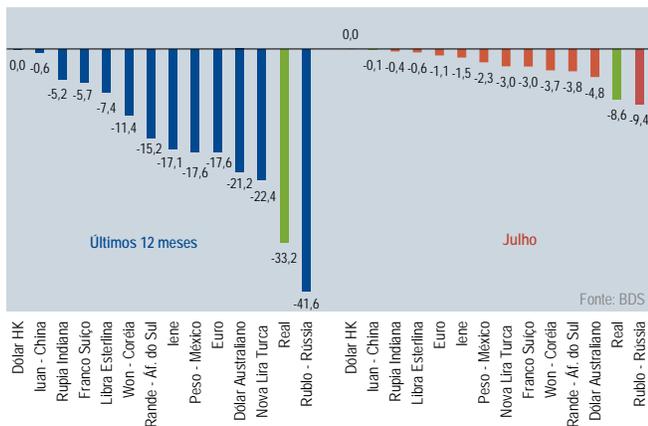




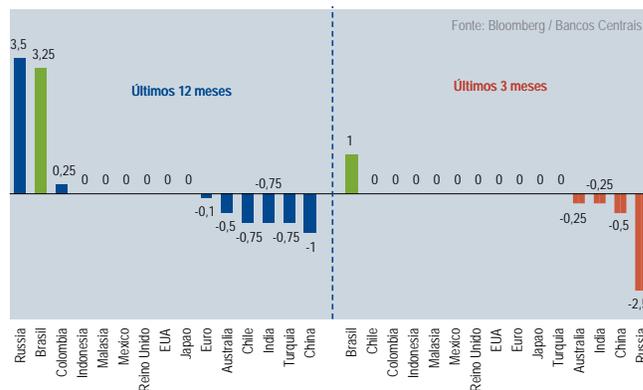
### Moedas (contra o dólar)

Com a constatação da piora da situação fiscal, o real desvalorizou-se acima da média global.



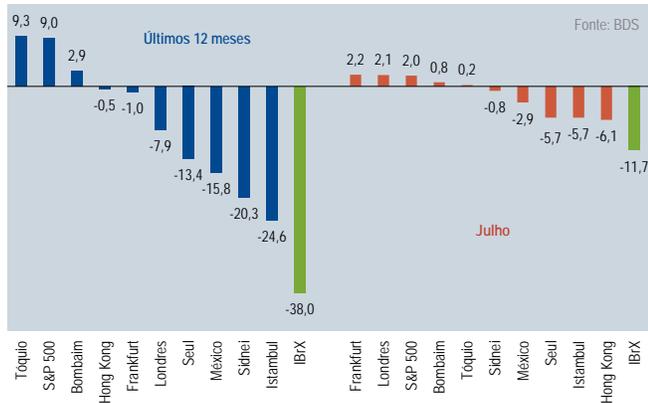
### Taxas básicas de juros - variação

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



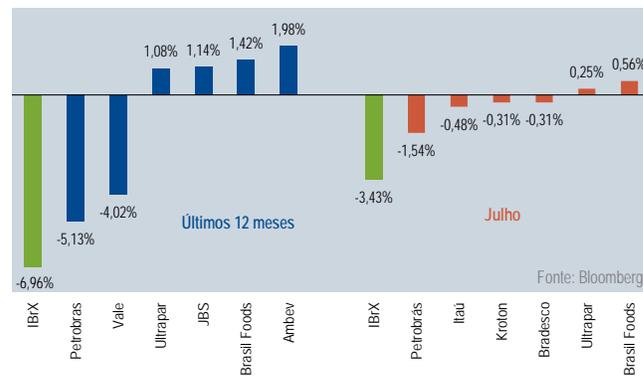
### Bolsas do mundo (em dólar)

A desvalorização do real fez com que a bolsa brasileira liderasse as perdas em julho e nos últimos 12 meses.



