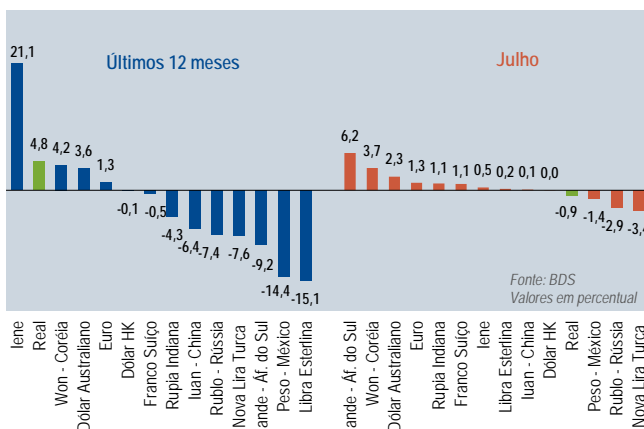




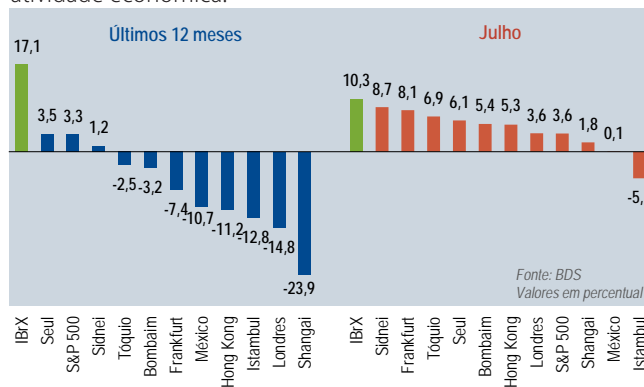
### Moedas (contra o dólar)

O Real foi uma das poucas moedas que se valorizaram em relação ao dólar nos últimos 12 meses, graças à virada política.



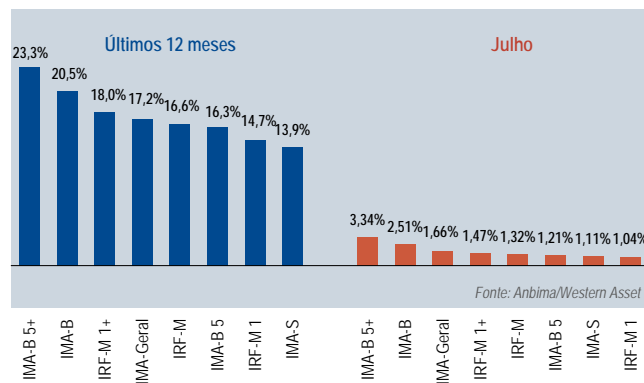
### Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira é a campeã de rentabilidade em julho e nos últimos 12 meses, fruto da antecipação da recuperação da atividade econômica.



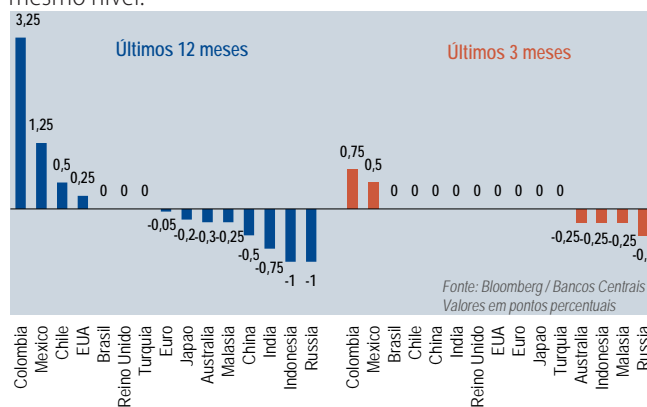
### Renda fixa local - I

Em mais um mês de rally das taxas de juros, os IMAs mais longos foram o destaque.



