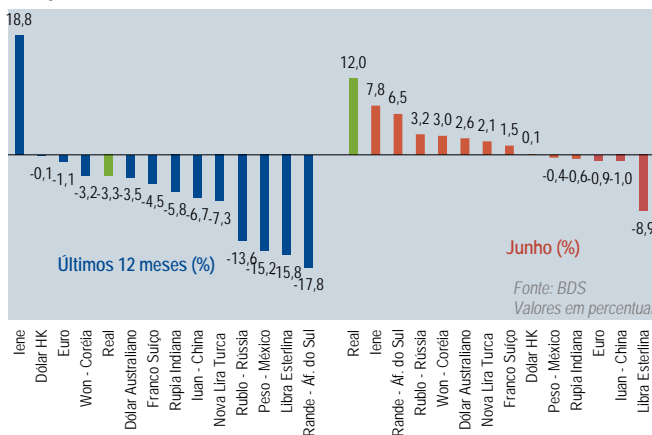


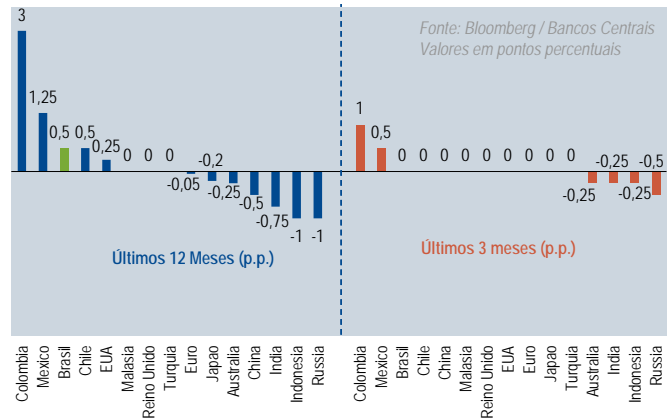
Moedas (contra o dólar)

O Real foi o campeão da valorização em junho, por razões explicadas nesta newsletter. A libra esterlina foi o destaque negativo, em função do Brexit.



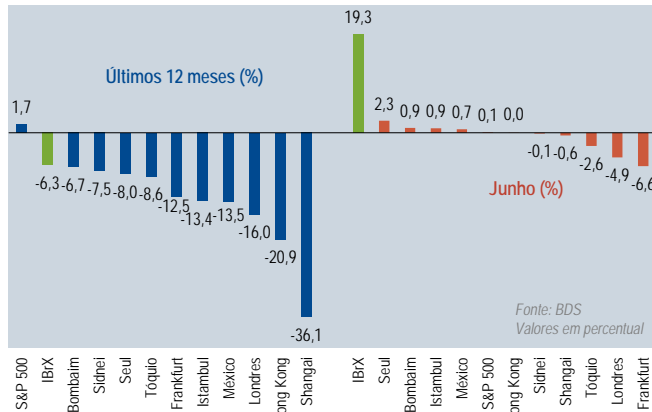
Taxas básicas de juros - variação

O México juntou-se à Colômbia no aperto monetário, em uma tentativa de segurar a desvalorização da moeda.



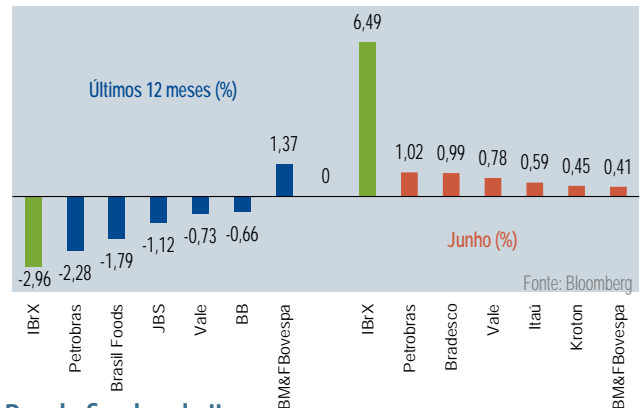
Bolsas do mundo (em dólar)

Graças ao câmbio, a bolsa brasileira foi a campeã em junho, e recuperou-se nos últimos 12 meses.



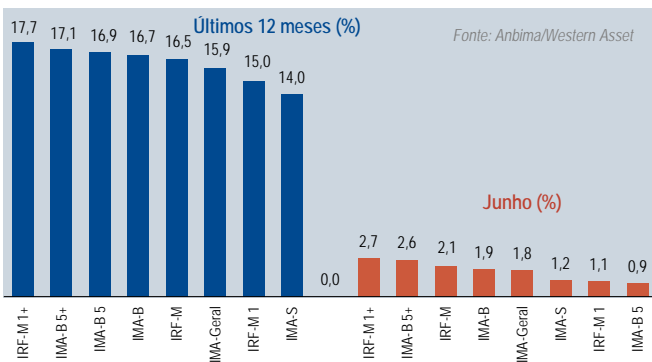
Principais contribuições para o IBrX

A realização da bolsa local pegou principalmente o setor financeiro, Petrobras e Vale, os mesmos que haviam puxado o rally dos meses anteriores.



