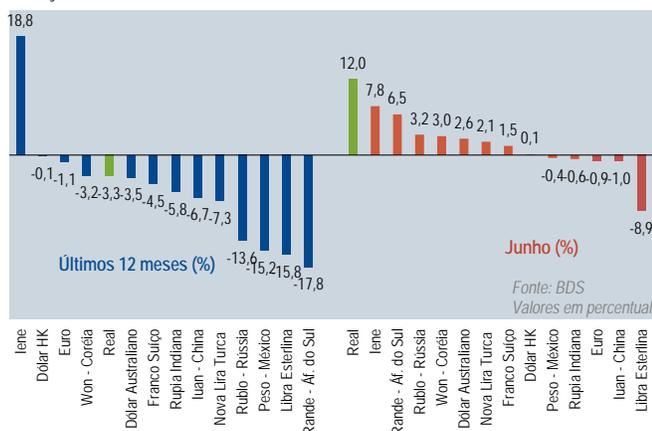




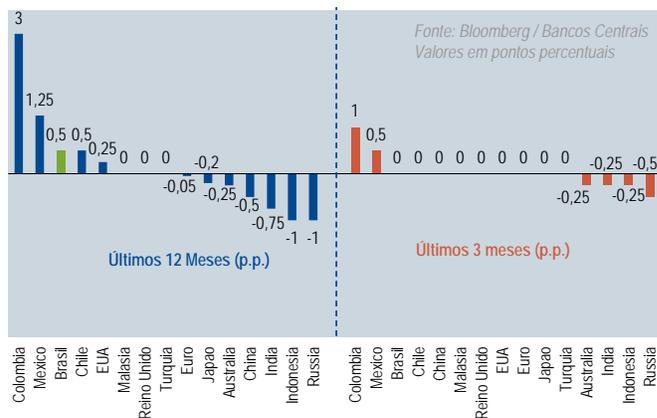
Moedas (contra o dólar)

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.



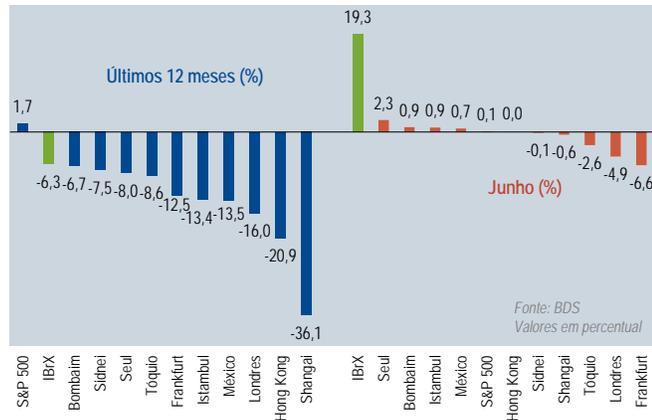
Taxas básicas de juros - variação

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



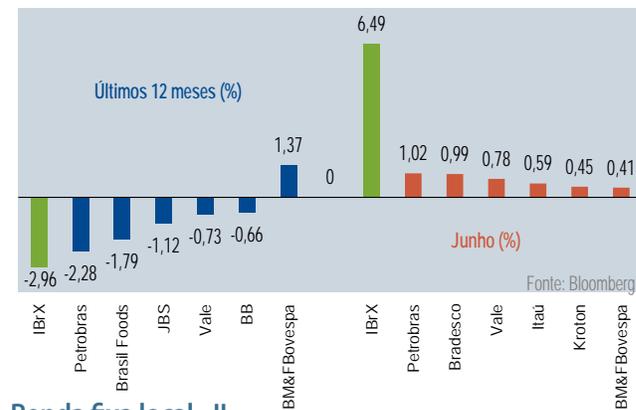
Bolsas do mundo (em dólar)

