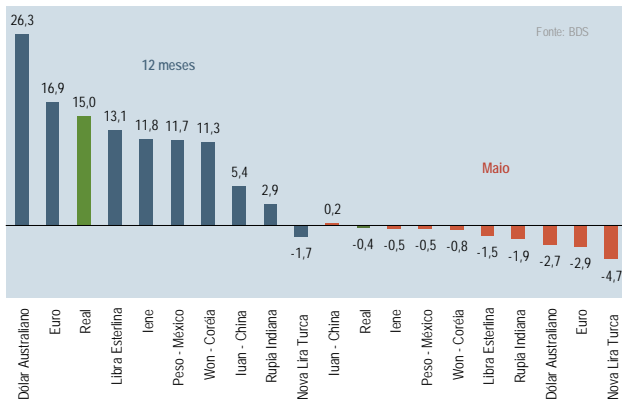


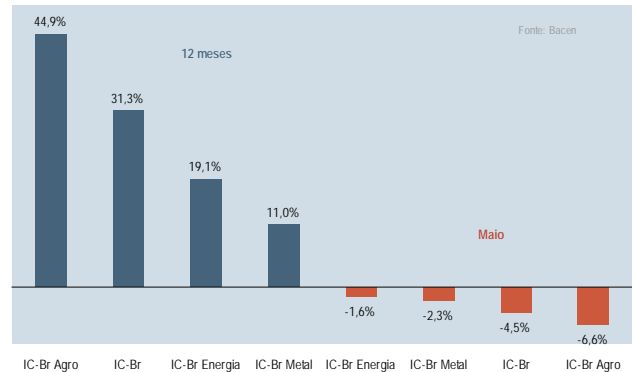
Moedas (contra o dólar)

Maio foi um mês de aumento da aversão ao risco, refletindo na desvalorização da maioria das moedas.



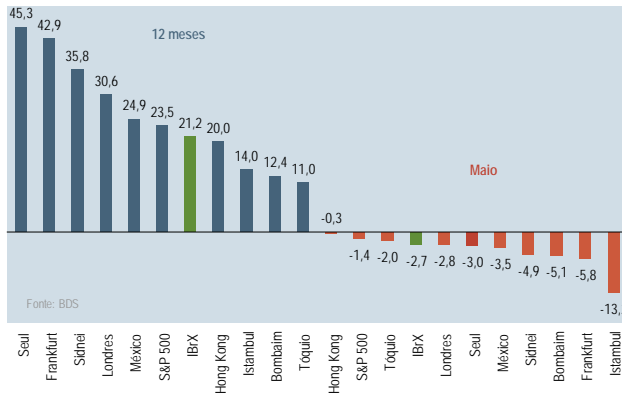
Índice de Commodities do Banco Central

Os preços das commodities recuaram em maio, liderados pelos preços agrícolas, mas ainda acumulam alta significativa nos últimos 12 meses.



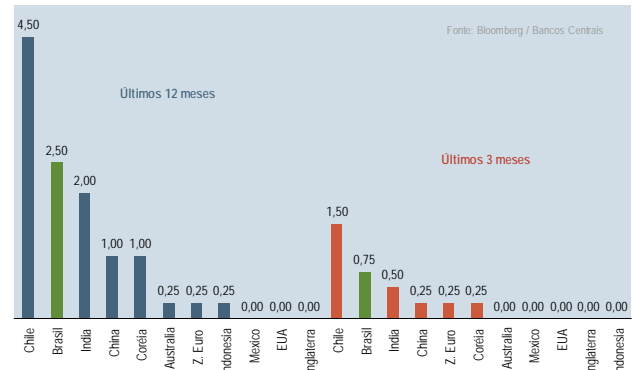
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa local até que se comportou bem em maio, mas ainda está bem defasada nos últimos 12 meses.



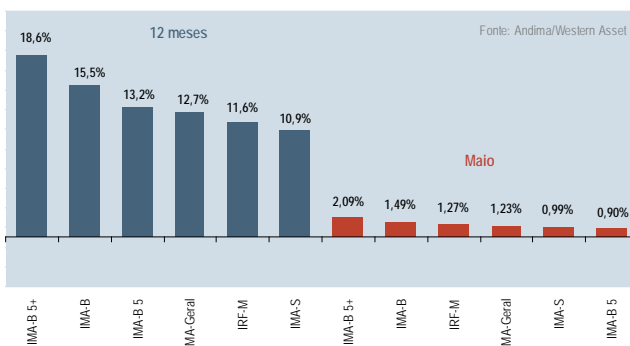
Taxas básicas de juros - variação

Os emergentes estão em modo de aperto monetário. No mundo desenvolvido, o Banco Central Europeu iniciou o processo, mas muito lentamente.



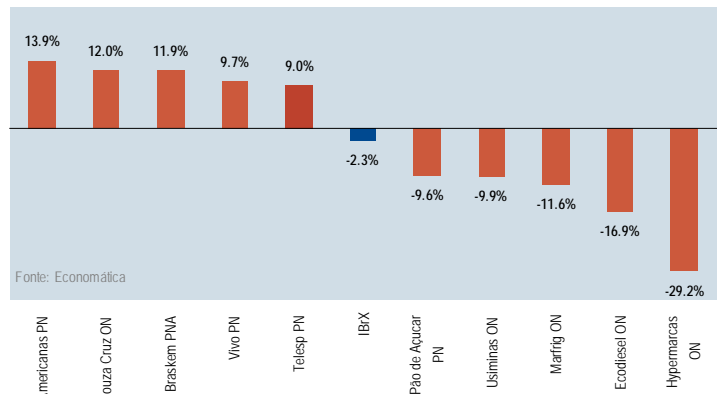
Renda fixa local

Com exceção das NTN-B curtas, que sofreram com os números mais benignos de inflação, todos os outros títulos de renda fixa renderam mais do que o CDI em maio.



Bolsa local

O IBRX chegou a estar caindo quase 5%, mas recuperou-se no final do mês. Não houve nenhum destaque setorial relevante.