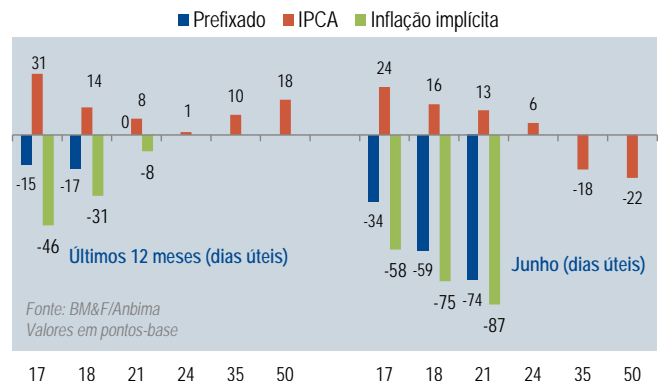
Renda fixa local - I

Os IMAs mais longos se destacaram, em um mês em que o BC deu sinais de que não está cogitando cortar os juros no curto prazo.
















Renda fixa local - II

O novo BC mais "hawkish" fez com que a inflação implícita despencasse em junho.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JUNHO

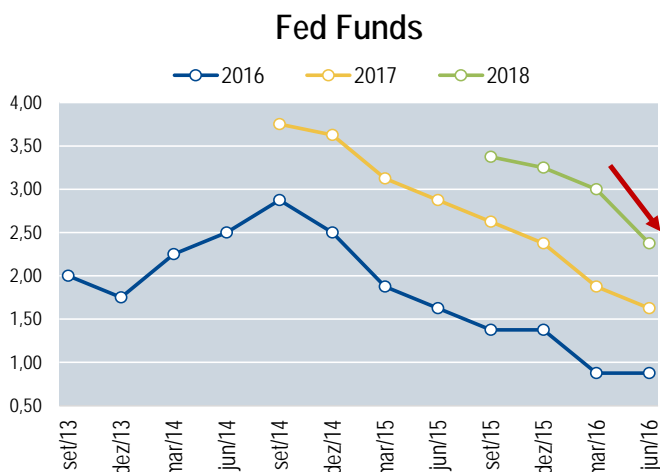
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Dados de emprego muito fracos nos EUA iniciaram um processo de revisão das expectativas de continuidade da normalização monetária, corroborada pelo Comitê de Política Monetária (FOMC).			
O resultado do referendo pela saída do Reino Unido da União Europeia surpreendeu os mercados, lançando incertezas sobre as perspectivas de crescimento global.			
O IPCA-15 surpreendeu positivamente, interrompendo uma série de surpresas negativas que vinham desde o início do ano.			
O tom mais "hawkish" do relatório de inflação fez o mercado adiar a expectativa de início do corte de juros.	 Curto  Longo		

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional:

Dois eventos marcaram o cenário global no mês de junho: os dados muito fracos do mercado de trabalho norte-americano, que levaram a uma reavaliação dos rumos da política monetária nos EUA, e o inesperado resultado do referendo no Reino Unido, pela saída da União Europeia.

Nos EUA, a criação de empregos urbanos ("non-farm payroll") em maio veio em meros 38 mil, contra um consenso de 158 mil. Além disso, o número de abril foi revisado de 160 mil para 123 mil. Estes números caíram como uma bomba sobre os mercados e também, porque não dizer, sobre o Fed. Desmontaram expectativas (já não tão fortes nos últimos meses, diga-se de passagem) de uma normalização monetária mais rápida. A reunião do FOMC¹, pouco mais de uma semana depois, refletiu este número. Os membros do FOMC, trimestralmente, colocam suas expectativas para PIB, emprego, inflação e taxa de juros nos anos seguintes. O gráfico a seguir mostra as sucessivas revisões para baixo das taxas de juros, e especialmente a revisão feita para os juros do final de 2018:



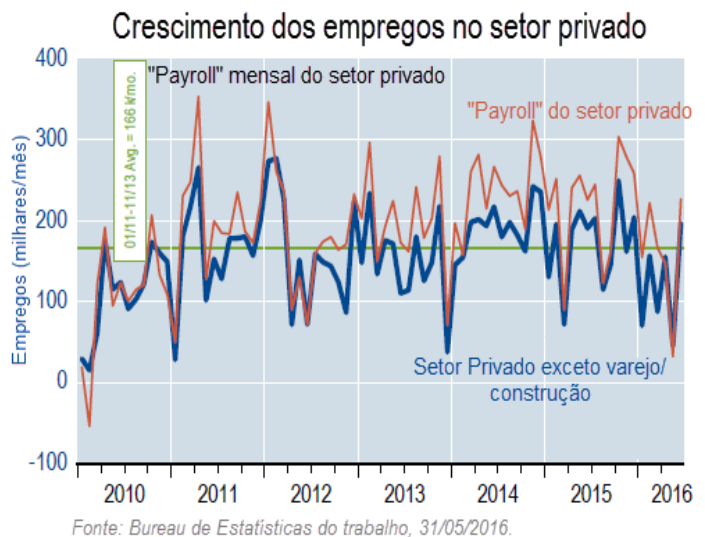
Fonte: Federal Reserve

Ou seja, os membros do FOMC acreditam hoje que os Fed Funds estarão abaixo de 2,5% no final de 2018, uma queda significativa em relação às expectativas de apenas 3 meses atrás, quando se esperava Fed Funds na casa dos 3%. Estamos falando de dois anos e meio até 2018, ou 20 reuniões do FOMC. Isto significa aumentos de 0,25% em reuniões alternadas da próxima reunião até o final de 2018. Convenhamos, estamos longe da perspectiva de uma política monetária que se poderia chamar agressiva. E, além disso, nada indica que as revisões para baixo pararam por aí. Por exemplo,