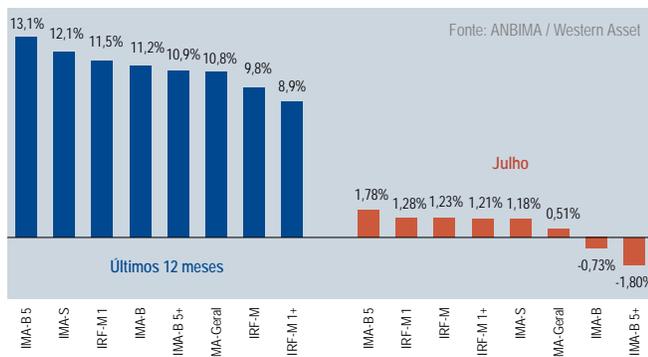
### Principais contribuições para o IBRX

A bolsa brasileira sofreu com as novas metas fiscais. Papéis ligados ao setor exportador, ou vistos como mais resilientes, foram os mais beneficiados.



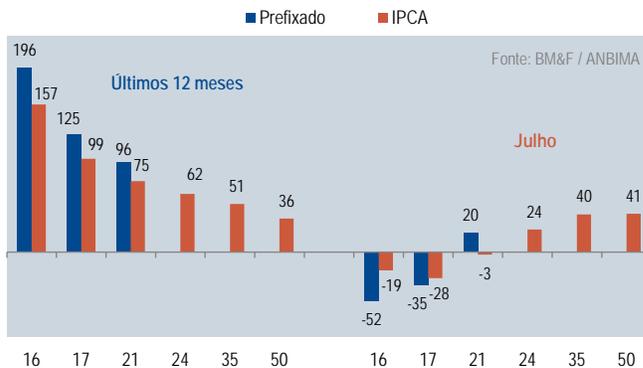
### Renda fixa local - I

O anúncio do fim do ciclo de aperto monetário beneficiou principalmente os IMAs de prazo mais curto.



### Renda fixa local - II

A surpresa pelo fim do ciclo de alta da SELIC beneficiou principalmente as taxas de prazos mais curtos.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JULHO

|   | Renda Fixa  | Câmbio  | Bolsa   |
|---|---|---|---|
| O governo anunciou redução substancial da meta fiscal, de 1,1% em 2015 (e 2% em 2016) para 0,15% em 2015, 0,7% para 2016, 1,3% para 2017 e 2% somente para 2018.  |    |    |    |
| Apesar do resultado do referendo que disse “Não” a mais medidas de austeridade, Alexis Tsipras, primeiro ministro da Grécia, vem negociando um novo pacote de medidas para garantir a continuidade das linhas de suporte do FMI e UE. |    |    |    |
| A S&P rebaixou a perspectiva para a nota de crédito do Brasil de neutra para negativa. O efeito desta decisão já havia sido antecipado quando do anúncio da nova meta fiscal.   |  |  |  |
| O BC, como esperado, aumentou a SELIC em mais 0,50 pp, para 14,25%, mas o seu comunicado pós-reunião praticamente definiu esta como a última alta deste ciclo de aperto monetário.  |  |  |  |

## O QUE ESPERAMOS

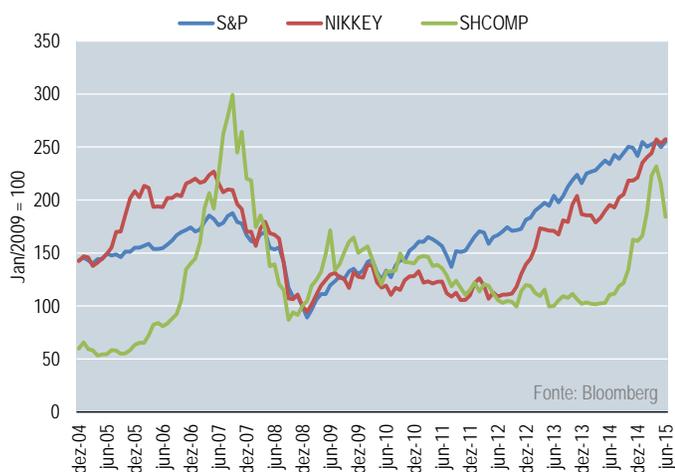
### Cenário Internacional

Vamos tratar, na newsletter deste mês, da volatilidade da bolsa chinesa. Para tanto, utilizaremos a análise feita por Chia-Liang Lian, diretor responsável por Mercados Emergentes da Western Asset.