O QUE ACONTECEU

Internacional

O mês de maio assistiu a dois movimentos distintos: nas primeiras três semanas, dúvidas sobre a continuidade da recuperação das economias desenvolvidas e sobre o equacionamento da dívida grega fizeram com que a aversão a risco dominasse o cenário. A última semana, por outro lado, mostrou alguma reversão desse quadro. O resultado foi a queda das bolsas, recuo dos preços da commodities, valorização do dólar e queda das taxas de juros.

Do ponto de vista da atividade econômica, os números divulgados em maio não apontam inequivocamente para nenhuma direção, mas o humor geral do mercado foi de revisão para baixo do crescimento mundial. A divulgação dos PMIs do setor industrial na China e do setor de serviços nos EUA bem abaixo das expectativas, e a revisão para baixo do PIB e dos gastos das famílias nos EUA no primeiro trimestre, fizeram com que alguns analistas começassem a revisar para baixo o crescimento global para o ano de 2011. Em termos de crescimento econômico, a surpresa positiva veio da Europa, com um crescimento do PIB de 0,8% no 1º trimestre, acima das expectativas, puxado por França e, principalmente, Alemanha. Mas, apesar do crescimento, o problema da Europa é outro, e isso nos leva ao segundo ponto de stress no mês.

As especulações em torno de uma possível reestruturação da dívida grega dominaram o cenário e provocaram o aumento da aversão ao risco durante o mês. Além da recessão que atinge fortemente as economias periféricas (o PIB de Portugal recuou 0,7% no 1º trimestre), a pressão por parte da Alemanha para que a Grécia endurecesse o seu ajuste fiscal fez com que o mercado especulasse sobre a possibilidade de que o país, afinal, fosse empurrado para uma reestruturação. Para piorar as coisas, a prisão do diretor do FMI, Dominique Strauss-Kahn, serviu para adicionar ainda mais incertezas, uma vez que Kahn defendia uma nova ajuda ao país e a prisão dele abriu um vazio de poder até que um novo diretor seja nomeado, afetando de alguma forma as negociações. A pressão somente diminuiu quando a Alemanha sinalizou que, de alguma maneira, apoiava o desembolso de mais uma parcela do pacote de ajuda à Grécia.

O Banco Central Europeu decidiu manter a taxa básica de juros em 1,25%, apesar de a inflação na zona do euro estar rodando acima de 2% a.a. Provavelmente, a situação das economias periféricas pesou nessa decisão. Desenvolveremos este tema na seção “O que esperamos”.

Brasil

O mês de maio marcou algum alívio no que se refere à percepção sobre a inflação. Por exemplo, o IPC-A de abril surpreendeu positivamente, com uma variação de 0,77%, ante expectativa de 0,85%. A surpresa pode ser explicada quase que integralmente pela desaceleração do grupo Alimentos, mas houve recuo também nos subgrupos de despesas pessoais, educação e artigos de residência. Mas nem tudo foram flores: a inflação de serviços continua muito forte, acumulando 8,53% nos últimos 12 meses.

Em termos da atividade econômica, aparentemente as medidas macroprudenciais adotadas pelo BC em dezembro começaram a surtir algum efeito. As vendas no varejo no conceito amplo (o que inclui Automóveis) recuaram 2,5% em relação ao mesmo mês do ano anterior, sendo o setor de bens duráveis o que mais sofreu. No entanto, a forte alta da renda dos consumidores continua a pressionar as vendas no conceito restrito, que cresceram 4,1% em relação a um ano. Como retrato de uma ainda forte atividade econômica, o BC divulgou o índice IBC-Br, que serve como uma aproximação do desempenho do PIB, mostrando crescimento de 1,3% no 1º trimestre, acelerando em relação ao trimestre anterior, que havia crescido 1,0%.

A curva de juros recuou no mês de maio, principalmente nos vencimentos mais longos, refletindo o recuo da inflação corrente e das expectativas para a inflação futura, além de um cenário externo mais conturbado. O vencimento Jan17 recuou de 12,45% para 12,25%, enquanto o Jan13 recuou de 12,64% para 12,44%. Já as taxas das NTN-B tiveram comportamento não linear: enquanto os vencimentos mais curtos subiram, refletindo uma expectativa menor de inflação no curto prazo, os mais longos recuaram um pouco. O vencimento Ago12 avançou de 6,30% para 6,98%, enquanto o Maio45 recuou de 5,84% para 5,80%.

O Real começou o mês acompanhando a desvalorização de praticamente todas as moedas internacionais em relação ao dólar, refletindo um cenário de maior aversão ao risco, chegando à cotação de R\$/US\$ 1,63. No entanto, com a melhora do cenário na última semana, a moeda voltou a se valorizar, fechando em R\$/US\$ 1,58, com desvalorização no mês de 0,4% e valorização acumulada no ano de 5,2%.

O mesmo movimento aconteceu com a bolsa local, que chegou a recuar 4,9%, para fechar o mês em 2,3% de queda (IBrX).

O QUE ESPERAMOS

Internacional

A tragédia grega voltou aos palcos do sistema financeiro internacional. O país está enfrentando sérias dificuldades em entregar as metas fiscais estabelecidas pelo FMI e pela União Europeia como condição para o desembolso do pacote de socorro amarrado no ano passado. A dívida pública do país atingiu 157% do PIB e o déficit orçamentário encerrou 2010 em 9,5% do PIB, acima da meta de 7,4% acordada com as autoridades da região. As economias centrais da Europa, em especial a Alemanha, têm demonstrado crescente resistência à ampliação do pacote de ajuda à Grécia, enquanto esta não demonstrar que tem condições de sair do buraco em que se meteu. Não à toa, a possibilidade de uma reestruturação da dívida grega (termo amistoso para denominar calote), ou mesmo a sua saída da zona do euro foram hipóteses recorrentemente discutidas durante o mês. O que se pode esperar dessa situação?

A questão toda pode se resumir no seguinte: como serão divididos os prejuízos. Que a Grécia não reúne condições para arcar com a sua dívida, não parece haver dúvidas. Ocorre que os principais detentores da dívida grega são os bancos alemães e franceses, além do próprio Banco Central Europeu (cujos principais financiadores são justamente os governos alemão e francês). Assim, uma reestruturação, impondo perdas aos detentores dos títulos gregos, voltaria como um bumerangue contra o próprio sistema financeiro europeu, com conseqüências imprevisíveis. Não à toa, a Alemanha tem sido a voz que exige mais esforço dos gregos. Um esforço que tem se mostrado acima de suas forças. O próximo passo seria um programa gigantesco de privatizações, que serviria como lastro para um processo de reestruturação ordenado. Processo este que ocorrerá de alguma forma no futuro. A dúvida é o timing e a forma.