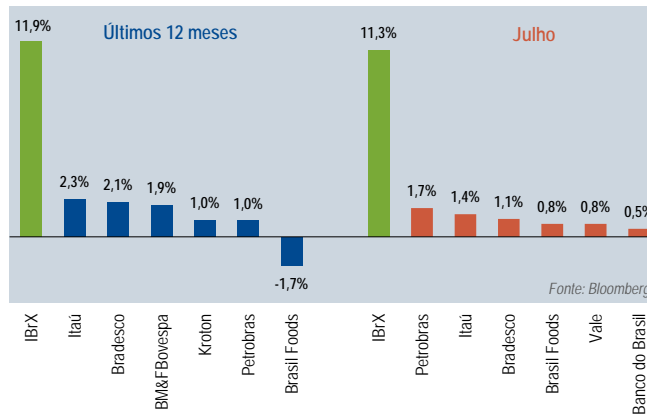
### Taxas básicas de juros - variação

Há exatamente um ano, o COPOM elevava a taxa Selic para 14,25%. Trata-se de um recorde de permanência da taxa em um mesmo nível.



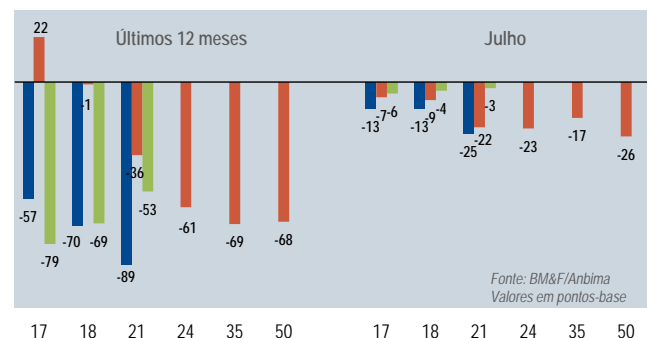
### Principais contribuições para o IBRX

Bancos e Petrobras lideraram o rally de julho, sendo a última puxada pelas notícias relacionadas à venda de ativos













### Renda fixa local - II

O destaque do mês foram as taxas de juros de prazos mais longos, acompanhando a melhora da percepção do risco-país.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JUNHO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Depois do choque do Referendo que decidiu pela saída do Reino Unido da União Europeia, os mercados realizaram que os impactos desta decisão ainda são incertos e mais no longo prazo, o que não justifica o <i>sell off</i> do mês de junho.			
A ata da reunião do COPOM mostrou um BC decidido a manter as taxas de juros no atual patamar até que fique clara a convergência das expectativas de inflação.	 Curto  Longo		
O PIB dos EUA do 2º trimestre veio abaixo das expectativas.			

## O QUE ESPERAMOS

### *Cenário Internacional:*

William C. Dudley, presidente do Fed de Nova York e um dos membros do Comitê de Política Monetária do Fed (FOMC), fez um discurso em um seminário na Indonésia, no último dia 31 de julho, que, em nossa opinião, resume a visão quase consensual dos membros do Comitê. Ele lista três motivos pelos quais o Fed não deveria se precipitar no processo de aperto monetário:

1) O juro neutro nos EUA é mais baixo do que no passado. A determinação do juro neutro de uma economia, aquele que, no longo prazo, permite que a economia atinja o seu potencial de crescimento sem inflação, é objeto de intensos debates entre os economistas. Trata-se de um número não observável diretamente, e cuja determinação, portanto, está sujeita às premissas adotadas. Como regra de bolso, sempre se trabalhou com um juro real neutro para a economia norte-americana da ordem de 2% ao ano. Considerando uma inflação também de 2% ao ano, a taxa básica de juros nos EUA deveria ser, em regime, da ordem de 4% ao ano. Assim, quando a economia estivesse se expandindo e a inflação subindo, os juros deveriam ser maiores que 4%. Com a economia retraindo e a inflação abaixo da meta de 2%, os juros deveriam ser menores que 4%. Segundo Dudley, esta regra de bolso funcionou até a crise de 2007/2008. A partir de então, a economia norte-americana teria mudado estruturalmente, e a taxa de juros neutra estaria mais próxima de zero. Assim, a taxa de juros real hoje de -1% (0,50% dos Fed Funds menos inflação de 1,5%) não estaria tão distante da taxa de juros neutra de zero. A política monetária, portanto, estaria no campo expansionista, mas não tanto quanto no passado.

2) As condições monetárias nos EUA estão sendo apertadas de maneira passiva. Os bancos centrais das economias desenvolvidas estão competindo agressivamente no campeonato das taxas de juros negativas. Na medida em que outros bancos centrais afrouxam as condições monetárias, as taxas de juros nos EUA sobem relativamente a estas economias, mesmo com o Fed não fazendo nada. O resultado desse movimento tem sido o fortalecimento do dólar, o que acaba tendo o efeito de um aperto monetário nos EUA.