¹ FOMC: Comitê de Política Monetária dos EUA, o equivalente ao nosso COPOM

em setembro de 2014, os membros do FOMC acreditavam que os Fed Funds estariam em 3% no final de 2016, um número hoje que está abaixo de 1%. Ainda temos dois anos e meio até 2018, e várias revisões podem ainda ser feitas.

A visão de que a economia dos EUA não está suficientemente forte a ponto de justificar uma normalização monetária mais rápida já vem sendo defendida pela Western há algum tempo. Por exemplo, avaliamos que este número de maio do "non-farm payroll" é meramente uma continuação da tendência de crescimento lento do emprego que tem sido a tônica pelo menos desde o início deste ano. Considerando uma medida alternativa de criação de empregos, que desconsidera os setores mais voláteis do mercado de trabalho (varejo e construção civil), a média de criação de empregos em 2016 está em 104 mil/mês, contra uma média de 166 mil/mês nos cinco anos anteriores, como podemos ver no gráfico a seguir:



Fonte: Bureau de Estatísticas do trabalho, 31/05/2016.

Nossa visão é de que este número fraco de maio representa mais um dado que confirma uma tendência de longo prazo, uma tendência que o Fed terá dificuldade em ignorar.

Agora, o Brexit. Muito pouco temos a comentar neste momento, dado que ninguém sabe realmente o que vai acontecer. As alternativas abertas à frente vão desde a pouco provável revogação do referendo até o também improvável isolamento completo da Inglaterra (e, possivelmente, do País de Gales). Apesar da pressa demonstrada pelos líderes da União Europeia (principalmente pelos franceses, que nunca assimilaram as barreiras colocadas pelos ingleses a uma maior integração da UE) para que o Reino Unido resolva logo a situação, invocando o quanto antes a cláusula 50 do Tratado de Lisboa, o sistema político inglês ainda parece estar no começo da digestão do que aconteceu. Começar do zero uma série de tratados internacionais de comércio parece não estar

no radar dos defensores da saída, mas é exatamente isso o que indicaram os líderes europeus até o momento. Para estes, há um delicado equilíbrio entre não deixar de fazer comércio com uma das potências globais, e não deixar de demonstrar que sair da UE tem os seus custos, que podem ser suportados por um país grande e financeiramente saudável como a Inglaterra, mas não por países menores e menos saudáveis, como Grécia, Portugal ou até mesmo a Espanha.

Os efeitos sobre o Brasil parecem ser limitados. Em um primeiro momento, o efeito sobre os preços dos ativos financeiros limitou-se ao movimento de “flight to quality” típico desses momentos de incerteza, e durou apenas dois dias. Do ponto de vista de fundamentos, o avanço de acordos comerciais com a UE fica prejudicado até que o imbróglio se resolva. Mas nada que realmente influencie de maneira significativa os preços dos ativos locais de forma permanente.

Mercados Locais

Renda Fixa

O novo Banco Central, comandado por Ilan Goldfjan, mostrou a que veio. As primeiras sinalizações, principalmente o Relatório de Inflação, desmontaram as expectativas de um iminente início do ciclo de afrouxamento monetário. A leitura que vínhamos fazendo até o momento é que, com a atividade econômica extremamente fraca, o BC poderia iniciar o ciclo de corte de juros, fazendo uma convergência mais lenta da inflação para a meta. Com a credibilidade da nova equipe do BC e os ajustes fiscais prometidos pelo governo, esta convergência estaria contratada.

A leitura da nova diretoria do BC foi diferente. Reconhecendo que credibilidade não é um ativo definitivo, antes, deve ser constantemente conquistado, Ilan e sua equipe decidiram não considerar como entregue a provável, possível ou duvidosa melhora do quadro fiscal nos próximos meses. Também não assumiram um mandato dual (manter emprego e controlar a inflação) que não lhes foi conferido. O foco é na convergência da inflação para a meta, com as expectativas jogando um papel decisivo, como deve ser em um sistema de metas. E as expectativas não pintam um quadro bonito: no cenário de mercado, que considera cortes de juros até 11,5% até o final de 2017, a inflação simplesmente não converge segundo os modelos do BC. Por outro lado, mantendo os juros em 14,25% até onde a vista alcança, a inflação converge para a meta no início de 2018, dentro, portanto, do horizonte de planejamento da política monetária. Para bom entendedor, meio Relatório de Inflação basta. Assim, o BC vai confirmando a credibilidade que o mercado lhe conferiu de início.

O efeito disso sobre as curvas de juros foi de livro-texto. As taxas prefixadas de curto prazo subiram e as de longo prazo despencaram, refletindo a expectativa de que uma política monetária mais austera no curto prazo, levando a uma convergência mais rápida da inflação, abre espaço para taxas de juros mais baixas no futuro. O mesmo aconteceu com as taxas de juros reais. Além disso, a inflação implícita também caiu, em decorrência da elevação das taxas das NTN-Bs.