A saída de países-membros do euro não parece ser uma solução. Do ponto de vista da Grécia, seria necessária uma logística inimaginável: além da troca de todos os meios de pagamento, seria necessário estabelecer uma espécie de quarentena de todos os depósitos bancários (uma espécie de “corralito” grego), pois assim que fosse anunciada a saída, todos correriam para sacar euros de suas contas, provocando a imediata quebra do sistema financeiro grego. Um pesadelo. Do ponto de vista dos países fortes da zona do Euro, significaria perder mercados que teriam, dali em diante, moedas mais fracas. Esta hipótese, portanto, não interessa para nenhum dos dois lados, e não é, de maneira alguma, um destino inescapável.

Nossa avaliação é de que a Europa conseguirá absorver uma reestruturação da dívida da Grécia (e possivelmente de Portugal e Irlanda), em função de seu tamanho relativamente pequeno, e da saúde invejável das economias da França e, principalmente, da Alemanha, que vêm se recuperando bastante bem. Não cremos que um cenário de crise sistêmica seja provável, dado o conjunto de esforços que estão sendo feitos de ambos os lados, e a lição que a crise causada pela quebra da Lehman Brothers deixou.

Nos EUA, a ata do FOMC abordou a estratégia de saída da atual política monetária. Em relação ao desempenho econômico recente, os membros do comitê avaliaram que a desaceleração da taxa de crescimento do país no trimestre foi decorrente de fatores temporários, tais como aumento dos preços de commodities e contração dos gastos públicos. Há uma expectativa de que a retomada de crescimento se dê num ritmo um pouco mais forte nos próximos trimestres, mas ainda moderado por conta do modesto crescimento da riqueza das famílias e da necessidade de se reduzir o desequilíbrio fiscal. Quanto às mudanças na política monetária, a maioria dos participantes defendeu uma elevação da taxa de juros antes do início das vendas de ativos da carteira do FED. Conforme planejado, o QE2 será concluído até junho e a adoção de novos pacotes de estímulo só seria levada em consideração em caso de mudança significativa no cenário econômico, o que parece pouco provável.

Brasil

O verdadeiro teste para o BC se aproxima: com a inflação recuando por fatores sazonais, e a atividade econômica acomodando-se, o BC continuará a apertar a política monetária para aumentar as chances de uma convergência para a meta em 2012, ou vai procurar contemporizar para não penalizar demasiadamente o produto no curto prazo? A resposta a esta questão virá somente daqui a alguns meses, mas será decisiva para os rumos da inflação no Brasil. O maior risco de uma acomodação por parte do BC são as pressões dos reajustes salariais no 2º semestre e, principalmente, o reajuste do salário mínimo em aproximadamente 14% no início do ano que vem. Se estas pressões pegarem a atividade ainda razoavelmente aquecida, o cumprimento da meta em 2012, que já está difícil, passa a ficar sob risco ainda maior. As últimas sinalizações do BC, tanto na ata do último COPOM, quanto em declarações de seus diretores, é de que o serviço será feito até o fim. A conferir.

Com relação ao câmbio, aparentemente (e contra todos os discursos) o governo decidiu aceitar um câmbio mais apreciado como mais um fator para amenizar as pressões inflacionárias. Assim, são possíveis novas valorizações no curto prazo.

Por fim, a bolsa. O IBrX fechou o mês de maio no mesmo nível nominal de outubro de 2007. Se corrigido pelo CDI, o índice está no mesmo nível de janeiro de 2006. Neste período, apesar

dos altos e baixos, as empresas continuaram a crescer e gerar lucros. E avaliamos que isso deve continuar acontecendo nos próximos anos. Por isso, acreditamos que o preço da bolsa não está refletindo os fundamentos das empresas. Para um crescimento de lucros na ordem de 15% em 2011, o P/L projetado para 2011 está em aproximadamente 10,5, o que configura uma bolsa com bom potencial de alta.

MAIO EM FOCO

Mercados Internacionais	29/abr	31/mai	Varição
Global 40	135,6	136,4	0,59%
FED Funds	0%-0,25%	0%-0,25%	-
Treasury 10Y	3,30%	3,06%	-24 pontos-base
Dow Jones	12.811	12.570	-1,88%
S&P 500	1.364	1.345	-1,35%
Euro/US\$	1,483	1,439	-2,95%
AU\$/US\$	1,096	1,067	-2,68%
C\$/US\$	1,058	1,032	-2,40%

Mercados Locais	29/abr	31/mai	Varição
Selic	12,00%	12,00%	0 pontos-base
IMA-S (LFTs)	2.078	2.098	0,99%
IMA-B (NTNs-B)	2.444	2.480	1,49%
IMA-B5	2.320	2.341	0,90%
IMA-B5+	2.755	2.813	2,09%
IRF-M (LTNs/NTNs-F)	4.941	5.004	1,27%
IMA-Geral	2.232	2.259	1,23%
IMA-Geral ex-C	2.219	2.246	1,24%
Dólar (PTAX)	1,573	1,580	0,42%
Cupom Dólar 6 meses	5,00%	3,70%	-130 pontos-base
Ibovespa Fechamento	66.133	64.620	-2,29%
IBrX Fechamento	21.562	21.072	-2,27%