3) Existe uma assimetria de riscos nas possíveis decisões de política monetária. Dudley avalia que o risco de subir as taxas de juros agora e provocar uma recessão na economia norte-americana é pior do que o risco de postergar a elevação das taxas de juros, e provocar inflação mais à frente. Em um mundo onde a deflação e a recessão ainda são fantasmas que assombram as economias desenvolvidas, parece mais desejável provocar inflação do que recessão.

Resumindo estes três argumentos, podemos dizer que W. C. Dudley (e, provavelmente, a maioria dos componentes do FOMC) acredita que as condições monetárias nos EUA estão mais apertadas do que aparentam, e aumentar as taxas de juros agora pode ser um risco desnecessário. Esta visão está alinhada com a da Western, que acredita que as taxas de juros nos EUA, se forem elevadas, o serão de maneira muito parcimoniosa ao longo dos próximos meses.

### *Mercados Locais*

#### **Renda Fixa**

Dia 30/07/2015. Neste dia, há um ano, o COPOM anunciava a elevação da taxa Selic, de 13,75% para 14,25%. Desde então, até a última reunião do Comitê, no dia 20/07, a taxa foi mantida neste patamar. Pode não parecer, mas trata-se de um recorde. A taxa Selic nunca havia ficado em um mesmo patamar desde o início das reuniões do COPOM, em 1996. O recorde anterior foi o período de 9 meses, entre 23/07/2009 e 28/04/2010, quando a taxa básica ficou estável em 8,75% durante 6 reuniões. E, a se considerar a última ata do Copom, este período será mais extenso, provavelmente indo até outubro, ou até mais.

A manutenção da Selic neste patamar durante tanto tempo obedece a uma lógica que parecia ter se perdido nos últimos anos: a taxa Selic somente é derrubada quando as condições objetivas estão presentes. A gestão anterior do BC, principalmente até as eleições de 2014, tinha por costume desenhar cenários que lhe eram convenientes para implementar uma política monetária pré-concebida. Foi quando tivemos o experimento da taxa Selic a 7,25%, mesmo com a inflação bem acima do centro da meta, e que levou à posterior necessidade de congelamento de tarifas públicas e combustíveis para controlar a inflação.

Neste contexto, o estilo do comunicado do Copom após a primeira reunião sob nova direção foi muito bem-vindo. Contrastando fortemente com o estilo lacônico que marcou o período sob a batuta de Tombini, o comunicado descreveu à perfeição, com riqueza de detalhes, o pensamento do Comitê. Em resumo, o comunicado informou que:

1. A inflação para 2017 ainda está bem acima da meta (5,3%) se considerado o cenário de mercado para a trajetória da taxa de juros. O cenário de mercado, no dia da reunião, previa cortes da Selic até 11,50% até o final de 2017. A mensagem aqui é: sob as atuais condições, este corte de taxa de juros não é possível;
2. Os riscos para a trajetória de inflação são a persistência de uma inflação no curto prazo mais alta do que o esperado e

o efeito da inércia nas expectativas de inflação, causada por um período bastante prolongado de inflação acima da meta.

3. Por outro lado, o nível de ociosidade da economia está bastante elevado, podendo levar a uma desinflação mais rápida do que o esperado.

Por fim, o pacote de medidas de ajuste fiscal é colocado como um risco ou como um fator decisivo, a depender do sucesso ou não de sua aprovação.

Considerando todos estes aspectos, a mensagem do Copom foi clara e cristalina: o início do processo de redução de juros somente ocorrerá com evidências suficientemente fortes de que a inflação para 2017 está convergindo para a meta, de acordo com os modelos utilizados pelo BC. O resultado desta mensagem para o mercado de taxa de juros foi benéfico: a curva toda recuou mais um pouco, com destaque para os vencimentos mais longos.

Consideramos que ainda é mais provável que o início do ciclo de afrouxamento monetário comece na penúltima reunião do ano, em outubro. Mas o viés é de adiamento, a depender dos dados correntes de inflação e das expectativas dos agentes. Neste cenário, continuamos alongando a nossa posição prefixada, avaliando que a política monetária apontada pelo Copom continuará beneficiando os vencimentos mais longos.