### A Volatilidade do Mercado de Ações Chinês em Contexto

A recente volatilidade nas bolsas chinesas provocou o receio de uma crise sistêmica na China e preocupações com o crescimento global. De um pico de sete anos e meio em meados de junho, o Shanghai Composite Index (SHCOMP) caiu 29% até o final de julho. No dia 8 o SHCOMP perdeu 5,9% e, no dia 27, outros 8,5%, sugerindo que as medidas de suporte ao mercado tiveram efeito limitado.

Colocando em contexto, as grandes perdas das últimas semanas vieram após um rali espetacular, com os preços das ações praticamente dobrando de valor em menos de um ano. Historicamente, as ações chinesas vêm apresentando grandes oscilações. Após um rali quase sem interrupção em 2006-2007, o SHCOMP logo em seguida perdeu dois terços do seu valor do pico até o ponto mais baixo em 2008. Nos cinco anos seguintes, as ações chinesas experimentaram um prolongado período de estagnação. Vendo a coisa de maneira otimista, os ganhos dos últimos 12 meses poderiam ser interpretados como uma recuperação da bolsa chinesa em relação aos seus pares dos EUA e do Japão, conforme mostra a figura abaixo:



Ao contrário do que acontece em mercados desenvolvidos, o SHCOMP em nossa opinião não é um barômetro macroeconômico confiável. O efeito riqueza que se origina do mercado acionário

não é estatisticamente significativo. Ações representam cerca de 10% da riqueza das famílias, comparado com mais de 50% nos países desenvolvidos. Paradoxalmente, investidores de varejo representam 80% da base de investidores, resultando em uma bolsa com características de cassino, o que explica a vulnerabilidade das bolsas chinesas ao pânico. A participação de investidores institucionais estrangeiros, por outro lado, é restrita por cotas limitadas e pela exclusão do SHCOMP dos índices globais de ações. Apesar da recente onda de IPOs, o financiamento das empresas via bolsa representa uma parte muito pequena do total dos seus passivos, não chegando a 5% e contrastando com o financiamento bancário, que ainda representa 70% do total.

No entanto, o SHCOMP – assim como os preços dos imóveis – serve como uma medida do sentimento socioeconômico. Tendo como pano de fundo um cenário de rápida mudança demográfica na que é agora a segunda maior economia do planeta, o enigma paternalista-capitalista enfrentado pelas autoridades chinesas não é de fácil resolução.

### As Medidas para a Estabilização do Mercado

Desde o final de junho, as autoridades chinesas responderam à volatilidade com um programa de estabilização do mercado, que incluiu as seguintes medidas:

- Corte das taxas de empréstimo e de depósito em 25 pontos-base, redução da razão de requerimento de reservas (RRR) em 50 pontos-base, e garantia de suporte de liquidez por parte do Banco Central.
- Redução dos custos de transação em 30% nas bolsas de Shanghai e Shenzhen.
- Suspensão de novos IPOs.
- Compra de ETFs pela estatal Central Huijin, totalizando US\$1,9 bilhões.
- Compromisso de um conjunto de 21 corretoras com um fundo de estabilização do mercado, equivalente a 15% dos seus ativos líquidos.
- Proposta de permissão para que o Fundo de Pensão Nacional possa investir até US\$160 bilhões.
- Proibição a acionistas e diretores detentores de mais de 5% das ações de uma empresa do direito de vender tais ações.

Como em outros episódios de controle de danos, as medidas procuravam prevenir que a atual queda dos preços das ações se precipite em uma grave crise de confiança.