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IMA-GERAL: de maneira geral, apresentaram performance acima do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... ainda havia um risco no cenário inflacionário de curto prazo, dados o aquecimento da demanda local e a política monetária gradualista do BC. Apesar disso, avaliamos que o BC continuará atuando para a convergência da inflação em 2012.	... permanecemos neutros nos vencimentos mais curtos. Nossa exposição prefixada se concentra nos vencimentos de mais longo prazo como Jan17. A exposição total continua maior que o IRF-M , financiada parcialmente na parte longa do IMA-B.	+ Algumas surpresas para baixo de índices de inflação local, a revisão negativa de crescimento global e a queda de preço de commodities pressionaram para baixo as taxas de juros nominais de médio e longo prazo. A taxa do Jan17 recuou de 12,5% a.a. para 12,3% a.a
... a classe de ativos atrelados ao IPC-A permanecia menos atrativa que os prefixados. Apesar disso, havia o risco de um repique inflacionário no curto prazo, tornando necessária uma posição em NTN-B como forma de proteção.	... permanecemos com uma posição concentrada nos vencimentos mais curtos. A exposição total do portfólio está ligeiramente acima do benchmark nessa classe.	- No mês, a surpresa para baixo dos índices de inflação pressionou as taxas de juros reais de curto prazo para cima . A perda no portfólio foi limitada dada a baixa exposição ativa nessa classe.
... dada a virtual ausência de liquidez dos títulos atrelados ao IGP-M , precisaríamos manter os atuais títulos na carteira.	... mantivemos o posicionamento nos atuais títulos, sem poder alongar o prazo médio da carteira devido a falta de liquidez do mercado, gerando uma duration inferior à do IMA-C.	= Não houve influência desse segmento na performance do portfólio.
... investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	... mantivemos posição na família de fundos multimercado multiestatégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	- Esta família de fundos apresentou desempenho abaixo do CDI no mês.
... os títulos privados seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos as atuais posições em títulos privados e adquirimos cotas de um FIDC de um banco de médio porte (2 anos a 109,5% do CDI), um CDB de outro banco de médio porte (3 meses a 109,5% do CDI) e realizamos a troca de um CDB de um banco de grande porte, com vencimento em Abr12, por uma LF do mesmo emissor (6 anos a CDI+1,41% a.a.).	+ A influência do crédito foi positiva ainda que limitada, dada a baixa exposição da carteira.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... ainda havia um risco no cenário inflacionário de curto prazo, dados o aquecimento da demanda local e a política monetária gradualista do BC. Apesar disso, avaliamos que o BC continuará atuando para a convergência da inflação em 2012.	... permanecemos neutros nos vencimentos mais curtos. Nossa exposição prefixada se concentra nos vencimentos de mais longo prazo como Jan17.	Algumas surpresas para baixo de índices de inflação local, a revisão negativa de crescimento global e a queda de preço de commodities pressionaram para baixo as taxas de juros nominais de médio e longo prazo. A taxa do Jan17 recuou de 12,5% a.a. para 12,3% a.a.
... a classe de ativos atrelados ao IPC-A permanecia menos atrativa que os prefixados. Apesar disso, havia o risco de um repique inflacionário no curto prazo, tornando necessária uma posição em NTN-B como forma de proteção.	... permanecemos com uma exposição ativa nessa classe de ativo concentrada nos vencimentos mais curtos.	No mês, a surpresa para baixo dos índices de inflação pressionou as taxas de juros reais de curto prazo para cima . A perda no portfólio foi limitada dada a baixa exposição ativa nessa classe.
... investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	... mantivemos posição na família de fundos multimercado multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	Esta família de fundos apresentou desempenho abaixo do CDI no mês.
... os títulos privados seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos as atuais posições em títulos privados e adquirimos cotas de um FIDC de um banco de médio porte (2 anos a 109,5% do CDI), um CDB de outro banco de médio porte (3 meses a 109,5% do CDI) e realizamos a troca de um CDB de um banco de grande porte, com vencimento em Abr12, por uma LF do mesmo emissor (6 anos a CDI+1,41% a.a.).	A influência do crédito foi positiva ainda que limitada, dada a baixa exposição da carteira.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... ainda havia um risco no cenário inflacionário de curto prazo, dados o aquecimento da demanda local e a política monetária gradualista do BC. Apesar disso, avaliamos que o BC continuará atuando para a convergência da inflação em 2012.	... permanecemos neutros nos vencimentos mais curtos. Nossa exposição prefixada se concentra nos vencimentos de mais longo prazo como Jan17. A exposição total continua maior que o IRF-M , financiada parcialmente na parte longa do IMA-B.	+ Algumas surpresas para baixo de índices de inflação local, a revisão negativa de crescimento global e a queda de preço de commodities pressionaram para baixo as taxas de juros nominais de médio e longo prazo. A taxa do Jan17 recuou de 12,5% a.a. para 12,3% a.a.
... a classe de ativos atrelados ao IPC-A permanecia menos atrativa que os prefixados. Apesar disso, havia o risco de um repique inflacionário no curto prazo, tornando necessária uma posição em NTN-B como forma de proteção.	... permanecemos com uma posição concentrada nos vencimentos mais curtos. A exposição total do portfólio está ligeiramente acima do benchmark nessa classe.	- No mês, a surpresa para baixo dos índices de inflação pressionou as taxas de juros reais de curto prazo para cima. A perda no portfólio foi limitada dada a baixa exposição ativa nessa classe.
... investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	... mantivemos posição na família de fundos multimercado multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	- Esta família de fundos apresentou desempenho abaixo do CDI no mês.
... os títulos privados seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos as atuais posições em títulos privados e adquirimos cotas de um FIDC de um banco de médio porte (2 anos a 109,5% do CDI), um CDB de outro banco de médio porte (3 meses a 109,5% do CDI) e realizamos a troca de um CDB de um banco de grande porte, com vencimento em Abr12, por uma LF do mesmo emissor (6 anos a CDI+1,41% a.a.).	+ A influência do crédito foi positiva ainda que limitada, dada a baixa exposição da carteira.

FUNDOS DE TÍTULOS PÚBLICOS: desempenho abaixo do benchmark (SELIC).

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... seria mais adequado manter baixa a volatilidade deste produto.	... mantivemos a carteira posicionada em vencimentos até 2 anos.	- O fundo apresentou um retorno ligeiramente abaixo da SELIC no mês.

FUNDOS MULTIMERCADOS INSTITUCIONAIS: desempenho abaixo do benchmark (CDI).