## Câmbio

Apesar de ter se desvalorizado ligeiramente em relação ao dólar, o real continua sendo destaque no mercado internacional, perdendo apenas em relação ao iene japonês. As mesmas forças continuam atuando para a valorização do real: a expectativa de uma política monetária mais frouxa nos EUA, taxas de juros em elevado patamar e melhora do ambiente político. Além disso, pela primeira vez em muitos anos, o BC vem atuando neste mercado de maneira previsível, revertendo diariamente US\$ 500 milhões em *swaps*. Desta forma, o estoque de *swaps* deve ser liquidado em aproximadamente 5 meses, sem que o nível do câmbio seja afetado por esta operação. Temos, portanto, o mais próximo do que poderia ser considerada uma flutuação limpa.

Neste contexto, é possível que ocorram novas valorizações da moeda, pois as forças citadas acima devem atuar por mais algum tempo. 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.

## Bolsa

Mais um mês de alta espetacular da bolsa, antecipando, em muito, um cenário de recuperação da atividade econômica e de taxas de juros mais baixas. Em nosso cenário atual, os lucros devem crescer cerca de 13% em 2016 e 11% em 2017 e 2018. Se este cenário se confirmar, o P/L da bolsa no final de julho, considerando o crescimento de lucros nos próximos 12 meses, estava em aproximadamente 16. Somente para manter este P/L daqui a um ano (em julho de 2017), considerando o crescimento de lucros para os 12 meses seguintes, a bolsa deveria subir 13% nos próximos 12 meses. Como 16 é um nível de P/L bem 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 23% 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.

## Performances Brutas de Taxa de Administração

	Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
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.	- ... negativos, na medida em que o <i>spread</i> das operações swapadas prejudicou a performance do fundo durante o mês.
Fundos DI	... 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 curto da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre Debêntures, Letras Financeiras e DPGE's..	- ... negativos. O carregamento dos títulos privados subtraiu valor no 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.
Fundos Cambiais	... as taxas de juros das operações atreladas ao Dólar não se modificariam significativamente na parte mais curta da curva de juros.	... mantivemos posição em operações de curto prazo, procurando uma maior aderência da carteira ao Dólar.	+ ... positivos, pois o fundo foi favorecido pelo fechamento das taxas de juros atreladas às operações cambiais.

Rentabilidade bruta de taxa de administração acima dos respectivos benchmarks.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... por conta dos fundamentos econômicos fracos e do provável recuo da percepção do risco Brasil decorrente do encaminhamento do processo de Impeachment, as taxas de juros poderiam ceder, principalmente em suas porções mais longas.	... aumentamos a exposição dos portfólios às parcelas mais longas das curvas de juros nominal e real. No caso das posições pré-fixadas, diversificamos a posição aplicada em Jan/19 com uma posição também aplicada em Jan/21. Já na parcela de juros reais, diversificamos a posição aplicada em NTN-Bs 2021 com uma posição aplicada em NTN-Bs 2050.	... positivos. A relativa melhora da percepção de risco dos investidores globais e a expectativa de melhora da condução macroeconômica no Brasil, levaram a uma redução das taxas de juros locais, tanto nominais quanto reais, principalmente nas parcelas mais longas das curvas.
... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	... negativos, uma vez que os movimentos dos prêmios dos ativos de crédito prejudicaram a performance do portfólio..

## Rentabilidade bruta de taxa de administração acima do CDI

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção do risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas com o processo de Impeachment avançando para uma definição.	... ao longo do mês aumentamos a posição de juros nominais e em juros reais.	+ ... positivos. A relativa melhora da percepção de risco dos investidores globais e a expectativa de melhora da condução macro econômica no Brasil, levaram a uma redução das taxas de juros locais, tanto nominais quanto reais, principalmente nas parcelas mais longas das curvas.
... 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..	
... 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..	- ... negativos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio subtrai valor do portfólio.
... o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA..	... mantivemos posição comprada em peso mexicano.	
... 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.	+ ... positivos. Os posicionamentos em renda variável adicionaram valor do portfólio.
... 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	- ... negativos.. As estratégias no exterior subtraíram valor ao longo do mês.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

A retórica dura da última ata do Copom indicou que o Banco Central pretende aguardar uma queda mais consistente das expectativas de inflação antes de iniciar um processo de queda na taxa Selic. Pelo lado global, a liquidez abundante continua a estimular aportes de recurso e otimismo nos diversos mercados de risco.