As atenções provavelmente se concentrarão em preservar a estabilidade do sistema financeiro no contexto do aumento do financiamento das margens. O financiamento das margens para compra de ações atingiram um pico de US\$ 370 bilhões no final de junho, mas desde então recuaram 20%. A exposição dos bancos chineses a corretoras, que somam 3% do total dos depósitos bancários, é aparentemente administrável. O número de novas contas em corretoras cresceu exponencialmente, com a atividade especulativa confinada basicamente aos cinturões mais ricos das grandes cidades. Um potencial buraco negro é quanto do financiamento do mercado de ações está ligado ao mercado de imóveis.

### Crescimento e Implicações para a Política Econômica

Do ponto de vista do crescimento, a desordem no mercado acionário, se prolongada, pode colocar algum risco para o PIB chinês em 2015. De fato, as notícias de curto prazo poderiam piorar o altamente incerto humor do mercado, alimentando as especulações de um “game-over” para a economia chinesa. Seria imprudente categoricamente descartar o risco, ainda que pouco provável, de um cenário extremo. Tendo dito isso, analistas frequentemente tornam-se presas da falácia da composição, aplicando ao todo o que é verdade apenas para um segmento da economia.

Como sublinhado anteriormente, o nexos entre preços das ações e crescimento na China em nossa opinião não é forte. Por exemplo, há pouca evidência sugerindo que os ganhos expressivos dos preços das ações nos últimos 12 meses ajudaram a estimular o consumo privado. Nosso cenário-base antecipa algum sucesso na tarefa de evitar um colapso do mercado de ações, dados a “vontade e o tamanho da carteira” do governo chinês em manter a estabilidade financeira, preservar o pacto social e conseguir um soft landing da economia, com o crescimento do PIB perto de 6,5% neste ano. É pouco provável que este cenário-base, se realizado, signifique algum impulso para o crescimento global, como o que vimos na década que se seguiu à entrada da China na Organização Mundial do Comércio, em 2001.

De fato, o ressurgimento da volatilidade dos preços das ações expõe os riscos de médio prazo do país. Além de refletir o pouco desenvolvimento e a fragilidade da infraestrutura financeira, também é um sinal da escassez de alternativas de investimento para o investidor individual, além de ações e imóveis. A abordagem intervencionista se contrapõe aos proponentes de uma economia de mercado, e os méritos de longo prazo de um modelo híbrido estatal-capitalista serão intensamente discutidos. Talvez ainda mais danoso seja o fato de as habilidades do governo para lidar com crises estarem sob escrutínio e a fé na capacidade do governo de lidar com as dificuldades estar sendo severamente questionada.

### Mercados Locais

#### Renda Fixa

O COPOM encerrou o ciclo de aperto monetário em grande estilo: fez o aumento de 0,50 ponto percentual que era esperado pelo mercado depois da revisão da meta de superávit primário, e avisou que este patamar de juros deverá se manter por tempo “suficientemente prolongado” para trazer a inflação para a meta ainda em 2016. Ou seja, ao mesmo tempo em que deu por encerrado o atual ciclo, deixou claro para o mercado que seu objetivo não mudou. A resposta do mercado foi um rali das taxas de juros ao longo de toda a curva, mostrando que o BC conseguiu reconquistar (ao menos por enquanto) a credibilidade perdida durante os últimos quatro anos.

Então, se até a quarta-feira, dia 29, as especulações giravam em torno de qual seria o nível final da SELIC neste ciclo de aperto monetário, desde o dia 30 as discussões passaram a centrar-se na extensão do período em que a SELIC permanecerá em 14,25%. Acreditamos que o BC terá espaço para cortar agressivamente a taxa ao longo de 2016 em função de uma atividade econômica extremamente fraca. No final do mês de julho, a curva de juros embutia uma SELIC ao final de 2016 de aproximadamente 12,50%. Nossa expectativa é de que a SELIC atinja 11,50% na referida data, ou até menos.

