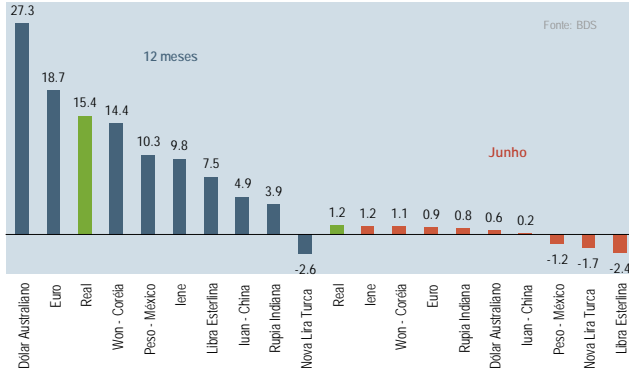


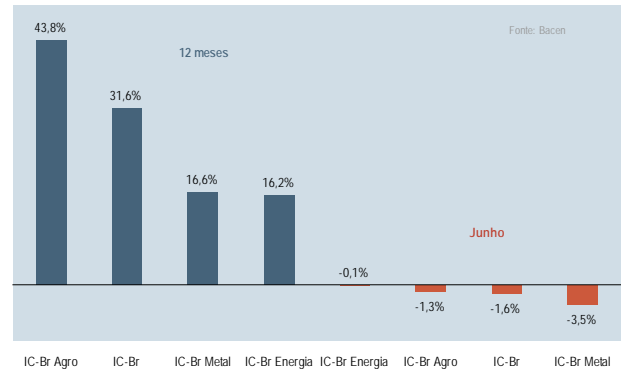
Moedas (contra o dólar)

O Real foi uma das moedas que mais se valorizaram em junho, e permanece entre as mais valorizadas em 12 meses.



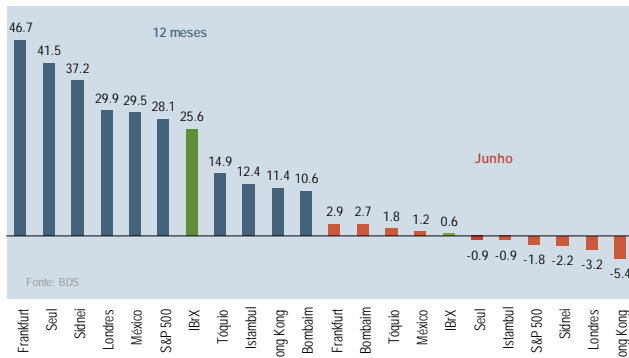
Índice de Commodities do Banco Central

Os preços das commodities continuaram recuando em junho. Apesar disso, a alta acumulada nos 12 meses ainda é significativa.



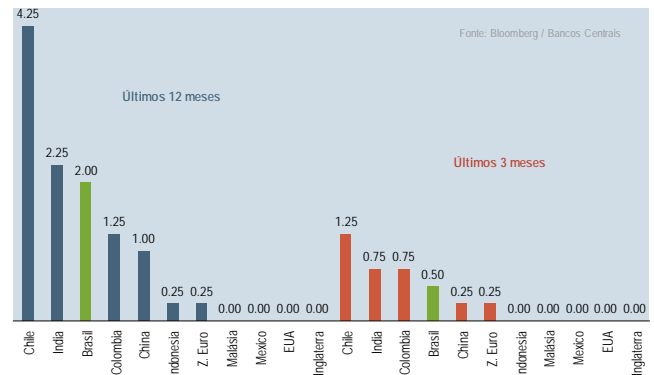
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa local (em dólares) está na média das bolsas mundiais, tanto em junho quanto nos últimos 12 meses.



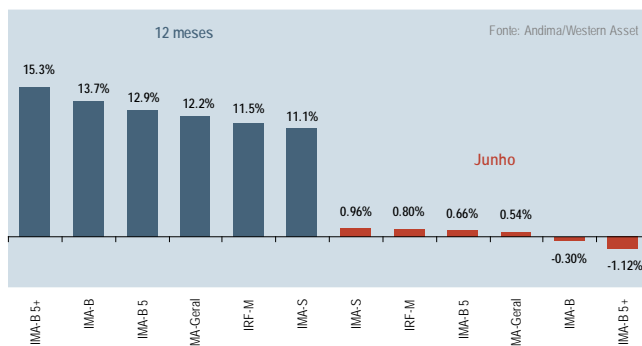
Taxas básicas de juros - variação

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



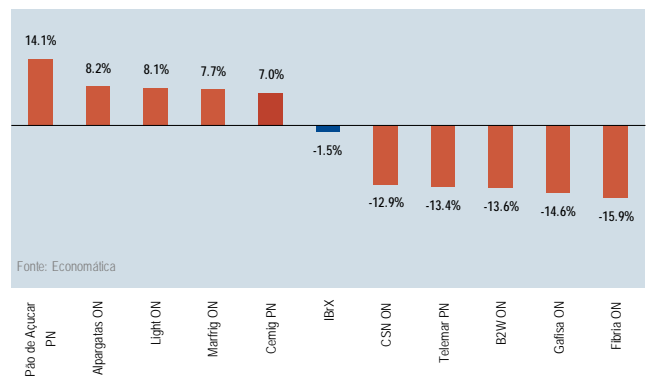
Renda fixa local

O mês de junho não foi bom para os ativos de renda fixa. O IMA-S foi o melhor índice no mês, mas em 12 meses os índices atrelados à inflação continuam com bom retorno.