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... ainda havia um risco no cenário inflacionário de curto prazo, dados o aquecimento da demanda local e a política monetária gradualista do BC. Apesar disso, avaliamos que o BC continuará atuando para a convergência da inflação em 2012..	... permanecemos neutros nos vencimentos mais curtos. Nossa exposição prefixada se concentra nos vencimentos de mais longo prazo como Jan17.	+ Algumas surpresas para baixo de índices de inflação local, a revisão negativa de crescimento global e a queda de preço de commodities pressionaram para baixo as taxas de juros nominais de médio e longo prazo. A taxa do Jan17 recuou de 12,5% a.a. para 12,3% a.a.
... a classe de ativos atrelados ao IPC-A permanecia menos atrativa que os prefixados. Apesar disso, havia o risco de um repique inflacionário no curto prazo, tornando necessária uma posição em NTN-B como forma de proteção.	... permanecemos com uma exposição ativa nessa classe de ativo concentrada nos vencimentos mais curtos.	- No mês, a surpresa para baixo dos índices de inflação pressionou as taxas de juros reais de curto prazo para cima . A perda no portfólio foi limitada dada a baixa exposição ativa nessa classe.
... o fato de o BC possivelmente aceitar a apreciação da moeda local como um mecanismo de auxílio no combate à inflação poderia reduzir a intervenção no mercado de câmbio no curto prazo, permitindo uma apreciação do real.	... mantivemos a posição vendida em dólar através de futuros e da posição comprada em opções de venda.	- Após três meses de depreciação, o dólar voltou a se apreciar , em função de um movimento de aversão a risco, e encerrou o mês cotado a R\$1,58.
... a situação dos países periféricos da Europa continuava delicada e poderia exercer pressão na moeda no curto prazo. Além disso, continuamos acreditando que a Europa levará mais tempo para se recuperar que os EUA dada a maior rigidez da sua economia.	... mantivemos a posição vendida em euro (contra o dólar).	+ A volta à tona da preocupação com a situação fiscal da Grécia mostrou a fragilidade de alguns países periféricos europeus. Em função disso, o euro depreciou-se aproximadamente 2,9% em relação ao dólar.
... após a forte alta do preço de commodities ocorrida nos últimos meses, os preços passaram a embutir um certo exagero, reduzindo a perspectiva de valorização das moedas de alguns países produtores na primeira semana do mês, zeramos a posição comprada em dólar australiano e dólar canadense (ambas contra o dólar americano).	- Durante os dias em que mantivemos a exposição nessas moedas, a depreciação das mesmas prejudicou a performance do fundo.
... uma posição tomada em títulos de dívida soberana brasileira (Globals) seria um hedge mais adequado para as posições existentes no fundo num cenário de flight to quality.	... permanecemos com uma posição tomada em Global20 .	- O movimento de queda de taxa do Global prejudicou a performance do portfólio.
... os múltiplos da bolsa brasileira estavam em níveis historicamente baixos. Do ponto de vista da análise fundamentalista, a posição na bolsa local permanece bastante atrativa.	... aumentamos o posicionamento em bolsa , através de opções de compra (dado seu preço atrativo).	- O Ibovespa teve queda de -2,3%.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

Com o mercado de trabalho bastante apertado e a demanda doméstica aquecida, o cenário para a inflação continua arriscado. Por outro lado, fatores exógenos como uma possível desaceleração da atividade econômica global, a queda nos preços de commodities e a queda do preço do etanol no mercado local podem acabar pressionando para baixo os índices de inflação nos próximos meses.

Avaliamos que o BC continuará atuando para a convergência da inflação à meta em 2012, o que justifica uma posição dada em taxas de juros mais longas.

Caso os fatores exógenos não pressionem o suficiente, a inflação corrente poderá permanecer perigosamente ao redor do teto da meta durante algum tempo, porém não acreditamos que isso continuará ocorrendo no longo prazo.

Para evitar perdas em um cenário de repique inflacionário nos próximos meses, mantivemos uma posição em NTN-B de curto prazo.

O governo parece ter aceitado a apreciação do real como um instrumento auxiliar no combate à inflação e, consequentemente, poderá reduzir a intervenção no mercado de câmbio.

Apesar do atual nível da taxa câmbio sugerir maior cautela no posicionamento nessa classe de ativo, o fato do governo possivelmente aceitar a apreciação do real no combate à inflação deixa mais espaço para ganhos com uma posição vendida em dólar (contra real).

A delicada situação pela qual atravessa os países periféricos da zona do euro, reforçada pelos temores em relação à capacidade da Grécia de honrar os compromissos fiscais assumidos com o BCE, comprovam que a situação fiscal dos mesmos continua extremamente complexa e poderão continuar exercendo pressão na moeda. Além disso, no longo prazo, continuamos acreditando que a Europa levará mais tempo para se recuperar que os EUA dada a maior rigidez da sua economia.

O euro deve mostrar enfraquecimento em relação ao dólar, porém sujeito a muita volatilidade.

À medida que os fundamentos das empresas locais permanecem e a bolsa local não apresente retorno equivalente, a sua atratividade aumenta.

A posição comprada em bolsa continua sendo interessante dado seus fundamentos.

Com a redução da possibilidade de uma crise sistêmica, os títulos brasileiros de longo prazo negociados no exterior atingiram taxas muito baixas.

Uma posição tomada em taxa de Global 20 faz sentido como hedge contra algum aumento da aversão a risco.

Com o mercado de trabalho bastante apertado e a demanda doméstica aquecida, o cenário para a inflação continua arriscado. Por outro lado, fatores exógenos como uma possível desaceleração da atividade econômica global, a queda nos preços de commodities e a queda do preço do etanol no mercado local podem acabar pressionando para baixo os índices de inflação nos próximos meses.