#### Câmbio

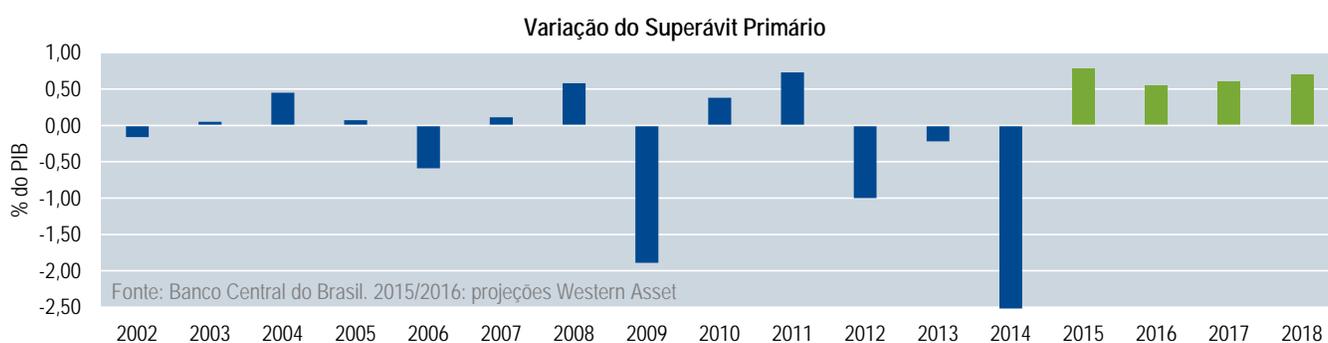
Dois fatores, um externo e outro interno, levaram a uma das maiores desvalorizações mensais do real deste ano: mais uma rodada de fortalecimento global do dólar e a revisão da meta de superávit primário, com a consequente revisão da perspectiva para a nota de crédito do Brasil por parte da S&P. A média da desvalorização das principais moedas de emergentes e de economias que dependem de commodities foi de 4,6%, contra uma desvalorização do real de 8,6%. Ou seja, podemos dizer que aproximadamente metade da desvalorização do real neste mês deveu-se a fatores externos, e a outra metade aos nossos próprios problemas.

Nossa avaliação é de que, assim como no mercado de taxas de juros, a piora da percepção da situação fiscal, causada pela revisão da meta de superávit primário, já está incorporada na moeda. Assim, avaliamos que, desconsiderando eventual valorização adicional do dólar no mercado internacional, o atual nível do real parece adequado.

## Bolsa

Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros neste ano e no próximo não justificam a atual precificação da bolsa. Em nosso cenário, os lucros devem cair 2% neste ano e crescer 10% no ano que vem, sobre uma base já bastante fraca. Considerando este crescimento e um P/L de 13,5 (que é o nível atual, já acima da média histórica) no final deste ano (calculado com base na projeção de lucros para 2016), o potencial de alta da bolsa seria de aproximadamente 6%. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma grande volatilidade dado o 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



- Este gráfico mostra a diferença entre o superávit primário do ano em relação ao ano anterior. Ou seja, reflete a expansão fiscal (barras para baixo) ou a contração fiscal (barras para cima) em cada ano. Podemos observar, por exemplo, que 2009 (-1,9% do PIB) e 2014 (-2,5%) foram os anos de maior expansão fiscal da série. O ano de 2009 foi marcado pelas medidas contracíclicas para combater os efeitos da crise global, e 2014 foi ano eleitoral.
- Por outro lado, nos anos em que houve aperto fiscal, raramente este esforço ultrapassou 0,5% do PIB (0,5% em 2008 e 0,7% em 2011). E não houve, nesta série, mais de dois anos seguidos de contração fiscal.
- A nova meta anunciada, já enfraquecida, significa quatro anos seguidos de aperto fiscal igual ou superior a 0,5% do PIB, e ainda nos parece desafiadora.