Bolsa local

O IBrX chegou a estar caindo mais de 4%, mas recuperou-se no final do mês. Pão de Açúcar foi o destaque, por conta do anúncio da fusão com o Carrefour.



O QUE ACONTECEU

Internacional

Definitivamente, o tema quente do mês no cenário internacional foi a situação da Grécia e uma possível contaminação dos bancos europeus que possuem exposição à dívida grega. Os gregos vinham encontrando restrições políticas para realizar os ajustes necessários para reduzir a sua dívida soberana, condição necessária para a continuidade da ajuda oferecida pela União Europeia e pelo FMI. A deterioração deste quadro fez com que os investidores vissem uma moratória como a única saída para o país. Nos últimos dias do mês, no entanto, o primeiro-ministro grego propôs e conseguiu um voto de confiança do parlamento para elaborar um plano de austeridade fiscal, que acabou sendo aprovado. Ao mesmo tempo, os bancos e os governos alemão e francês começaram a conversar sobre a rolagem das dívidas gregas que venceriam em 2014 por mais 30 anos, o que trouxe a calma de volta aos mercados.

Na Europa, o PMI de serviços recuou de 56 em maio para 54,2 em junho (abaixo da mediana das expectativas de mercado, que estava em 55,3), enquanto o PMI da indústria caiu de 54,6 para 52. A confiança dos empresários e consumidores europeus tem sido afetada pela situação da Grécia. Por outro lado, a inflação ao produtor de abril na zona do euro subiu 0,9% em relação a março, acumulando alta de 6,7% em relação ao mesmo mês do ano passado. Esse nível de inflação sugere que o Banco Central Europeu voltará a aumentar a taxa básica de juros da região no segundo semestre.

Nos EUA, o mês de junho começou com dados ruins do mercado de trabalho, reforçando a percepção de que talvez algo não esteja bem na recuperação da atividade na maior economia do mundo. Houve criação de apenas 54 mil vagas em maio ante a geração de 232 mil e 194 mil vagas nos meses anteriores. Com esse resultado, a média móvel trimestral da série recuou com força, atingindo o nível mais baixo desde fevereiro. A taxa de desemprego avançou a 9,1% em maio ante 9,0% em abril. Foram divulgados também os dados de vendas de imóveis novos, os quais recuaram 2,1% em maio, continuando a mostrar o fraco desempenho do setor. Considerando as condições gerais da economia, o FOMC decidiu manter a taxa básica de juros entre 0 a 0,25% a.a. No comunicado, foi confirmada a conclusão do QE2 e a manutenção do balanço do Banco Central no nível atual, através do reinvestimento do principal dos títulos da sua carteira. De acordo com as projeções divulgadas pelo Comitê, o crescimento do PIB entre 2011 e 2013 foi revisto para baixo e a taxa de desemprego para o mesmo período também aumentou em relação às últimas projeções do FOMC.

Na China, o governo voltou a elevar a alíquota do compulsório dos bancos, desta vez para 21,5%, em mais um aperto da política monetária visando conter o avanço da inflação no país. Com os dados de maio, a inflação anual registrou alta de 5,5%, enquanto a meta do BC é de 4% ao ano. O destaque ainda está por conta dos preços dos alimentos, que subiram 11,7% em relação ao ano anterior. Além disso, o índice de vendas no varejo subiu 16,9% em maio contra maio do ano passado. Apesar das últimas medidas do governo, o ritmo de crescimento da economia continua forte e indica um crescimento próximo aos 9% em 2011.