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



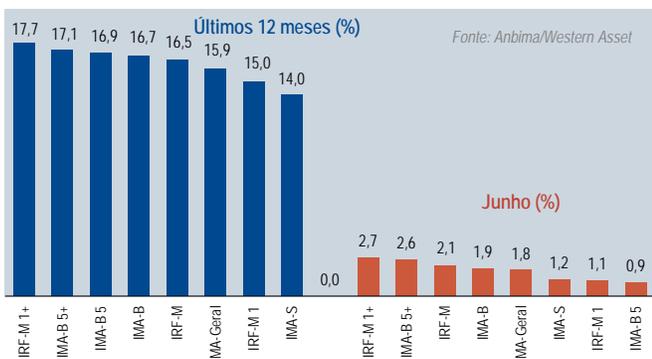
Principais contribuições para o IBrX

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



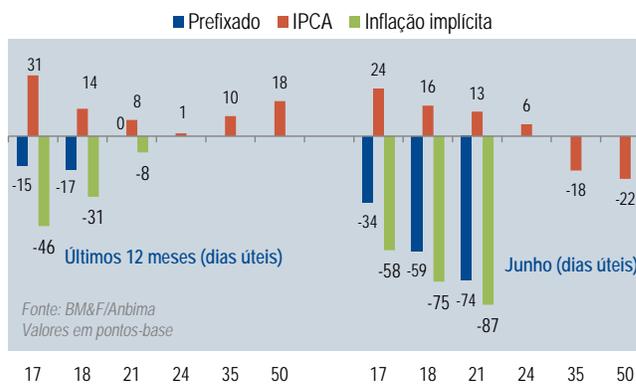
Renda fixa local - I

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

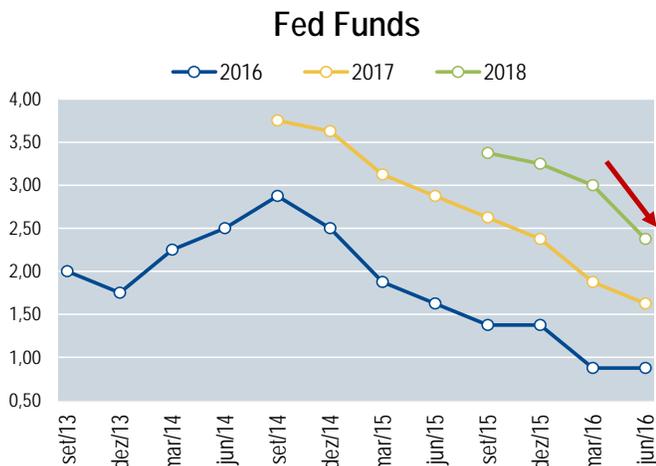
	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Dados de emprego muito fracos nos EUA iniciaram um processo de revisão das expectativas de continuidade da normalização monetária, corroborada pelo Comitê de Política Monetária (FOMC).			
O resultado do referendo pela saída do Reino Unido da União Europeia surpreendeu os mercados, 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:



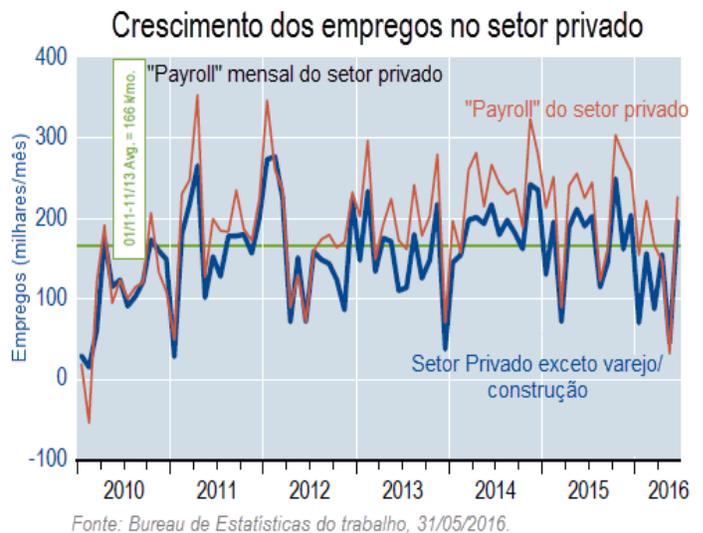
Fonte: Federal Reserve

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.