A visão da Western sobre o comportamento dos juros nos próximos meses não mudou de maneira substancial: já vínhamos alongando nossa posição na curva prefixada, em função da incerteza sobre o início do ciclo de queda dos juros, e o Relatório de Inflação somente confirmou esta visão. Além disso, migramos uma parcela de nossa posição para as NTN-Bs na parte central da curva, como uma forma de manter a duration da carteira em um cenário de incerteza com o Brexit.

Câmbio

O real simplesmente não tomou conhecimento das outras moedas do mundo, sendo a moeda que mais se valorizou em junho, e também neste primeiro semestre de 2016. Apenas para se ter uma ideia, o real se valorizou 12% em relação ao dólar neste mês, contra uma valorização média de 3,8% de uma cesta de moedas de economias emergentes. Viajar para a Inglaterra ficou quase 19% mais barato em junho! Por que este movimento?

Em primeiro lugar, o real foi a moeda que mais se desvalorizou em 2015: enquanto a moeda brasileira se desvalorizou 32% em relação ao dólar no ano passado, a desvalorização da mesma cesta de moedas de emergentes citada acima se desvalorizou apenas 17% no mesmo período. Em um momento de recuperação, o real tende, portanto, a se valorizar mais.

Em segundo lugar, as condições políticas do país mudaram neste ano. Há um governo que se mostra comprometido com o ajuste fiscal, e um Banco Central com uma nova orientação. Este último aspecto é importante em duas dimensões: a primeira são as intervenções no mercado cambial. Havia uma espécie de “linha na areia” desenhada no nível de R\$ 3,50, a partir da qual o BC atuava. Desde a mudança de guarda no BC, a autoridade monetária deixou de atuar no mercado cambial, via venda de swaps. Ao notar que o BC deixou de atuar, o mercado perdeu o chão, e passou a testar novos níveis, sempre à espera da atuação do BC, que até agora não veio². A segunda dimensão é a nova política monetária, que promete ser mais “hawkish” do que a anterior. E o livro-texto diz que uma política monetária mais austera provoca a valorização da moeda. E é exatamente isto o que está acontecendo.

É difícil prever o novo nível de equilíbrio do real. Em algum momento o BC entrará revertendo o estoque de swaps, que ainda está em um nível bastante elevado (cerca de R\$ 60 bilhões), pois é sabido que o novo presidente do BC não aprecia este tipo de instrumento. É de se supor que, quando o BC decidir voltar a intervir, o real pare de se valorizar, mas é difícil antecipar em qual nível isto vai acontecer. Pode ser, inclusive, que o BC queira o real em um nível mais valorizado, para facilitar a sua tarefa de trazer a inflação para a meta em 2017. Portanto, é possível vermos níveis ainda mais valorizados do real no curto prazo.

Bolsa

No mês do Brexit, a bolsa até que oscilou pouco. O IBRX estava subindo cerca de 6% até o evento, devolveu 4% em dois dias pós-Brexit, e terminou o mês com alta de 6,5%. Comparada com as bolsas europeias, foi um excelente comportamento. Quando se considera em conjunto o movimento do câmbio, a bolsa brasileira se destacou de maneira relevante em junho no contexto global. Notícias específicas relacionadas a alguns setores, como energia elétrica, ajudaram a impulsionar a bolsa local.

Em nosso cenário atual, os lucros devem crescer cerca de 13% em 2016 e 10% em 2017 e 2018. Se este cenário se confirmar, o P/L da bolsa no final de junho, considerando o crescimento de lucros nos próximos 12 meses, estava em aproximadamente 14. Somente para manter este P/L daqui a um ano (em junho de 2017), considerando o crescimento de lucros para os 12 meses seguintes, a bolsa deveria subir 8% nos próximos 12 meses. Como 14 é um nível de P/L acima da média histórica, manter este patamar já significa um objetivo desafiador.

Realizamos um outro exercício, desta vez *bottom-up*: digamos que cada ação do IBRX atingisse o máximo P/L alcançado nos últimos 3 anos. Considerando os lucros esperados para os próximos 12 meses, poderíamos ter alta adicional de 30% da bolsa. Seria, sem dúvida, a precificação de um cenário perfeito, mas é útil para termos uma ideia da valorização que a bolsa poderia experimentar no curto prazo, caso o novo governo consiga uma execução perfeita de seus planos de equilíbrio fiscal.

2 Este relatório foi escrito em 30/06. Em 01/07, o BC finalmente anunciou venda de swaps, mas de maneira muito tímida.

Fundos de Renda Fixa Ativos: rentabilidade bruta de taxa de administração **acima** dos respectivos benchmarks.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...por conta dos fundamentos econômicos fracos e do provável recuo da percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento do processo de Impeachment, as taxas de juros poderiam recuar.	... mantivemos, ao longo de boa parte do mês, uma exposição concentrada em pré-fixados com vencimento Jan/19. No entanto, ao final do mês migramos uma parcela da exposição pré Jan/19 para taxas de juros reais com vencimento em 2021.	+	...positivos. A visão de que o BC será mais duro no combate à inflação, levou a uma redução das expectativas inflacionárias, o que acarretou uma alta nas taxas de juros reais. Porém, a melhora da percepção de risco país puxou as taxas de juros nominais para baixo, favorecendo os pré-fixados.
Crédito	... 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 prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.