Continuamos movendo as posições da parte intermediária das curva (pré fixado jan/19 e NTN-B 2021) para vértices mais longos (jan/21 e 2050 respectivamente).

A moeda brasileira apresentou pequena desvalorização ao longo do mês de julho em virtude das incertezas de um possível aumento de juros nos EUA.

Mantemos posições defensivas em Real através de uma operação 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.

A economia europeia continua demandando estímulos monetários, que deverão ocasionar desvalorizações adicionais do Euro. Além disso, a moeda europeia poderá se desvalorizar em cenários de maior austeridade monetária vindos dos EUA.

Montamos uma posição compensatória vendida em Euro.

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.



## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

Mudança de governo implica em ajustes na política econômica. O governo interino do vice presidente Michel Temer sinalizou significativas mudanças nos rumos da política econômica que ainda dependem da confirmação do impeachment. O mercado já vem precificando um relevante choque positivo de credibilidade e o Copom desse mês já externalizou uma mudança de patamar nessa direção.

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. A realização de leilões de concessões após a finalização do processo de impeachment é um fator que deve ajudar o governo.

Políticas monetárias acomodatórias parecem dominar todos os temas. Os bancos centrais da Europa, Japão e agora pós Brexit do Reino Unido continuam às voltas com a decisão de implementar mais estímulos, enquanto o FED posterga aumentos de taxas de juro pautado em dados mais suaves de economia.

## Estratégias

Os fundos multimercados tem se posicionado aplicados em juros, tanto nominais, como reais. A inflação corrente ainda é 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 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 cedeu significativamente, tornando-os investimentos mais atrativos. Também temos uma posição aplicada em inclinação na taxa de juros nominais.

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 diminuiu ao longo do tempo, mas permanece como alternativa de defesa para os portfolios. Além disso, os fundos também mantêm uma exposição comprada em volatilidade de câmbio via opções com vencimento em dezembro.

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 ao longo do tempo. Ao mesmo tempo pode ser uma proteção importante para a carteira que se encontra bem posicionada no mercado de juros locais e internacionais.

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 da: i) proximidade e quase certeza de materialização do impeachment da Presidente Dilma Rousseff em meados de agosto; ii) formação de uma equipe econômica muito forte pelo presidente interino Michel Temer; iii) apresentação de uma agenda parlamentar positiva, incluindo teto de despesas públicas e início dos debates sobre previdência; e iv) 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 julho.</p>