**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...   |
|--|--|--|
| ...após o provável encerramento do ciclo de aperto monetário, as incertezas se concentram no período de tempo em que a taxa SELIC permanecerá no atual patamar. Além disso, o aumento da percepção de risco com a nova meta fiscal poderia prejudicar a parte mais longa da curva. | ...na medida em que as taxas de prazos mais curtos recuaram após o COPOM, nós migramos a exposição do Jan/2017 para o Jan/2018, posição menos sensível ao timing do início da redução da SELIC. Além disso, diminuimos a exposição ao Jan/2021, migrando também para o Jan/2018. | =<br>...neutros. Os juros mais curtos recuaram após o COPOM, beneficiando a posição da carteira, mas foram compensados pelo aumento dos juros na ponta longa da curva. |
| ...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.   | -<br>negativos. Os juros mais longos subiram depois da revisão da meta fiscal e da revisão da perspectiva da nota do Brasil pela S&P.                                  |
| ...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.  | =<br>...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.   | +<br>...positivo, na medida em que os fundos Multimercados renderam acima 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.  | +<br>...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.<br>- |
| ...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.<br>-    |
| ...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.<br>+  |

**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...   |
|--|--|--|
| ...após o provável encerramento do ciclo de aperto monetário, as incertezas se concentram no período de tempo em que a taxa SELIC permanecerá no atual patamar. Além disso, o aumento da percepção de risco com a nova meta fiscal poderia prejudicar a parte mais longa da curva. | ...na medida em que as taxas de prazos mais curtos recuaram após o COPOM, nós migramos a exposição do Jan/2017 para o Jan/2018, posição menos sensível ao timing do início da redução da SELIC. Além disso, diminuímos a exposição ao Jan/2021, migrando também para o Jan/2018. | ...neutros. Os juros mais curtos recuaram após o COPOM, beneficiando a posição da carteira, mas foram compensados pelo aumento dos juros na ponta longa da curva.<br>= |
| ...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 mais longos subiram depois da revisão da meta fiscal e da revisão da perspectiva da nota do Brasil pela S&P.<br>-                                  |
| ...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.   | ...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela Western Asset para investidores institucionais.   | ...positivo, na medida em que os fundos Multimercados renderam acima do benchmark no mês.<br>+   |
| ...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.<br>+  |

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

O comunicado após o último COPOM e a ata da reunião apontam para o fim do ciclo de aperto monetário, e manutenção da SELIC por um longo período, de modo a continuar perseguindo a convergência da inflação de 2016 para a meta.

Avaliamos que o BC terá espaço para cortar a taxa SELIC de maneira relevante ao longo de 2016, beneficiando a parte intermediária da curva. Ao mesmo tempo, reconhecemos que a execução da meta fiscal tornou-se mais desafiadora, aumentando de maneira relevante o risco de posições mais longas.

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.

Adotamos uma posição estrutural comprada em peso mexicano.

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.

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.

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.

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

A Grécia chegou à beira do precipício, mas evitou a queda. O 1º ministro Alexis Tsipras voltou à mesa de negociações com a Troika, apesar do resultado do referendo.

Uma posição comprada em euro parece fazer sentido, dado o tamanho da desvalorização da moeda, uma parte devida às incertezas com a Grécia.

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

Permanecemos sem posições no Ibovespa.

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.

Permanecemos com pequena posição comprada em S&P 500.

## FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: rentabilidade inferior ao benchmark, que desvalorizou 4,17% no mês.