Brasil

Em termos de atividade econômica, o mês começou com um número que assustou: a produção industrial de abril apresentou recuo de 2,1% (dessazonalizado) em relação ao mês anterior, ficando abaixo do consenso de mercado, que era de uma alta de 0,2%. Mesmo com a revisão do crescimento da produção industrial de março de 0,5% para 1,1%, a média móvel de três meses acumulou alta de 0,3% em abril, recuando de uma variação de 1,1% na média móvel terminando em março. Também os dados de vendas no varejo do mês de abril surpreenderam para baixo. No conceito restrito, as vendas recuaram 0,2% (dessazonalizado), abaixo das expectativas (0,4%). Já no conceito ampliado, o índice avançou 1,1% (dessazonalizado), versus um avanço de 1,9% no mês anterior. O mercado de trabalho também mostrou algum enfraquecimento, mas ainda distante do nível considerado não-inflacionário. A taxa de desemprego de maio veio em 6,4%, ou ligeiramente abaixo de 6% dessazonalizado, enquanto os dados do CAGED vieram na mesma linha: foram criadas 148 mil na série dessazonalizada, contra 170 mil no mês anterior. O IBC-Br¹ de abril cresceu 0,4% (dessazonalizado) em relação a março e 2,5% quando comparado ao mesmo mês em 2010. A variação trimestral do índice permaneceu no mesmo patamar dos três meses anteriores, por volta de 1,3%, mostrando que a atividade econômica continua forte e encerrará o ano com crescimento próximo aos 4%.

Junho foi mês de COPOM, que se reuniu e decidiu aumentar a taxa SELIC em 0,25 ponto percentual, para 12,25% ao ano. Essa decisão já era aguardada pelos analistas, porém ainda pairava certa dúvida a respeito do conteúdo do comunicado. No texto, o BC voltou a mencionar que “a implementação de ajustes das condições monetárias **por um período prolongado** continua sendo a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta em 2012”. A ata indicou a percepção de que houve uma melhora na inflação prospectiva,

¹ Índice de atividade econômica calculado pelo BCE e que serve como uma prévia do PIB.

porém reconheceu outros fatores que continuarão pressionando a inflação, como o patamar elevado da inflação de serviços, a persistência da expansão da oferta de crédito (apesar do ritmo mais lento) e as condições no mercado de trabalho com o desemprego abaixo do considerado não-inflacionário. No geral, a leitura da ata permitiu concluir que o ciclo de aperto monetário continuará na próxima reunião (julho), deixando incerto o futuro da taxa básica daí em diante. Por outro lado, o Relatório de Inflação, publicado no final do mês, indicou afastamento do centro da meta da inflação projetada para 2012, o que pode indicar pelo menos mais dois aumentos da SELIC antes da interrupção do ciclo de alta.

O IPC-A de maio (0,47%) veio abaixo do mês anterior (0,77%) e em linha com as expectativas do mercado. Apesar da queda em relação ao mês anterior, o IPCA continua rodando forte, acumulando alta de 6,55% nos últimos 12 meses, e com o núcleo pressionado pela inflação do setor de serviços.

No campo das boas notícias, a Moody's elevou a classificação brasileira de Baa3 para Baa2 com perspectiva positiva, significando que pode ser elevada novamente no horizonte de 12 a 18 meses caso o Brasil continue crescendo dentro do seu potencial e cumpra as metas fiscais.

As taxas de juros locais até chegaram a recuar em função do quadro internacional mais negativo, mas voltaram a subir nos últimos dias do mês. O vencimento Jan17 subiu 5 pontos-base para 12,30%, enquanto as NTNs-B subiram entre 10 e 30 pontos-base, dependendo do vencimento. A única exceção foi a NTN-B com vencimento em agosto de 2012, que recuou 11 pontos-base.

O câmbio fechou o semestre cravando o menor nível do ano, R\$/US\$1,56, e a bolsa conseguiu recuperar-se no final, com o IBrX fechando com queda de 1,5%, depois de estar caindo mais de 4% ao longo do mês.

O QUE ESPERAMOS

Internacional

O segundo ato da tragédia grega (o primeiro ocorreu em maio do ano passado, quando foi fechado um pacote de ajuda de 750 bilhões de euros, dos quais 75 bilhões para a Grécia) parece estar chegando ao fim. Com a aprovação do pacote de elevação de impostos e corte de gastos por parte do parlamento grego, foi dado o sinal para a boa vontade dos credores. A pergunta que não quer calar é a seguinte: o que nos aguarda no próximo ato?

Há duas dimensões a se analisar: o risco de uma crise sistêmica e a questão fiscal em si.

Uma crise sistêmica, com quebra de bancos causada por um default da Grécia, parece ser um cenário cada vez mais remoto. Senão, vejamos:

- Nossa equipe de analistas realizou um stress test nos principais bancos europeus, no caso de um default combinado das dívidas soberanas da Grécia, Portugal e Irlanda, simulando 70% de perda do principal. O índice da Basiléia médio desses bancos, que hoje é de 9,1%, cairia para 8,0% após o default, com o banco mais prejudicado atingindo um índice de 7,0%. Cabe lembrar que o índice exigido pelo acordo da Basileia é de 8%. Assim, apesar de causar algum estrago, um default soberano desses três países não seria realmente suficiente para quebrar o sistema financeiro europeu.
- A aprovação do pacote de austeridade por parte do parlamento grego deverá fazer com que os credores, até mesmo em seu próprio interesse, aceitem rolar as dívidas por algum tempo. É o que se viu, por exemplo, com os bancos alemães e franceses, que sinalizaram renovação do crédito por mais 30 anos.
- O grande risco para esse cenário é a Espanha. Um eventual default de Grécia, Portugal e Irlanda não poderia, de maneira alguma, ser seguido de um default da Espanha, sob o risco, aí sim, de uma crise bancária de grandes proporções. As estimativas variam, mas aparentemente as cajas espanholas necessitam de uma capitalização da ordem de 35 a 100 bilhões de Euros, independentemente de um default da Grécia. Esse talvez seja o maior risco, hoje, para o sistema financeiro europeu.