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA:** em geral, tiveram rentabilidade **superior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 11,22% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... 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 confirmação de Wilson Ferreira na presidência da companhia, o qual pode dar prosseguimento a reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.	... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Eletrobras</b> .	+ ... positivos. As ações reagiram positivamente com a notícia de que a empresa decidiu não renovar o contrato de concessão de nenhuma das suas distribuidoras de energia no Norte/Nordeste do Brasil. Tal decisão foi considerada por analistas como de extrema importância pois retira a exposição da empresa aos riscos destes negócios, ajudando a companhia a recompor seu caixa.
... a perspectiva de recuperação gradual da atividade econômica e do início do ciclo de afrouxamento monetário poderiam beneficiar as empresas de setores industriais, notadamente aquelas que vem apresentando quedas pronunciadas de vendas nos últimos anos. Dentre elas, acreditamos que as que apresentam maior alavancagem possam vir a ser as maiores beneficiárias, pois a redução da taxa Selic deveria resultar em aumento relevante do lucro líquido.	... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Randon</b> .	+ ... positivos. Como a empresa tem um percentual relevante de seu faturamento fora do Brasil, o fortalecimento do dólar perante o real ao longo do mês acabou por beneficiar o desempenho das ações da companhia.
... os resultados da companhia poderiam decepcionar, por conta de maior pressão de custos e fraca performance no segmento Executivo. Além disso, o Real (R\$) mais forte afetaria a percepção dos investidores sobre a ação.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>Embraer</b> .	+ ... positivos. A empresa reportou um resultado desapontador referente ao 2º Trim 16 com prejuízo líquido impactado pela fraca performance na aviação executiva e uma previsão de perda de US\$ 200 milhões relacionada a alegações de <i>non-compliance</i> nos EUA. Além disso, a empresa revisou para baixo suas expectativas para o ano de 2016.
... a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>CSN</b> .	- ... negativos. Seguindo o movimento de empresas exportadoras, os papéis da companhia se beneficiaram da valorização do dólar em julho após declarações do presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, informando que o BC, visando conter a volatilidade e aproveitando janelas de oportunidades para reduzir o estoque de <i>swaps</i> cambiais tradicionais, pode continuar a intervir no mercado de câmbio.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX:** em geral, tiveram rentabilidade superior ao benchmark, o qual se valorizou 11,31% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a perspectiva de recuperação gradual da atividade econômica e do início do ciclo de afrouxamento monetário poderiam beneficiar as empresas de setores industriais, notadamente aquelas que vem apresentando quedas pronunciadas de vendas nos últimos anos. Dentre elas, acreditamos que as que apresentam maior alavancagem possam vir a ser as maiores beneficiárias, pois a redução da taxa Selic deveria resultar em aumento relevante do lucro líquido.	... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Randon</b> .	+ ... positivos. Como a empresa tem um percentual relevante de seu faturamento fora do Brasil, o fortalecimento do dólar perante o real ao longo do mês acabou por beneficiar o desempenho das ações da companhia.
... 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 confirmação de Wilson Ferreira na presidência da companhia, o qual pode dar prosseguimento a reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.	... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Eletrobras</b> .	+ ... positivos. As ações reagiram positivamente com a notícia de que a empresa decidiu não renovar o contrato de concessão de nenhuma das suas distribuidoras de energia no Norte/Nordeste do Brasil. Tal decisão foi considerada por analistas como de extrema importância pois retira a exposição da empresa aos riscos destes negócios, ajudando a companhia a recompor seu caixa.
... o fato do mercado dar como certo que a empresa irá romper seus <i>covenants</i> e os acionistas irão entregar um bom valor para os <i>debtholders</i> , fez com que os ativos da Eletropaulo estivessem negociando abaixo de seu valor justo. No entanto, a disposição da empresa em vender seus ativos de distribuição que fogem ao <i>core</i> do grupo controlador, poderia representar uma forte reprecificação das ações. Acreditamos que tais ativos valem mais na mão de terceiros por conta do potencial de sinergias geográficas operacionais com alguns grupos.	.... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Eletropaulo</b> .	+ ... positivos. As ações da empresa seguiram a tendência de valorização do setor elétrico ao longo do mês, atribuída principalmente a notícias relacionadas a privatizações e M&A no setor.
... a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>CSN</b> .	- ... negativos. Seguindo o movimento de empresas exportadoras, os papéis da companhia se beneficiaram da valorização do dólar em julho após declarações do presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, informando que o BC, visando conter a volatilidade e aproveitando janelas de oportunidades para reduzir o estoque de <i>swaps</i> cambiais tradicionais, pode continuar a intervir no mercado de câmbio.

**FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO:** em geral, tiveram rentabilidade **superior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 11,22% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a perspectiva de recuperação gradual da atividade econômica e do início do ciclo de afrouxamento monetário poderiam beneficiar as empresas de setores industriais, notadamente aquelas que vem apresentando quedas pronunciadas de vendas nos últimos anos. Dentre elas, acreditamos que as que apresentam maior alavancagem possam vir a ser as maiores beneficiárias, pois a redução da taxa Selic deveria resultar em aumento relevante do lucro líquido.	... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Randon</b> .	+ ... positivos. Como a empresa tem um percentual relevante de seu faturamento fora do Brasil, o fortalecimento do dólar perante o real ao longo do mês acabou por beneficiar o desempenho das ações da companhia.
... 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 confirmação de Wilson Ferreira na presidência da companhia, o qual pode dar prosseguimento a reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.	... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Eletrobras</b> .	+ ... positivos. As ações reagiram positivamente com a notícia de que a empresa decidiu não renovar o contrato de concessão de nenhuma das suas distribuidoras de energia no Norte/Nordeste do Brasil. Tal decisão foi considerada por analistas como de extrema importância pois retira a exposição da empresa aos riscos destes negócios, ajudando a companhia a recompor seu caixa.
... o fato do mercado dar como certo que a empresa que irá romper seus covenants e os acionistas irão entregar um bom valor para os debtholders, fez com que os ativos da Eletropaulo estivessem negociando abaixo de seu valor justo. No entanto, a disposição da empresa em vender seus ativos de distribuição que fogem ao core do grupo controlador, poderia representar uma forte reprecificação das ações. Acreditamos que tais ativos valem mais na mão de terceiros por conta do potencial de sinergias geográficas operacionais com alguns grupos.	... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em <b>Eletropaulo</b> .	+ . ... positivos. As ações da empresa seguiram a tendência de valorização do setor elétrico ao longo do mês, atribuída principalmente a notícias relacionadas a privatizações e M&A no setor.
... as boas perspectivas para o preço do açúcar no mercado internacional e a possibilidade de um aumento da CIDE sobre a gasolina poderiam beneficiar a São Martinho. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um <i>valuation</i> atrativo dada a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.	... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em <b>São Martinho</b> .	- ... negativos. As ações sofreram por conta do Real (R\$) mais forte e pela mudança de percepção quanto à intensidade e duração do fenômeno La Niña. Era esperado um fenômeno mais forte, o qual poderia reduzir a oferta global de açúcar, mas os dados recentes solaparam tal expectativa.