Fundos Consumer / Private / Corporate mono-classes – Performances Brutas

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Sovereign	...os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam a taxa Selic.	...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando os vencimentos mais líquidos.	+	...positivos, na medida em que o spread das operações swapadas favoreceu a performance do fundo durante o mês.
Fundos DI	...os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam a taxa Selic.	...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando os vencimentos mais líquidos.	+	...positivos, na medida em que o spread das operações swapadas favoreceu a performance do fundo durante o mês.
Fundos DI Max	...o carregamento dos títulos de crédito em conjunto com os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam o CDI.	...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando o setor médio da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre CDB's, Debêntures, Letras Financeiras e DPGE's.	+	... positivos. O carregamento dos títulos privados adicionou valor no mês.
Crédito Privado	...os títulos privados seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos a posição relevante em títulos privados distribuída entre Debêntures, Letras Financeiras, CDB's, DPGE's e FIDC's.	+	... positivos. O carregamento dos títulos privados adicionou valor no mês.
Price	...seria mais adequado manter uma carteira concentrada em títulos de curto prazo para uma maior aderência ao IPCA.	...mantivemos o posicionamento em NTN-B's com vencimento em até 5 anos.	+	... positivos, o fundo apresentou performance positiva no período.

Fundo Multitrading Alpha: rentabilidade bruta de taxa de administração **abaixo** do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição.	... ao longo do mês aumentamos a posição em juros reais e nominais	=	...neutros. As posições em pré fixados adicionaram valor, porém os ganhos foram neutralizados pelas perdas provenientes das exposições em NTN-Bs.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.	-	... Negativos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio subtraiu valor do portfólio.
	...o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro e ao lene em função da sinalização do FED de que, ao contrário dos BCs Europeu e Japonês, está considerando aumentos nas taxas de juros.	... mantivemos um exposição comprada em Dólar frente ao Euro e lene.		
	...o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA.	... mantivemos posição comprada em peso mexicano.		
Bolsas	...exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio.	... movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs	-	... Negativos. Os posicionamentos em renda variável subtraíram valor do portfólio.
Outros	...as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas.	...mantivemos posições aplicadas em juros globais de longo prazo	-	...as estratégias no exterior subtraíram valor ao longo do mês.

Temas e Estratégias

Temas de investimento	Estratégias
<p>Mudança de governo implica ajustes na política econômica. O governo interino do vice presidente Michel Temer sinalizou significativas mudanças nos rumos da política econômica. As mudanças ainda dependem da confirmação do impeachment, de forma a tornar o governo interino definitivo, para que haja mudanças em ritmo mais acelerado. De qualquer forma, a sinalização de mudança no Ministério da Fazenda, Planejamento e Banco Central sugerem uma mudança importante, o que pode levar o mercado a precificar um relevante choque positivo de credibilidade.</p>	<p>Os fundos multimercados tem se posicionado aplicados em juros, tanto nominais, como reais. A inflação corrente ainda é bastante elevada e sucinta a riscos relevantes para a política monetária. Contudo, a mudança na composição do BC, adicionada à mudança na equipe econômica como um todo tem levado o mercado a crer em um choque de credibilidade e pode levar a uma queda, tanto no nível, quanto na inclinação da curva de juros. Como os riscos são ainda elevados, parte da exposição dá-se por títulos indexados à inflação, os quais tendem a oferecer alguma defesa em momentos de estresse no mercado. A inflação implícita destes títulos retrocedeu significativamente, tornando-os investimentos mais atrativos. A posição em juros nominais tem sido mais relevante no portfólio.</p>
<p>Cenário permanece muito desafiador. Mesmo com a sinalização positiva da nova equipe econômica, a situação macroeconômica do país ainda é muito preocupante. Inflação elevada, situação fiscal desastrosa (com a relação dívida / PIB em ascensão) e a maior recessão da história do Brasil tornam a transição para um equilíbrio macroeconômico mais difícil. É esperado que o choque de credibilidade promovido pelo governo atue amenizando esses impactos nesse primeiro momento.</p>	<p>Como forma de tentar encontrar alguma defesa para uma piora na avaliação de risco pelos investidores, os fundos multimercados permaneceram comprados em dólares e vendidos em Real. A posição vem diminuindo ao longo do tempo, mas permanece como alternativa de defesa para os portfólios. Além disso, os fundos implementaram uma exposição comprada em volatilidade de câmbio que pode ser um seguro interessante para um cenário de maior stress.</p>
<p>Bancos Centrais mais alinhados. Os bancos centrais da Europa e Japão continuam as voltas com a decisão por implementar mais estímulos. O Banco Central Inglês pode juntar-se ao aumento de estímulos por conta do Brexit, enquanto o FED vem sinalizando cautela com os riscos e eventuais aumentos gradativos de juros dependendo dos novos dados a serem conhecidos.</p>	<p>Os fundos Multimercados tem mantido uma posição levemente comprada em dólares, por entendermos que a postura distinta do banco central dos EUA perante seus pares deveria justificar uma valorização de sua moeda. A tendência de valorização do Dólar não tem demonstrado a mesma força, contudo entendemos que a posição ainda se justifique, tanto pela postura das autoridades monetárias, como pelas perspectivas positivas da economia dos EUA.</p>