A questão fiscal da Grécia (e também de Portugal e Irlanda) é mais complicada. A Grécia está em uma clássica armadilha fiscal, em que os custos de rolagem de sua dívida não a per-

mitem sair de uma espiral de deterioração, mesmo realizando um ajuste fiscal sobre-humano. Portanto, uma reestruturação da dívida grega é provável. O que se está tentando agora é ganhar tempo, para que uma reestruturação da dívida grega encontre tanto o país quanto o sistema financeiro europeu em condições melhores: o país com contas mais arrumadas, e os bancos mais capitalizados.

Do ponto de vista dos mercados emergentes, e do Brasil em particular, continuaremos a ver uma troca de papéis nos próximos anos: enquanto as economias desenvolvidas terão que pagar a conta de sua incontinência fiscal, os emergentes continuarão a colher os frutos de sua disciplina fiscal dos últimos anos. Obviamente, “o seu passado te condena” é um dito popular que pode ser aplicado aqui: os emergentes precisarão continuar a provar que são sérios, e qualquer deslize será penalizado pelos mercados. Ao contrário, os desenvolvidos têm um histórico que lhes permite sustentar níveis de endividamento muito mais altos por mais tempo. Mas, como mostra a situação das economias periféricas da Europa, esta tolerância tem um limite. Que começa a ser alcançado.

Brasil

Renda Fixa

O Banco Central continua em seu plano de voo: aumentou a SELIC para 12,25%, sinalizou “ajuste prolongado” e desenhou um quadro mais delicado para as perspectivas de inflação no último Relatório de Inflação. A se considerar estas últimas sinalizações, e o fato da inflação estar rodando próximo do topo da meta, parece claro que o BC deve elevar a SELIC até pelo menos 12,75% a.a. nas próximas duas reuniões. Até aqui, há certo consenso no mercado, causado justamente pela ata e pelo relatório de inflação. Mas, e depois?

Para entender como o BC pretende conduzir a política monetária, é preciso ter claro o seu objetivo: fazer a inflação convergir para a meta de 4,5% ao final de 2012. Esta é a sua meta declarada. E o componente mais importante para a inflação futura são as expectativas dos agentes. Portanto, parece ser razoável esperar que o BC vá fazer uma política monetária de forma a conduzir as expectativas de inflação para a meta. Hoje, estas expectativas de inflação para 2012 estão por volta de 5,10%, e pelo menos pararam de subir nas últimas semanas, o que já pode ser considerado uma pequena vitória para o BC. Mas, para fazer a convergência para os 4,5%, deve exigir mais esforço. Quanto? Difícil dizer neste momento. O importante, porém, é entender

que, em nossa opinião, o BC não deve desistir enquanto não conseguir fazer essa convergência.

Um risco para este cenário é uma eventual resistência política a novos aumentos na SELIC, se estes forem necessários. Este risco é, de alguma forma, minimizado pelo passo de 25 pontos-base escolhido pelo BC para fazer o ajuste. Sem dúvida, é um passo muito pequeno, e que torna o ajuste, no final das contas, mais custoso em termos de perda de produto. No entanto, por ser mais palatável do ponto de vista político, enfrenta menos resistência, e abre a possibilidade de ajustes maiores, se estes forem realmente necessários.

Um outro risco para este cenário é o do BC não conseguir fazer a convergência das expectativas para a meta, mesmo fazendo um ajuste da SELIC bastante razoável. Analisando o comportamento benigno das expectativas nas últimas semanas, em função dos últimos movimentos do BC, avaliamos que este risco é baixo.

Com este cenário como pano de fundo, avaliamos que as taxas prefixadas de prazos mais longos (vencimentos 2017 e 2021) continuam oferecendo retornos atraentes.

Câmbio

A valorização do real no final do mês mostrou que uma parte da pressão de desvalorização estava relacionada com a crise na Europa, em um clássico movimento de aversão ao risco. Uma vez aprovado o pacote de austeridade na Grécia, o real voltou à sua tendência, atingindo no final do mês R\$/US\$1,56. Este nível é o mínimo da série histórica desde a desvalorização em 1999, e foi atingido antes somente em agosto de 2008, véspera da crise. Considerando o fluxo de capitais para o país (somente este ano, até maio, entraram mais de US\$60 bilhões), podemos esperar apreciações adicionais da moeda. Resta sempre o suspense sobre novas medidas do governo para conter o fluxo. Parece que o arsenal está se esgotando.