| Pensávamos que...  | Portanto nós...  | E os resultados foram...  |
|--|--|---|
| ...a Gerdau, por possuir parte de sua operação no exterior, apresentaria menor exposição a fraqueza da atividade econômica brasileira.   | ...mantivemos posição acima do benchmark em Gerdau.    | - ...negativos. As ações se desvalorizaram no período. A empresa anunciou a aquisição das ações minoritárias dentro de suas diferentes divisões no valor de R\$2 bilhões, tendo como objetivo simplificar sua estrutura corporativa. O mercado considerou tal transação como negativa, não somente pelo alto prêmio pago na aquisição, mas também dado o aumento de alavancagem que tal movimento irá gerar para a empresa. Alteramos nossa posição para abaixo do benchmark. |
| ...diante de um cenário macroeconômico desafiador, ao qual a Ultrapar não é imune, acreditávamos que as ações da companhia apresentavam um valuation pouco atrativo.   | ...mantivemos posição abaixo do benchmark em Ultrapar. | - ...negativos. As ações da companhia se valorizaram seguindo o movimento das ações consideradas como defensivas dada a deterioração do ambiente de negócios doméstico.   |
| ...o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar a continuidade do movimento de desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica, entretanto preferimos Suzano dentro deste setor. | ...mantivemos posição abaixo do benchmark em Fibria.   | - ...negativos. Os papéis se valorizaram após a empresa reportar sólidos resultados referentes ao 2T15. Neste período a Fibria se beneficiou principalmente da depreciação do real e do aumento dos preços da celulose. Além disso, o fluxo de caixa acima das expectativas permite com que a companhia desalavanche mais rápido do que o esperado.   |
| ...a CEMIG poderia ser prejudicada pelo cenário político ainda incerto e a expectativa de fraca demanda de energia após a forte alta de preços.  | ...mantivemos posição abaixo do benchmark em CEMIG.    | + ...positivos. As ações da empresa seguiram a tendência de queda que se estabeleceu desde o julgamento desfavorável do STJ sobre as renovações das usinas. Além disso, o papel foi pressionado pela avaliação de que ela, como parte do grupo de controle da Santo Antônio Energia, pode vir a ter de realizar novo aporte de capital na usina, após esta última não honrar uma garantia exigida pela Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE).                  |

## FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade inferior ao benchmark, que desvalorizou 3,44% no mês.

| Pensávamos que...   | Portanto nós...  | E os resultados foram...  |
|---|--|---|
| ...a Gerdau, por possuir parte de sua operação no exterior, apresentaria menor exposição a fraqueza da atividade econômica brasileira.  | ...mantivemos posição acima do benchmark em Gerdau.    | - ...negativos. As ações se desvalorizaram no período. A empresa anunciou a aquisição das ações minoritárias dentro de suas diferentes divisões no valor de R\$2 bilhões, tendo como objetivo simplificar sua estrutura corporativa. O mercado considerou tal transação como negativa, não somente pelo alto prêmio pago na aquisição, mas também dado o aumento de alavancagem que tal movimento irá gerar para a empresa. Alteramos nossa posição para abaixo do benchmark. |
| ...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. | - ...negativos. As ações da companhia se valorizaram seguindo o movimento das ações consideradas como defensivas dada a situação econômica doméstico mais complicada.   |
| ...a Cosan oferecia exposição à desvalorização cambial e à recuperação do preço do etanol no negócio de açúcar e álcool; à resiliência do negócio de distribuição de combustíveis; e à previsibilidade do setor de distribuição de gás. Todos estes fatores somados a um valuation bastante atrativo. | ...mantivemos posição acima do benchmark em Cosan.     | - ...negativos, as ações se depreciaram no mês. A dinâmica do setor de açúcar e etanol está pior que o esperado, o que também vêm ocorrendo com o setor de gás. Além disso, os investidores estão mais receosos a investir em empresas com estrutura societária complexa como Cosan.  |
| ...a BR Foods continuaria a colher os frutos da ampla reestruturação implantada nos últimos trimestres, com destaque para as mudanças na área de vendas e em sua distribuição. Além disso, a desvalorização cambial poderia impactar positivamente no nas ações.                                      | ...mantivemos posição acima do benchmark em BR Foods.  | + ...positivos...As ações reagiram positivamente à desvalorização do real ao longo do mês e, principalmente, ao fato da empresa ter reportado mai um trimestre de sólido resultado operacional. O resultado mostrou-se acima das expectativas dos analistas, em especial considerando o atual cenário de consumo doméstico.   |

**FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: rentabilidade superior ao Ibovespa.**

| Pensávamos que...   | Portanto nós...                                       |   | E os resultados foram...  |
|---|---|---|---|
| ...a Par Corretora continuaria a se beneficiar devido ao seu risco regulatório mitigado, baixo comprometimento de capital e boas perspectivas de crescimento.   | ...mantivemos posição long em PARC3.                  | + | ...positivos. A demanda pelo papel continuou muito expressiva em Julho e os papéis se apreciaram.   |
| ...as ações da Profarma ainda não refletiam o grande potencial de sua expansão no setor de varejo de medicamentos. Acreditamos que a empresa tenha sinergias importantes a se materializar uma vez que seu número de drogarias cresça e absorva uma parte mais relevante do volume distribuído por sua operação original. | ...mantivemos posição acima do benchmark em Profarma. | + | ...positivos. As ações da companhia se valorizaram com os investidores identificando valor nos papéis dado o maior engajamento da empresa no setor de varejo. Além disso, a pouca liquidez do papel pressionou seus preços. |
| ...a Tupy poderia se beneficiar em um cenário de maior depreciação do real no curto prazo. Além disso, a empresa está passando por um processo de desalavancagem o qual beneficiaria as ações no médio prazo.   | ...mantivemos posição acima do benchmark em Tupy.     | + | ...positivos. As ações se valorizaram no período devido à desvalorização do real.   |

**FUNDOS DIVIDENDOS: rentabilidade abaixo do índice IDIV, que desvalorizou 3,48% 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.                     | - | ...negativos. Apesar da posição abaixo do benchmark, esta posição foi montada com base nas ações ON da empresa. No mês de julho, as ações PN tiveram uma desvalorização bem superior às ações ON. Houve queda na liquidez das ações ordinárias na oferta para aluguel.   |
| ...a Energias do Brasil poderia ser prejudicada dado a expectativa de fraca demanda de energia após a forte alta de preços. Adicionalmente, as ações da empresa detinham valuation pouco atrativo. | ...mantivemos posição abaixo do benchmark em EDP – Energias do Brasil. | - | ...negativos. As ações se valorizaram com a melhoria na percepção de risco com relação a qualidade de gestão da companhia. Adicionalmente, no fim do mês a empresa divulgou um resultado sólido, agora referente ao 2T15 com um bom trabalho no gerenciamento de custos e melhoras nos indicadores de qualidade. |
| ...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. As ações se desvalorizaram ao passo que novos indicadores da China confirmaram a desaceleração de sua economia. Além disso, a deterioração da economia brasileira, em especial do setor siderúrgico, também impactou negativamente nos papéis.   |

## 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. Além disso, as instituições já vem constituindo provisões consideráveis nos últimos trimestres, contando hoje com índices de cobertura bastante confortáveis. 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 está dividida em 3 partes: uma aposta em Tupy, por sua exposição ao mercado externo, em especial americano, e seu sólido balanço. Adicionalmente, mantemos ainda nossa posição 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. Por fim, temos posição acima do benchmark em agrícolas, centrada em São Martinho, novamente pela exposição cambial, além da excelência operacional e forte evolução dos indicadores financeiros da companhia, com destaque para a geração de caixa. Como contraponto, 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   | Em linha com o benchmark | Pretendemos manter uma posição neutra no segmento, através de uma posição abaixo do benchmark concentrada no segmento imobiliário. Entendemos que o cenário recomenda cautela, com o setor sendo afetado por lançamentos e vendas deprimidas, além de elevado nível de distrato por conta de uma baixa confiança do consumidor e fraco desempenho da economia. Tal aposta é contraposta por uma exposição acima do benchmark em BVMF e ALPA, ambas com potencial de valorização interessante, sólida posição de balanço e boa geração de caixa. Além disso, do ponto de vista da carteira, estes papéis tem função de diversificação de risco em relação às nossas apostas principais.   |
| 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 BBSE, PARC e CTIP. Acreditamos que os fundamentos do setor de seguros continuam sólidos, com destaque para a baixa penetração destes produtos no país. Já no caso de CTIP, gostamos da resiliência de resultados e boas perspectivas para novos produtos que a companhia vem desenvolvendo (notadamente o registro eletrônico de hipotecas). 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 julho. |

*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](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.*

**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.**

 A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.