## FUNDO LONG &amp; SHORT: entabilidade superior ao CDI.

Pensávamos que...	Portanto nós...		E os resultados foram...
... 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 confirmação de Wilson Ferreira na presidência da companhia, o qual pode 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 <b>ELET3</b>	+	... positivos. As ações reagiram positivamente com a notícia de que a empresa decidiu não renovar o contrato de concessão de nenhuma das suas distribuidoras de energia no Norte/Nordeste do Brasil. Tal decisão foi considerada por analistas como de extrema importância pois retira a exposição da empresa aos riscos destes negócios, ajudando a companhia a recompor seu caixa.
... a perspectiva de aumento de confiança com o processo de recuperação da Petrobras, a manutenção de prêmios na venda de combustíveis domésticos sobre a paridade internacional e, no médio prazo, uma visão positiva para o preço do petróleo poderia beneficiar as ações da companhia no curto prazo.	... montamos posição <i>long</i> em <b>PETR4</b> .	+	... positivos. As notícias referentes a venda de ativos impulsionaram as ações. A companhia anunciou a venda da fatia de um bloco à Statoil e ainda informou a aprovação de uma condução de negociações com a empresa Alpek para a alienação de sua participação na PetroquímicaSuape e na Citepe. Adicionalmente, a empresa informou que a produção de petróleo e gás em junho teve alta de 2% na comparação mensal, número superior as expectativas dos analistas.
... a demanda pela oferta de ações da empresa seria elevada, devido ao <i>valuation</i> atrativo em relação às suas pares.	... montamos posição <i>long</i> em <b>ENGI11</b> .	+	... positivos. A empresa publicou um resultado fraco para o 2º Trim 16 impactado principalmente pelos números decepcionantes nas transações no mercado <i>spot</i> . Entretanto, tal fato acabou sendo compensado pelo forte pagamento de dividendo e por um nível de vendas bastante elevado ambos acima das expectativas dos analistas.
... as ações da empresa apresentam baixo potencial de valorização nos preços correntes. Além disso, as vendas a serem feitas pelo controladores pesariam sobre as ações.	... montamos posição <i>short</i> em <b>TAE11</b> .	-	... negativos. As ações da empresa seguiram a tendência de valorização do setor elétrico ao longo do mês, atribuída principalmente a notícias relacionadas a privatizações e M&A no setor.

## 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 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, consequentemente, nos indicadores de inadimplência dos bancos.</p>
Cíclicos Globais	Acima 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	Abaixo do benchmark	<p>Realizamos reduções nas posições de BM&amp;F Bovespa, Lojas Renner e Randon por conta do forte desempenho dessas ações. A evolução favorável do cenário político doméstico, a perspectiva do início do ciclo de redução de juros pelo BC, e a provável manutenção de política monetária acomodatória pelos bancos centrais das principais economias sugerem um cenário ainda favorável para os setores cíclicos domésticos. Em contatos frequentes com empresas dos setores industriais e de varejo, já se notam sinais de estabilização e mesmo início de recuperação de vendas. Também no caso de BVMF, as perspectivas são favoráveis por conta da recuperação dos volumes de negociação e da esperada retomada de operações de mercado de capitais. Entretanto, a altas relevantes que essas ações apresentaram nos últimos meses reduziram seus potenciais de ganho e recomendam uma realização parcial de lucros.</p>

## Renda Variável (cont.)

### 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](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.*

**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.