Bolsa

Um primeiro semestre para esquecer. O IBrX fechou o mês de junho no mesmo nível nominal de outubro de 2007. 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, nível historicamente baixo, o que configura uma bolsa com bom potencial de alta.

JUNHO EM FOCO

Mercados Internacionais	31/mai	30/jun	Variação
Global 40	136,4	136,4	-0,02%
FED Funds	0%-0,25%	0%-0,25%	-
Treasury 10Y	3,06%	3,16%	10 pontos-base
Dow Jones	12.570	12.414	-1,24%
S&P 500	1.345	1.321	-1,83%
Euro/US\$	1,439	1,452	0,91%
AU\$/US\$	1,067	1,073	0,58%
C\$/US\$	1,032	1,037	0,48%

Mercados Locais	31/mai	30/jun	Variação
Selic	12,00%	12,25%	25 pontos-base
IMA-S (LFTs)	2.098	2.118	0,96%
IMA-B (NTNs-B)	2.480	2.473	-0,30%
IMA-B5	2.341	2.356	0,66%
IMA-B5+	2.813	2.781	-1,12%
IRF-M (LTNs/NTNs-F)	5.004	5.044	0,80%
IMA-Geral	2.259	2.271	0,54%
IMA-Geral ex-C	2.246	2.259	0,56%
Dólar (PTAX)	1,580	1,561	-1,19%
Cupom Dólar 6 meses	3,70%	3,12%	-58 pontos-base
Ibovespa Fechamento	64.620	62.404	-3,43%
IBrX Fechamento	21.072	20.745	-1,55%