Avaliamos que o BC continuará atuando para a convergência da inflação à meta em 2012, o que justifica uma posição dada em taxas de juros mais longas.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: rentabilidade acima do benchmark, que caiu 2,3% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... apesar da preocupação recente com aumento de custos e atrasos em obras, a maioria das empresas do setor de construção civil continuava apresentando bons resultados, com vendas ainda fortes e margens saudáveis, resultando em boas perspectivas e <i>valuations</i> bastante atrativos em comparação com a média do mercado.	... mantivemos significativa exposição ao setor com as maiores apostas ativas distribuídas entre PDG, Even e Brookfield . Realizamos parcialmente os lucros nesta última e reduzimos o <i>underweight</i> em Cyrela , que teve forte <i>underperformance</i> nos últimos meses.	+ O setor apresentou desempenho superior à média do mercado novamente. Destaque para o ganho com as posições em PDG e Even que subiram 7,1% e 2,5% respectivamente. A PDG divulgou sólido resultado no 1º trimestre, mostrando manutenção de margens fortes e acima da média do setor e um baixo nível de <i>cash burn</i> .
... o setor de telefonia fixa não apresentava perspectiva de crescimento, além de oferecer um risco adicional relacionado a governança corporativa.	... mantivemos exposição abaixo do benchmark no setor de telefonia fixa , concentrando a nossa única aposta em Telemar ON (julgamos que seja a melhor alternativa de exposição à empresa, mitigando riscos de governança corporativa).	- Os papéis ligados ao grupo Telemar, com exceção de Telemar ON , tiveram forte apreciação após a controladora anunciar que fará uma simplificação na estrutura dos veículos de investimento. Dentre os benefícios gerados por esta medida, a redução dos atuais 7 papéis listados na bolsa para apenas 2 (ON e PN), deverá resultar numa melhora do nível de governança da empresa, aumento na liquidez dos papéis e criar espaço para uma política de dividendos mais clara que a atual.
... dentro do setor de petroquímicas , Braskem oferecia uma alternativa interessante de investimento dado o ganho de sinergia com a aquisição da Quattor, um mercado doméstico bastante aquecido e a manutenção do cenário positivo para o setor no mercado global.	... mantivemos a exposição ao setor de petroquímicas através da posição em Braskem .	+ Braskem subiu 12,1% refletindo a divulgação do bom resultado da empresa no 1º trimestre do ano, que mesmo com o impacto negativo do problema de falta de energia na planta de Camaçari, continuou apresentando resultados saudáveis.
... apesar do bom momento da economia local, a maioria dos papéis do setor de varejo continuavam apresentando múltiplos bastante elevados em comparação com a média do mercado. Além disso, o setor poderia ser uma dos mais impactados caso o Banco Central adotasse mais medidas macroprudenciais.	... mantivemos significativa exposição abaixo do benchmark no setor de varejo .	- A maioria dos papéis do setor voltou a apresentar forte desempenho no mês. O portfólio foi prejudicado em termos relativos em função das altas de Lojas Americanas e Lojas Renner , 13,9% e 3,1% respectivamente. Nossa maior perda no entanto, veio da posição acima do benchmark em Saraiva , que não acompanhou o movimento do setor e caiu 12,6%.
... em relação ao setor de siderurgia , o excesso na produção global de aço contribuía para a manutenção do desequilíbrio entre oferta e demanda do produto, mantendo os estoques em patamar elevado e o nível de preços abaixo do ideal. Outra fonte de risco para o setor, o real apreciado também exercia pressão nos resultados das empresas dada a competição dos produtos importados.	... iniciamos o mês com significativa posição abaixo do benchmark no setor de siderurgia . Durante o mês reduzimos ainda mais a posição no setor, que deverá sofrer com a manutenção de <i>spreads</i> pressionados por mais tempo do que o mercado espera.	+ O setor permanece pressionado e voltou a apresentar um dos piores desempenhos da bolsa. Na comparação com o Ibovespa no mês, destaque para o ganho com a posição abaixo do benchmark em Gerdau PN que recuou mais 8,1% após ter caído 6,4% em abril.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade acima do benchmark, que caiu 2,3% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... apesar da preocupação recente com aumento de custos e atrasos em obras, a maioria das empresas do setor de construção civil continuava apresentando bons resultados, com vendas ainda fortes e margens saudáveis, resultando em boas perspectivas e valuations bastante atrativos em comparação com a média do mercado.	... mantivemos significativa exposição ao setor com as maiores apostas ativas distribuídas entre PDG, Even e Brookfield . Realizamos parcialmente os lucros nesta última e reduzimos o underweight em Cyrela , que teve forte underperformance nos últimos meses.	+ O setor apresentou desempenho superior à média de mercado novamente. Destaque para o ganho com as posições em PDG e Even que subiram 7,1% e 2,5% respectivamente. A PDG divulgou sólido resultado no 1º trimestre, mostrando manutenção de margens fortes e acima da média do setor e um baixo nível de <i>cash burn</i> .
... o setor de telefonia fixa não apresentava perspectiva de crescimento, além de oferecer um risco adicional relacionado a governança corporativa.	... mantivemos exposição abaixo do benchmark no setor de telefonia fixa , concentrando a nossa única aposta em Telemar ON (julgamos que seja a melhor alternativa de exposição à empresa, mitigando riscos de governança corporativa).	- Os papéis ligados ao grupo Telemar, com exceção de Telemar ON , tiveram forte apreciação após a sua controladora anunciar que fará uma simplificação na estrutura dos veículos de investimento. Dentre os benefícios gerados por esta medida, a redução dos atuais 7 papéis listados na bolsa para apenas 2 (ON e PN), deverá resultar numa melhora do nível de governança da empresa, aumento na liquidez dos papéis e criar espaço para uma política de dividendos mais clara que a atual.
... as empresas do setor de bebidas e alimentos ainda se configuravam como alternativa de funding, dado o valuation pouco atrativo da maioria dos casos.	... mantivemos significativa posição abaixo do benchmark no setor de bebidas e alimentos .	+ O setor apresentou desempenho bastante fraco no mês. Destaque para o ganhos com as quedas de Hypermarcas e Brasil Foods , 29,2% e 7,1% respectivamente. Hypermarcas divulgou um fraco resultado no 1º trimestre com queda no volume de vendas por unidade e forte redução de margem, impactando negativamente as estimativas para o resultado no ano.
... as empresas do setor de imóveis comerciais apresentavam valuations bastantes elevados. A receita dessas empresas é atrelada a inflação, o que vinha atraindo os investidores e gerando forte outperformance nos últimos meses.	... permanecemos ausentes do setor de imóveis comerciais .	- Os papéis do setor tiveram mais um mês de fortes ganhos. Multipan e BR Malls subiram, 11,9% e 11,3% respectivamente.
... dentro do setor de petroquímicas , Braskem oferecia uma alternativa interessante de investimento dado o ganho de sinergia com a aquisição da Quattor, um mercado doméstico bastante aquecido e a manutenção do cenário positivo para o setor no mercado global.	... mantivemos a exposição ao setor de petroquímicas através da posição em Braskem .	+ Braskem subiu 12,1% refletindo a divulgação do bom resultado da empresa no 1º trimestre do ano, que mesmo com o impacto negativo do problema de falta de energia na planta de Camaçari, continuou apresentando resultados saudáveis.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX50: em geral, tiveram rentabilidade acima do benchmark, que caiu 3,0% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... as empresas do setor de bebidas e alimentos ainda se configuravam como alternativa de <i>funding</i> , dado o valuation pouco atrativo da maioria dos casos.	... mantivemos significativa posição abaixo do benchmark no setor de bebidas e alimentos .	+ O setor apresentou desempenho bastante fraco no mês. Destaque para o ganho com as quedas de Hypermarcas e Brasil Foods , 29,2% e 7,1% respectivamente. Hypermarcas divulgou um fraco resultado no 1º trimestre com queda no volume de vendas por unidade e forte redução de margem, impactando negativamente as estimativas para o resultado no ano.
... o setor de telefonia fixa não apresentava perspectiva de crescimento, além de oferecer um risco adicional relacionado a governança corporativa.	... mantivemos exposição abaixo do benchmark no setor de telefonia fixa , concentrando a nossa única aposta em Telemar ON (julgamos que seja a melhor alternativa de exposição à empresa, mitigando riscos de governança corporativa).	- Os papéis ligados ao grupo Telemar, com exceção de Telemar ON, tiveram forte apreciação após a sua controladora anunciar que fará uma simplificação na estrutura dos veículos de investimento. Dentre os benefícios gerados por esta medida, a redução dos atuais 7 papéis listados na bolsa para apenas 2 (ON e PN), deverá resultar numa melhora do nível de governança da empresa, aumento na liquidez dos papéis e criar espaço para uma política de dividendos mais clara que a atual.
... apesar da preocupação recente com aumento de custos e atrasos em obras, a maioria das empresas do setor de construção civil continuava apresentando bons resultados, com vendas ainda fortes e margens saudáveis, resultando em boas perspectivas e valuations bastante atrativos em comparação com a média do mercado.	... mantivemos significativa exposição ao setor com as maiores apostas ativas distribuídas entre PDG, Even e Brookfield . Realizamos parcialmente os lucros nesta última e reduzimos o <i>underweight</i> em Cyrela , que teve forte <i>underperformance</i> nos últimos meses.	+ O setor apresentou desempenho superior à média de mercado novamente. Destaque para o ganho com as posições em PDG e Even que subiram 7,1% e 2,5% respectivamente. A PDG divulgou sólido resultado no 1º trimestre, mostrando manutenção de margens fortes e acima da média do setor e um baixo nível de <i>cash burn</i> .
... as empresas do setor de concessões rodoviárias já se encontravam bem precificadas. Acreditávamos que o governo federal iria impor normas para reduzir as taxas de retorno dos aditivos de projeto que representavam grande parte do valor adicionado por estas empresas. Estas normas deveriam trazer implicações negativas para os contratos estaduais. Acreditávamos ainda, na manutenção da competição acirrada vista nos últimos leilões de concessões rodoviárias.	... permanecemos ausentes do setor de concessões rodoviárias .	- CCR subiu 0,8%. A empresa possui receita atrelada a variação da inflação e assim como as empresas elétricas, tem sido utilizada como uma alternativa de proteção contra a inflação pelos investidores.
... Braskem , pertencente ao setor de petroquímicas , oferecia uma alternativa interessante de investimento dado o ganho de sinergia com a aquisição da Quattor, um mercado doméstico bastante aquecido e a manutenção do cenário positivo para o setor no mercado global.	... mantivemos a exposição ao setor de petroquímicas através da posição em Braskem .	+ Braskem subiu 12,1% refletindo a divulgação do bom resultado da empresa no 1º trimestre do ano, que mesmo com o impacto negativo do problema de falta de energia na planta de Camaçari, continuou apresentando resultados saudáveis.

FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: performance significativamente acima do Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... apesar da preocupação recente com aumento de custos e atrasos em obras, a maioria das empresas do setor de construção civil continuava apresentando bons resultados, com vendas ainda fortes e margens saudáveis, resultando em boas perspectivas e valuations bastante atrativos em comparação com a média do mercado.	... mantivemos significativa exposição ao setor com as apostas distribuídas entre Even, PDG, EZ Tec e Brookfield . Realizamos parcialmente os lucros nesta última e reduzimos o <i>underweight</i> em Cyrela , que teve forte <i>underperformance</i> nos últimos meses.	+ O setor apresentou desempenho superior à média de mercado novamente. Destaque para o ganho com as posições em PDG e Even que subiram 7,1% e 2,5% respectivamente. A PDG divulgou sólido resultado no 1º trimestre, mostrando manutenção de margens fortes e acima da média do setor e um baixo nível de cash burn.
... apesar do bom momento da economia local, a maioria dos papéis do setor de varejo continuavam apresentando múltiplos bastante elevados em comparação com a média do mercado. Além disso, o setor poderia ser uma dos mais impactados caso o Banco Central adotasse mais medidas macroprudenciais.	... permanecemos ausentes da maioria dos papéis do setor de varejo com exceção de Sarai-va , que julgávamos um veículo barato de exposição a economia doméstica e com bom potencial de valorização.	- Apesar de a maioria dos papéis do setor voltar a apresentar forte desempenho no mês, Sarai-va caiu 12,6% prejudicando o desempenho do fundo.
... dentro do setor de petroquímicas , Braskem oferecia uma alternativa interessante de investimento dado o ganho de sinergia com a aquisição da Quattor, um mercado doméstico bastante aquecido e a manutenção do cenário positivo para o setor no mercado global.	... mantivemos a exposição ao setor de petroquímicas através da posição em Braskem .	+ Braskem subiu 12,1% refletindo a divulgação do bom resultado da empresa no 1º trimestre do ano, que mesmo com o impacto negativo do problema de falta de energia na planta de Camaçari, continuou apresentando resultados saudáveis.
... a manutenção do processo de urbanização da China e o crescimento das demais economias emergentes continuariam ocorrendo no médio/ longo prazo, contribuindo para que o preço das commodities continuasse elevado por mais tempo do que o mercado acredita.	... mantivemos a exposição ao setor de mineração , através das posições em Vale PNA, Bradespar (holding formada quase que exclusivamente por ações da Vale) e Magnesita .	- A forte queda de Magnesita , que recuou 10,1%, mais que compensou o ganho com Bradespar , que recuou menos que o Ibovespa no mês.
...em relação ao setor de siderurgia , o excesso na produção global de aço contribuía para a manutenção do desequilíbrio entre oferta e demanda do produto, mantendo os estoques em patamar elevado e o nível de preços abaixo do ideal. Outra fonte de risco para o setor, o Real apreciado também exercia pressão nos resultados das empresas dada a competição dos produtos importados	...iniciamos o mês praticamente ausentes do setor de siderurgia apenas com uma pequena posição em Gerdau PN . Durante o mês reduzimos ainda mais a posição no papel, devido ao anúncio de aumento de capital, o que deverá gerar uma redução no valor da empresa.	+ O setor permanece pressionado e voltou a apresentar um dos piores desempenhos da bolsa. Na comparação com o Ibovespa no mês, destaque para o ganho com a posição abaixo do índice em Gerdau PN que recuou mais 8,1% após ter caído 6,4% em abril.