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... o mercado acionário brasileiro tinha forte potencial de apreciação por conta de: i) a proximidade e quase certeza de materialização do impeachment da Presidente Dilma Rousseff em meados de agosto; ii) a formação de uma equipe econômica muito forte pelo presidente interino Michel Temer; iii) a apresentação de uma agenda parlamentar positiva, incluindo teto de despesas públicas e início dos debates sobre previdência; e iv) a menor probabilidade do início do aperto monetário nos EUA por conta de dados de mercado de trabalho ainda fracos..</p>	<p>... mantivemos nossa exposição acima do ponto neutro em renda variável.</p>	<p>+ ... positivos. O índice IBrX apresentou desempenho superior à renda fixa no mês de junho.</p>

Fundos de Benchmark Ibovespa : em geral, tiveram rentabilidade **inferior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 6,30% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
... a Estácio apresentava a pior performance dentro do setor de educação, com uma estratégia agressiva em oferecer descontos nas matrículas aos alunos principalmente nas cidades do Nordeste. A margem Ebitda da empresa encerrou 2015 em 23,1% enquanto a margem da Kroton fechou em 35,6%.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em Estácio .	- ... negativos. As ações da empresa se apreciaram fortemente em junho com a confirmação do interesse e posterior oferta da Kroton pelo controle da Estácio. Analistas acreditam que a transação faz sentido dado a complementariedade das companhias e grande potencial de ganhos com sinergias. O acordo foi aprovado pelo conselho de ambas no início de julho.
... o fato da lochpe-Maxion ser atualmente a líder em produção de componentes automotivos nas Américas e na produção de equipamentos de ferroviários no Brasil tende a favorecer os resultados da companhia em um cenário de recuperação da demanda doméstica. Além disso, a empresa está caminhando em sua reestruturação da dívida, reduzindo de forma efetiva o custo da mesma. Sendo uma empresa alavancada, ela deve se beneficiar bastante da redução das taxas de juros esperada para o futuro próximo.	... mantivemos posição acima do benchmark em lochpe-Maxion .	- ... negativos. Como a empresa tem cerca de 70% de seu faturamento fora do Brasil, a queda do dólar perante o real no período acabou por afetar o desempenho das ações das empresas exportadoras como a lochpe-Maxion.
...o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar uma possível desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica. Além disso, Klabin é uma empresa com sólida posição competitiva e boa resiliência a uma economia mais fraca.	...mantivemos posição acima do benchmark em Klabin .	- ... negativos. A depreciação do dólar perante o real no período, temores quanto à sustentabilidade do preço da celulose e vendas de ações da empresa por parte do BNDESpar acabaram por impactar negativamente o desempenho das ações da empresa.
...a definição por parte do ministro de Minas e Energia sobre os valores residuais no processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL e a possibilidade do governo anunciar um nome forte como CEO da empresa, o qual poderia dar prosseguimento a reestruturação da estatal e conseqüente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.	... mantivemos posição acima do benchmark em Eletrobras .	+ ... positivos. Os papéis da companhia tiveram um desempenho forte no mês corroborado com as notícias sobre o maior apetite de empresas privadas em possíveis privatizações das distribuidoras e a confirmação do convite formal a Wilson Ferreira para a presidência da companhia. Além disso, aprovação da lei de responsabilidade fiscal das estatais pelo Senado também teve impacto positivo nos preços das ações.

Fundos de Benchmark IBrX: em geral, tiveram rentabilidade inferior ao benchmark, o qual se valorizou 6,48% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
...o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar uma possível desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica. Além disso, Klabin é uma empresa com sólida posição competitiva e boa resiliência a uma economia mais fraca.	...mantivemos posição acima do benchmark em Klabin .	- ... negativos. A depreciação do dólar perante o real no período, temores quanto à sustentabilidade do preço da celulose e vendas de ações da empresa por parte do BNDESpar acabaram por impactar negativamente o desempenho das ações da empresa.
... a Estácio apresentava a pior performance dentro do setor de educação, com uma estratégia agressiva em oferecer descontos nas matrículas aos alunos principalmente nas cidades do Nordeste. A margem Ebitda da empresa encerrou 2015 em 23,1% enquanto a margem da Kroton fechou em 35,6%.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em Estácio .	- ... negativos. As ações da empresa se apreciaram fortemente em junho com a confirmação do interesse e posterior oferta da Kroton pelo controle da Estácio. Analistas acreditam que a transação faz sentido dado a complementariedade das companhias e grande potencial de ganhos com sinergias. O acordo foi aprovado pelo conselho de ambas no início de julho.
... mesmo usando premissas conservadoras, a WEG deveria performar melhor que o mercado e seus peers globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Enxergamos também a possibilidade de expansão de margens por conta do repasse de custos de matéria-prima e redução gradual de provisões trabalhistas.	...mantivemos posição acima do benchmark em WEG .	- ... negativos. Os papéis tiveram desempenho negativo no mês de junho com a recente apreciação do real, uma vez que aproximadamente 60% de seu faturamento é em moeda forte. Por sua vez, o ainda fraco desempenho da demanda doméstica fez com que analistas revisassem para baixo suas estimativas para os resultados da WEG.
... apesar de o cenário macro ser desafiador, o Bradesco apresenta ótima solidez financeira e posição competitiva bastante favorável.	...mantivemos posição acima do benchmark em Bradesco .	+ ... positivos. As ações do banco tiveram desempenho positivo no mês e superior aos seus concorrentes. O fato de o Bradesco ter a menor exposição entre os grandes bancos à operadora de telecom Oi (que entrou com pedido de recuperação judicial) parece ter contribuído com a boa performance da ação também.