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... dada a tendência de desaceleração da atividade econômica global em 2011, com queda dos preços das commodities e a perspectiva da continuação do ciclo de aperto monetário reafirmada pelo BC, as taxas de juros nominais de longo prazo embutiam um prêmio atrativo em relação a outras classes de ativos.	... permanecemos neutros nos vencimentos mais curtos. Elevamos ainda mais nossa exposição prefixada 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.	Os juros nominais de longo prazo acompanharam (numa magnitude menor) o movimento de alta das taxas das Treasuries, após a melhora no cenário europeu. A taxa do vencimento Jan17 subiu 5 pontos base e encerrou o mês cotado a 12,30%a.a. -
... apesar do recuo ocorrido no mês, a classe de ativos atrelados ao IPC-A ainda permanecia menos atrativa que os prefixados.	... permanecemos com uma posição concentrada nos vencimentos mais curtos como o Ago12. A exposição total do portfólio está ligeiramente abaixo do benchmark nessa classe.	Assim como as taxas de juros nominais, a curva de juros reais subiu no período, com exceção do vencimento Ago12 que recuou 11 pontos base , encerrando o mês cotado a 6,87%a.a. O resultado dessa classe foi minimizado em função do baixo posicionamento ativo atual. +
... 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 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 (5 anos a CDI+2,5%) e uma debênture de uma empresa de aluguel de carros (6 anos a 112,8% CDI).	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 abaixo do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... dada a tendência de desaceleração da atividade econômica global em 2011, com queda dos preços das commodities e a perspectiva da continuação do ciclo de aperto monetário reafirmada pelo BC, as taxas de juros nominais de longo prazo embutiam um prêmio atrativo em relação a outras classes de ativos.	... permanecemos neutros nos vencimentos mais curtos. Elevamos ainda mais nossa exposição prefixada nos vencimentos de mais longo prazo como Jan17.	Os juros nominais de longo prazo acompanharam (numa magnitude menor) o movimento de alta das taxas das Treasuries, após a melhora no cenário europeu. A taxa do vencimento Jan17 subiu 5 pontos base e encerrou o mês cotado a 12,30%a.a.
... apesar do recuo ocorrido no mês, a classe de ativos atrelados ao IPC-A ainda permanecia menos atrativa que os prefixados.	... permanecemos com uma posição concentrada nos vencimentos mais curtos como o Ago12..	Assim como as taxas de juros nominais, a curva de juros reais subiu no período, com exceção do vencimento Ago12 que recuou 11 pontos base , encerrando o mês cotado a 6,87%a.a. O resultado dessa classe foi minimizado em função do baixo posicionamento ativo atual.
... 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 (5 anos a CDI+2,5%) e uma debênture de uma empresa de aluguel de carros (6 anos a 112,8% do CDI).	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 em linha com o benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... dada a tendência de desaceleração da atividade econômica global em 2011, com queda dos preços das commodities e a perspectiva da continuação do ciclo de aperto monetário reafirmada pelo BC, as taxas de juros nominais de longo prazo embutiam um prêmio atrativo em relação a outras classes de ativos.	... permanecemos neutros nos vencimentos mais curtos. Elevamos ainda mais nossa exposição prefixada nos vencimentos de mais longo prazo como Jan17. Parte da exposição total é financiada na parte longa do IMA-B.	- Os juros nominais de longo prazo acompanharam (numa magnitude menor) o movimento de alta das taxas das Treasuries, após a melhora no cenário europeu. A taxa do vencimento Jan17 subiu 5 pontos base e encerrou o mês cotado a 12,30% a.a.
... apesar do recuo ocorrido no mês, a classe de ativos atrelados ao IPC-A ainda permanecia menos atrativa que os prefixados.	... permanecemos com uma posição concentrada nos vencimentos mais curtos como o Ago12. A exposição total do portfólio está ligeiramente abaixo do benchmark nessa classe.	+ Assim como as taxas de juros nominais, a curva de juros reais subiu no período, com exceção do vencimento Ago12 que recuou 11 pontos base , encerrando o mês cotado a 6,87% a.a. O resultado dessa classe foi minimizado em função do baixo posicionamento ativo atual.
... 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 (5 anos a CDI+2,5%) e uma debênture de uma empresa de aluguel de carros (6 anos a 112,8% do CDI).	+ 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...
... dada a tendência de desaceleração da atividade econômica global em 2011, com queda dos preços das commodities e a perspectiva da continuação do ciclo de aperto monetário reafirmada pelo BC, as taxas de juros nominais de longo prazo embutiam um prêmio atrativo em relação a outras classes de ativos.	... permanecemos neutros nos vencimentos mais curtos. Elevamos ainda mais nossa exposição prefixada nos vencimentos de mais longo prazo como Jan17.	Os juros nominais de longo prazo acompanharam (numa magnitude menor) o movimento de alta das taxas das Treasuries, após a melhora no cenário europeu. A taxa do vencimento Jan17 subiu 5 pontos base e encerrou o mês cotado a 12,30% a.a.
... apesar do recuo ocorrido no mês, a classe de ativos atrelados ao IPC-A ainda permanecia menos atrativa que os prefixados.	... permanecemos com uma posição concentrada nos vencimentos mais curtos como o Ago12.	Assim como as taxas de juros nominais, a curva de juros reais subiu no período, com exceção do vencimento Ago12 que recuou 11 pontos base , encerrando o mês cotado a 6,87%a.a. O resultado dessa classe foi minimizado em função do baixo posicionamento ativo atual.
... mesmo com mais intervenções do governo no mercado de dólar , uma posição vendida na moeda fazia sentido dada o seu carregamento atrativo.	... mantivemos a posição vendida em dólar através de futuros e a posição comprada em opções de venda.	+
... que havia aumentado o risco de um evento de crédito na Grécia, podendo agravar a crise na região. Além disso, mesmo com o anúncio do pacote de austeridade fiscal na Grécia, continuávamos acreditando que a Europa levará mais tempo para se recuperar que os EUA dada a maior rigidez da sua economia.	... elevamos, no início do mês, a posição vendida em euro (contra o dólar).	-
... o iene havia atingido um patamar elevado em relação ao dólar considerando-se as perspectivas de longo prazo para a política monetária no Japão.	... abrimos uma posição vendida em iene versus dólar nos primeiros dias do mês.	+
... a taxa das Treasuries de 10 anos havia iniciado o mês em um patamar excessivamente baixo, mesmo com a iminência de uma crise na Europa.	... abrimos uma posição tomada em taxa de treasuries de 10 anos no último dia do mês de Maio.	-
... uma posição tomada em títulos de dívida soberana brasileira (Globals) continuava sendo um hedge mais adequado para as posições existentes no fundo num cenário de <i>flight to quality</i> permanecemos com uma posição tomada em Global20 .	-
... o preço da bolsa não está refletindo os fundamentos das empresas brasileiras. A relação Preço sobre Lucro projetada para 2011 está em patamares historicamente baixos.	... mantivemos o posicionamento comprado em bolsa , através de opções de compra e futuros de índice.	-
		O Ibovespa teve queda de -3,4%.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

O último relatório de inflação apontou alguns riscos para a convergência da inflação para o centro da meta em 2012. Diante desse fato é difícil de acreditar que o BC não aumentará a SELIC em pelo menos 0,50%. Mas ainda há dúvidas sobre o caminho que será seguido após as próximas duas reuniões do COPOM. Será a manutenção da taxa em 12,75% por um tempo maior ou a continuidade do ciclo de ajustes? Independentemente dessa decisão, o BC tem mostrado que continuará o combate à inflação.

