente nas margens de lucro, aliadas a um cenário de fraco crescimento no exterior, poderiam continuar impactando negativamente a bolsa.	...mantivemos nossa exposição abaixo do ponto neutro em renda variável.	+ ...positivos. O índice IBrX apresentou desempenho inferior à renda fixa no mês de junho.

Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("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. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. 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.

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.

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO

GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O PROSPECTO, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