CARTEIRAS DE RENDA FIXA: de maneira geral, apresentaram performance **acima** do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...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.
...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 o fundo Multimercado rendeu 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, uma vez que os movimentos dos prêmios dos ativos de crédito contribuíram para a performance do portfólio.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

A retórica dura do relatório de inflação de junho indicou que o Banco Central comandado por Ilan Goldfajn pretende aguardar uma queda mais consistente das expectativas de inflação antes de iniciar um processo de queda na taxa Selic. A elevação das tensões globais, com o referendo que decidiu pela saída do Reino Unido da União Europeia causaram uma elevação nos prêmios de risco em países emergentes.

Em função dos maiores riscos em relação ao momento e à intensidade da queda dos juros, saímos das posições pré fixadas com vencimento em 2018. Além disso, diversificamos nossa posição em juros pré fixados 2019 migrando metade da exposição para a NTN-B com vencimento em 2021.

A moeda brasileira apresentou pequena desvalorização ao longo do mês de maio em virtude das incertezas de um possível aumento de juros nos EUA no mês de junho.

Montamos posições defensivas em Real através de uma posição comprada em volatilidade.

Além de colher os frutos de um balanço macroeconômico bastante ajustado, a economia mexicana deverá se beneficiar da agenda de reformas implementadas. Adicionalmente, o governo e o Banco do México tomaram medidas para conter a desvalorização do peso, combinando apertos fiscal e monetário e venda mais agressiva da moeda americana.

Continuamos com posição comprada em Peso Mexicano.

Os fundamentos macroeconômicos da África do Sul continuam a se deteriorar, e a moeda oferece um bom *hedge* contra oscilações nos mercados emergentes.

Mantivemos posição vendida no Rand-Sul Africano.

Com a melhora das perspectivas macroeconômicas decorrentes da mudança de governo, as ações podem apresentar recuperação de múltiplos antecipando melhoras nos resultados.

Aumentamos a posição comprada em Ibovespa.

Os múltiplos das ações americanas voltaram a patamares próximos ao máximo observado recentemente.

Aumentamos nossa posição vendida em S&P, de forma a proteger a carteira de movimentos de aversão ao risco.

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 E CARTEIRAS 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 foram...
<p>... 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%.</p>	<p>... mantivemos posição abaixo do benchmark em Estácio.</p>	<p>... 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.</p>
<p>...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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do benchmark em lochpe-Maxion.</p>	<p>... 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 Ichope-Maxion.</p>
<p>...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.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em Klabin.</p>	<p>... 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.</p>
<p>... 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do benchmark em Eletrobras.</p>	<p>... 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.</p>

FUNDOS E CARTEIRAS 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 foram...
...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 do 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 foram...
...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 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 parâmetro de referência em WEG .	- ... negativos. Os papéis tiveram desempenho negativo no mês de junho com a recente apreciação do real, a qual acaba por reduzir a competitividade da empresa no exterior. Por sua vez, o ainda fraco desempenho da demanda do doméstica fez com que analistas revisassem para baixo suas estimativas para os resultados da WEG.
... o fato da Ichope-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 Ichope-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 Ichope-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: entabilidade inferior ao CDI.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a MDias Branco poderiam ser prejudicada em um cenário de fortalecimento do dólar por conta de ter seus custos diretamente atrelado 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 PCAR4negativos. 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 <i>funding</i> 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 <i>spreads</i> 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 aumente 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, consequentemente, 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 BVMF, 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

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.

Defensivos Domésticos

Abaixo do benchmark

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.

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.

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.

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