Fundos de Retorno Absoluto : em geral, tiveram rentabilidade **inferior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 6,30% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
...o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar uma possível desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica. Além disso, Klabin é uma empresa com sólida posição competitiva e boa resiliência a uma economia mais fraca.	...mantivemos posição acima do parâmetro de referência em Klabin .	-	... negativos. A depreciação do dólar perante o real no período, temores quanto à sustentabilidade do preço da celulose e vendas de ações da empresa por parte do BNDESpar acabaram por impactar negativamente o desempenho das ações da empresa.
... mesmo usando premissas conservadoras, a WEG deveria performar melhor que o mercado e seus <i>peers</i> globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Enxergamos também a possibilidade de expansão de margens por conta do repasse de custos de matéria-prima e redução gradual de provisões trabalhistas.	...mantivemos posição acima do parâmetro de referência em WEG .	-	... negativos. Os papéis tiveram desempenho negativo no mês de junho com a recente apreciação do real, uma vez que aproximadamente 60% de seu faturamento é em moeda forte. Por sua vez, o ainda fraco desempenho da demanda doméstica fez com que analistas revisassem para baixo suas estimativas para os resultados da WEG.
... o fato da Iochpe-Maxion ser atualmente a líder em produção de componentes automotivos nas Américas e na produção de equipamentos de ferroviários no Brasil tende a favorecer os resultados da companhia em um cenário de recuperação da demanda doméstica. Além disso, a empresa está caminhando em sua reestruturação da dívida, reduzindo de forma efetiva o custo da mesma. Sendo uma empresa alavancada, ela deve se beneficiar bastante da redução das taxas de juros esperada para o futuro próximo.	... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em Iochpe-Maxion .	-	... negativos. Como a empresa tem cerca de 70% de seu faturamento fora do Brasil, a queda do dólar perante o real no período acabou por afetar o desempenho das ações das empresas exportadoras como a Iochpe-Maxion.
... a definição por parte do ministro de Minas e Energia sobre os valores residuais no processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL e a possibilidade do governo anunciar um nome forte como CEO da empresa, o qual poderia dar prosseguimento a reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.	... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em Eletrobras .	+	... positivos. Os papéis da companhia tiveram um desempenho forte no mês corroborado com as notícias sobre o maior apetite de empresas privadas em possíveis privatizações das distribuidoras e a confirmação do convite formal a Wilson Ferreira para a presidência da companhia. Além disso, aprovação da lei de responsabilidade fiscal das estatais pelo Senado também teve impacto positivo nos preços das ações.