Continuamos acreditando que as taxas de juro nominais de longo prazo estão em patamares atrativos. Permaneceremos com o posicionamento dado no vencimentos mais longos como o Jan17.

Após o último rally de queda da inflação da inflação implícita ocorrido em Junho, uma posição em IPCA começou a ganhar atratividade.

Por enquanto, manteremos uma posição pequena em NTNBS de curto prazo apenas para evitar perdas em um cenário de repique inflacionário. Estamos avaliando uma mudança na posição.

A apreciação do Real ocorrida na última semana de Junho mostrou que a recente desvalorização estava relacionada à crise da dívida grega. De agora em diante, as atenções voltam para possíveis intervenções no câmbio por parte do governo.

O atual nível da taxa câmbio continua sugerindo cautela no posicionamento. Porém, os atuais níveis de volatilidade implícita deixaram as opções de venda com preços bem atrativos, o que pode justificar alguma posição nesses derivativos.

Apesar da aprovação do pacote de austeridade fiscal grego, a situação na Europa não está completamente solucionada, dado o nível de endividamento do continente. Os últimos episódios deram um fôlego a mais para os países da região, mas o quadro ainda é delicado para as economias periféricas.

Manteremos o posicionamento vendido no Euro em relação ao Dólar, já que a moeda europeia deve mostrar enfraquecimento, porém sujeito a muita volatilidade.

O iene tem mantido uma forte apreciação em relação ao dólar e tem sido negociado próximo ao maior nível dos últimos anos.

Uma posição vendida em iene versus dólar parece fazer sentido dado o cenário internacional.

Apesar de apresentar fundamentos atrativos, o retorno da bolsa local deixou a desejar no primeiro semestre do ano. O indicador Preço sobre Lucro projetado para bolsa em 2011 está próximo de 10, indicando um potencial de alta interessante.

A posição comprada em bolsa continua sendo interessante dado seus fundamentos. Além disso, os atuais níveis de volatilidade implícita também deixaram as opções de compra com preços bem atrativos.

Apesar do recente movimento de aversão a risco, devido a crise da dívida grega, os títulos brasileiros de longo prazo negociados no exterior permanecem com taxas baixas.