FUNDOS SMALL CAP: rentabilidade abaixo do parâmetro de performance (SMLL - Índice Small Cap), que caiu 0,1%.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o cenário para o setor bancário continuava positivo dadas as boas perspectivas de resultados e valuations bastante atrativos. O menor crescimento da carteira de crédito em função dos efeitos das medidas macroprudenciais deveriam ser mais que compensados pelo aumento dos spreads.	...mantivemos a exposição ao setor através de Banco ABC Brasil .	- O setor acompanhou a queda do mercado no mês com todas as ações apresentando performance negativa. Banco ABC Brasil apresentou queda de 10,7% prejudicando o desempenho do fundo.
...as empresas do setor de bebidas e alimentos continuavam apresentando valuation pouco atrativo da maioria dos casos.	...permanecemos ausentes do setor de bebidas e alimentos .	+ O setor apresentou desempenho bastante fraco no mês. Destaque para o ganho com a queda de 11,6% de Marfrig .
...a ação de Indústrias Romi , pertencente ao setor de bens de capital , continuava sendo negociada com relevante desconto. A margem da empresa piorou no último trimestre devido ao aumento da competição internacional. Não achávamos que esta situação se perpetuaria mas que ela era um reflexo da ociosidade da indústria de bens de capital no mundo, o que deveria se normalizar com o tempo.	...mantivemos posição em Indústrias Romi (ausente do SMLL).	- Indústrias Romi voltou a apresentar forte queda em maio, recuando 12,4%, após ter caído 11,9% no mês anterior. O papel continuou pressionado pelos resultados do 1º trimestre, apesar do anúncio que o governo renovará as linha de financiamento de PSI e da melhora no backlog da empresa em fundidos e usinados pela perspectiva de retomada de investimento nos projetos de energia eólica.
...apesar do bom momento da economia local, a maioria dos papéis do setor de varejo continuavam apresentando múltiplos bastante elevados em comparação com a média do mercado. Além disso, o setor poderia ser uma dos mais impactados caso o Banco Central adotasse mais medidas macroprudenciais.	...permanecemos ausentes da maioria dos papéis do setor de varejo com exceção de Saraiva , que julgávamos um veículo barato de exposição a economia doméstica e com bom potencial de valorização.	- Apesar de a maioria dos papéis do setor voltar a apresentar forte desempenho no mês, Saraiva caiu 12,6% prejudicando o desempenho do fundo.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

Apesar da recente recuperação das ações do setor, continuamos vendo muito valor nas incorporadoras. O desempenho de vendas (tanto de novos lançamentos como de estoques) continua bom e não vemos motivo para este cenário se alterar nos próximos meses. Esperamos que várias incorporadoras já mostrem fluxos de caixa positivo no final deste ano.

Devemos manter posição acima do benchmark no **setor de construção civil**.

Os bancos de grande porte continuam sendo uma excelente opção de investimento. Por conta de das medidas macro-prudenciais implementadas pelo governo, as ações do setor tem apresentado performance fraca, mas fundamentalmente tais medidas terão praticamente nenhum efeito sobre os resultados dos bancos. O menor crescimento das carteiras de crédito e algum aumento da inadimplência devem ser mais do que compensado pela alta dos spreads. Os resultados do 1º trimestre já mostraram uma melhora da margem de intermediação financeira e esperamos estabilidade ou mesmo incremento dos retornos sobre o capital no decorrer do ano. Esperamos que as ações dos bancos apresentem performance melhor do que o mercado.

Devemos manter posição acima dos respectivos benchmarks no **setor financeiro**.

O setor de mineração passa por uma forte dicotomia entre bons fundamentos e risco macroeconômico. Se por um lado a situação política e econômica global ainda gera preocupação, por outro o equilíbrio entre oferta e demanda continua muito apertado, reflexo dos diversos choques de oferta e da continuidade do crescimento das economias em desenvolvimento (China em especial). Acreditamos que o processo de urbanização da China e o crescimento das demais economias emergentes devam continuar ocorrendo no médio/longo prazo, contribuindo para que o preço das commodities continue elevado nos próximos anos.

Devemos manter posição acima dos respectivos benchmarks no **setor de mineração**.

Renda Variável e Balanceados (cont.)

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...os sólidos fundamentos das empresas locais e o bom momento da economia brasileira não estavam refletidos nos múltiplos da bolsa local. O desconto com o qual grande parte das ações era negociada representava um bom potencial de valorização.	...mantivemos uma alocação acima do ponto neutro em bolsa dado que a classe de ativos continuava bastante atrativa do ponto de vista fundamentalista.	O Ibovespa recuou 2,3% refletindo o fluxo de notícias negativas no cenário externo. A preocupação cada vez maior em torno da solução para o problema da dívida grega e o aumento das incertezas em relação a recuperação econômica global pressionaram as bolsas ao redor do mundo.

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. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC.

A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA.

É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS.



© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2011. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes, seus respectivos consultores de investimentos e terceiros interessados. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.