Fundo long & short : rentabilidade inferior ao CDI.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
... a MDias Branco poderia ser prejudicada em um cenário de fortalecimento do dólar por conta de ter seus custos diretamente atrelados à moeda americana.	... montamos posição <i>short</i> em MDIA3.	-	... negativos. A depreciação do dólar perante o real no período e comentários no mercado sobre um possível M&A beneficiaram os papéis da companhia.
...o Grupo Pão de Açúcar mesmo abrindo 200 lojas em formato pequeno, não teria um crescimento da receita muito forte devido ao ambiente econômico desfavorável e à forte concorrência. Além disso, as dúvidas sobre a execução das operações poderiam continuar impactando negativamente os papéis no curto prazo.	... montamos posição <i>short</i> em PCAR4.	-	... negativos. As ações da empresa se beneficiaram de rumores no mercado de que o número para vendas nas mesmas lojas (Same-store sales) do grupo no 2º trimestre viria acima da expectativa dos analistas, o que de fato foi confirmado no início de julho com um crescimento de 7,1% para o período.
... a Fibria poderia se prejudicar com a ausência de sinais claros de recuperação no mercado de celulose. Além disso, o fato da empresa ter seus resultados atrelados ao dólar poderia fazer com que suas ações fossem utilizadas como funding para o mercado em um cenário onde melhores expectativas para a economia doméstica se materializassem.	... montamos posição <i>short</i> em FIBR3.	+	... positivos. A depreciação do dólar perante o real no período, e temores quanto à sustentabilidade do preço da celulose acabaram por impactar negativamente o desempenho das ações da empresa.
... a definição por parte do ministro de Minas e Energia sobre os valores residuais no processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL e a possibilidade do governo anunciar um nome forte como CEO da empresa, o qual poderia dar prosseguimento a reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.	... montamos posição <i>long</i> em ELET3.	+	... positivos. Os papéis da companhia tiveram um desempenho forte no mês corroborado com as notícias sobre o maior apetite de empresas privadas em possíveis privatizações das distribuidoras e a confirmação do convite formal a Wilson Ferreira para a presidência da companhia. Além disso, aprovação da lei de responsabilidade fiscal das estatais pelo Senado também teve impacto positivo nos preços das ações.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	<p>Continuamos vendo um cenário mais desafiador para a qualidade das carteiras de crédito dos bancos. 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, tem causado aumento na inadimplência de pessoas físicas. No lado corporativo, também identificamos piora, mais especificamente em empresas da cadeia de petróleo e construção pesada. As empresas pequenas e médias, menos capitalizadas, também tem sentido a deterioração do cenário macroeconômico e causado aumento nos indicadores de inadimplência dos bancos. Em contrapartida, acreditamos que os spreads bancários se mantenham em níveis altos durante esse período desfavorável, atenuando os efeitos negativos acima citados. Isso se deve, em grande medida, à necessidade dos bancos públicos de reduzirem sua atuação no mercado de crédito por conta de uma posição frágil de capital e qualidade de carteira de empréstimos que inspiram cuidados. Mesmo com a retração econômica e a consequente estagnação da atividade creditícia, esperamos que os grandes bancos privados aumentem suas fatias de mercado. Além disso, as instituições já vem constituindo provisões consideráveis nos últimos trimestres, contando hoje com índices de cobertura bastante confortáveis. Acreditamos que, à medida em que o novo governo submeta ao Congresso as primeiras propostas de reformas e dê início a um amplo programa de concessões de infra-estrutura, ocorra uma melhora na confiança dos empresários, o que deve acarretar melhora gradual no mercado de trabalho e, conseqüentemente, nos indicadores de inadimplência dos bancos.</p>
Cíclicos Globais	Abaixo do benchmark	<p>Nossa principal aposta neste macro-setor é em São Martinho (SMTO) por conta das ainda boas perspectivas para o preço do açúcar no mercado internacional. Mantemos também posição em Klabin, que tem forte presença no resiliente mercado latino-americano de embalagens. A empresa tem boas perspectivas sobretudo devido à recente entrada em operação do projeto Puma de celulose, que deve aumentar seu EBITDA em mais de 70% já no ano que vem. 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.</p>
Cíclicos Domésticos	Acima do benchmark	<p>Pretendemos manter uma posição acima do benchmark no segmento, representada por uma exposição em Lojas Renner (LREN) e BVVF, pois ambas possuem sólida posição competitiva e boa geração de caixa. Recentemente, adicionamos a fabricante de carrocerias de caminhão Randon e a empresa de auto-peças lochpe-Maxion. Além de esperarmos recuperação da atividade econômica no ano que vem (o que impactaria positivamente as vendas da empresa), acreditamos que a melhora do risco-País cause redução do custo de financiamento das empresas, sobretudo as com maior alavancagem como é o caso da Randon e da lochpe. Neste segmento ainda mantemos um posicionamento inferior ao benchmark no setor imobiliário. Entendemos que o cenário ainda 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.</p>

Regulados	Abaixo do benchmark	<p>Nossa posição se divide em dois grandes blocos. Acima do benchmark em telecom, via Vivo (VIVT), por acreditarmos que a companhia apresenta valuation ainda atrativo, que não reflete os potenciais de ganho com a consolidação da GVT. Continuamos com uma posição abaixo do benchmark no setor elétrico como um todo, pois avaliamos que a expectativa de fraca demanda após a deterioração no ambiente macro e a alta de preços de energia deve pesar sobre as distribuidoras. Entretanto montamos posições em algumas ações Eletrobrás, Eletropaulo e Light.. Substituímos TRPL por Eletrobras como veículo de exposição ao processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL, os quais serão incorporados aos resultados das companhias em 2017. Além da performance relativa das ações, pesou também sobre nossa decisão a expectativa de que o governo viria a anunciar um nome forte para ser CEO da Eletrobras no curto prazo. Com relação à compra de Light e Eletropaulo, ambas são hoje negociadas abaixo de suas respectivas RABs (Base de Remuneração Regulatória). No entanto, as empresas estão se movimentando para vender seus ativos de distribuição. Entendemos que investidores estratégicos podem pagar valores acima da RAB por estes ativos, acarretando re-precificação das ações.</p>
Defensivos Domésticos	Abaixo do benchmark	<p>Mantemos nossa posição neste segmento através, principalmente, de WEG (WEGE) e BB Seguridade (BBSE). Acreditamos que os fundamentos do setor de seguros continuam sólidos, com destaque para a baixa penetração destes produtos no país. Já no caso de WEG, mesmo usando premissas conservadoras, acreditamos que a empresa deva performar melhor que o mercado e seus peers globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. 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.</p>

Esse informativo faz referência de forma genérica e qualitativa ao desempenho das principais famílias de fundos Western Asset em relação aos seus benchmarks (ou outros parâmetros comparáveis de performance). Para obter informações mais detalhadas sobre esses produtos (estratégia de investimento, características operacionais, como investir etc.), recomendamos a consulta aos seus respectivos regulamentos, prospectos e lâminas, disponíveis no website www.westernasset.com.br.

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo – SP - 04543-011.

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.

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - 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.