Uma posição tomada em taxa de Global 20 continua sendo a melhor opção para proteção contra algum aumento da aversão a risco.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: rentabilidade abaixo do benchmark, que caiu 3,4% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...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.	+ O setor de mineração, com exceção de MMX Mineração , teve desempenho superior à média do mercado. A expectativa de manutenção do preço de minério nos atuais níveis manteve um cenário otimista para o setor. Vale PN caiu apenas 0,5% ante a queda de 3,4% do Ibovespa, resultando em ganho relativo para a estratégia. O destaque individual no entanto, foi o ganho com a ausência em MMX Mineração que recuou 11,6% no mês.
...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 Even , PDG e Brookfield . Reforçamos a aposta nessas duas últimas em função da fraca performance recente.	- Após o bom desempenho relativo nos últimos meses, o setor teve um dos piores desempenhos da bolsa em Junho. Os investidores se retraíram por conta da queda verificada na velocidade de vendas de imóveis novos, alta dos custos de construção observados em algumas empresas e, de forma indevida, temores com relação à trajetória dos juros básicos. Destaque entre as nossas maiores apostas para as perdas com as posições em PDG e Even que caíram 11,2% e 8,4% respectivamente.
...em relação ao setor de energia , os bons fundamentos da Petrobras em conjunto com o desconto no preço das ações da empresa em relação aos pers internacionais, tornavam a posição bastante interessante.	...mantivemos a exposição acima do benchmark em Petrobras PN e HRT durante o mês.	+ Petrobras PN e HRT Petróleo caíram menos que o Ibovespa no mês, gerando ganho relativo para o fundo. O maior ganho no entanto, veio da posição abaixo do benchmark em OGX Petróleo que voltou a cair forte ao recuar 9,2% em junho.
...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 teve bom desempenho comparativo no mês após a fraca performance recente. Ambev e Marfrig subiram 5,4% e 7,7% prejudicando o desempenho relativo do fundo.
...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 acima do benchmark ao setor bancário com as apostas distribuídas entre Itaú Unibanco e Banco do Brasil .	+ Todos os papéis do setor apresentaram desempenho superior ao Ibovespa. Itaú Unibanco e Banco do Brasil subiram 1,7% e 0,8% respectivamente.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBrX: em geral, tiveram rentabilidade abaixo do benchmark, que caiu 1,5% 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 Even, PDG e Brookfield . Reforçamos a aposta nessas duas últimas em função da fraca performance recente.	Após o bom desempenho relativo nos últimos meses, o setor teve um dos piores desempenhos da bolsa em Junho. Os investidores se retraíram por conta da queda verificada na velocidade de vendas de imóveis novos, alta dos custos de construção observados em algumas empresas e, de forma indevida, temores com relação à trajetória dos juros básicos. Destaque entre as nossas maiores apostas para as perdas com as posições em PDG e Even que caíram 11,2% e 8,4% respectivamente.
...em relação ao setor de energia , os bons fundamentos da Petrobras em conjunto com o desconto no preço das ações da empresa em relação aos peers internacionais, tornavam a posição bastante interessante.	...mantivemos a exposição acima do benchmark em Petrobras PN e HRT durante o mês.	HRT Petróleo caiu menos que o IBrX no mês, gerando ganho relativo para o fundo. O maior ganho no entanto, veio da posição abaixo do benchmark em OGX Petróleo , que voltou a cair forte ao recuar 9,2% em junho.
...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.	...realizamos parte da posição em Braskem dada a forte performance relativa recente, mas permanecemos com uma exposição acima do benchmark ao setor de petroquímicas.	Braskem caiu 9,8% após a forte alta nos últimos meses, prejudicando o desempenho global do fundo.
...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.	O setor de mineração com exceção de MMX Mineração , teve desempenho superior à média do mercado. A expectativa de manutenção do preço de minério nos atuais níveis manteve um cenário otimista para o setor. Vale PN caiu apenas 0,5% ante a queda de 1,5% do IBrX, resultando em ganho relativo para a estratégia.
...apesar do bom momento da economia local, a maioria dos papéis do setor de varejo continuava apresentando múltiplos bastante elevados em comparação com a média do mercado.	...permanecemos com posição abaixo do benchmark na 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.	A posição acima do benchmark em Saraiva , que caiu 10,7% no mês e principalmente, a ausência em Pão de Açúcar que subiu 14,1% com as especulações de uma possível fusão com o Carrefour, mais que compensaram os ganhos com a estratégia com os demais papéis do setor.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBrX50: em geral, tiveram rentabilidade em linha com o benchmark, que caiu 1,6% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...em relação ao setor de energia , os bons fundamentos da Petrobras em conjunto com o desconto no preço das ações da empresa em relação aos peers internacionais, tornavam a posição bastante interessante.	...mantivemos a exposição acima do benchmark em Petrobras PN e HRT durante o mês.	+ Petrobras PN e HRT Petróleo caíram menos que o IBrX50 no mês, gerando ganho relativo para o fundo. O maior ganho no entanto, veio da posição abaixo do benchmark em OGX Petróleo que voltou a cair forte ao recuar 9,2% em junho.
...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 Even , PDG e Brookfield . Reforçamos a aposta nas duas últimas em função da fraca performance recente.	- Após o bom desempenho relativo nos últimos meses, o setor teve um dos piores desempenhos da bolsa em junho. Os investidores se retraíram por conta da queda verificada na velocidade de vendas de imóveis novos, alta dos custos de construção observados em algumas empresas e, de forma indevida, termores com relação à trajetória dos juros básicos. Destaque entre as nossas maiores apostas para as perdas com as posições em PDG e Even que caíram 11,2% e 8,4% respectivamente.
...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 .	+ O setor de mineração teve desempenho superior à média do mercado. A expectativa de manutenção do preço de minério nos atuais níveis manteve um cenário otimista para o setor. Vale PN caiu apenas 0,5% ante a queda de 1,6% do IBrX50, resultando em ganho relativo para a estratégia.
...apesar do bom momento da economia local, a maioria dos papéis do setor de varejo continuava apresentando múltiplos bastante elevados em comparação com a média do mercado.	...permanecemos com posição abaixo do benchmark na 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.	- A posição acima do benchmark em Saraiva que caiu 10,7% no mês e principalmente a ausência em Pão de Açúcar que subiu 14,1% com as especulações de uma possível fusão com o Carrefour, mais que compensaram os ganhos com a estratégia com os outros papéis do setor.

FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: performance em linha com o Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...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 Magnésita.	+ O setor de mineração, com exceção de MMX Mineração , teve desempenho superior à média do mercado. A expectativa de manutenção do preço de minério nos atuais níveis manteve um cenário otimista para o setor. Magnésita subiu 1,3% ante a queda de 3,4% do Ibovespa, resultando em ganho relativo para a estratégia.
...a ação de Indústrias Romi , pertencente ao setor de bens de capital , continuava sendo negociada com relevante desconto, próximo do valor de liquidação da empresa. 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 Ibovespa).	- Indústrias Romi continuou apresentando forte queda em Junho, recuando 19,3%, após ter caído 12,4% no mês anterior. Aparentemente, o papel continua 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.
...dentro do setor de serviços , a ação de Valid Soluções continuava descontada em relação ao mercado, dados os bons fundamentos da empresa.	...mantivemos a posição em Valid Soluções (empresa que julgamos como elegível a ser comprada pelo fundo, apesar de ausente do Ibovespa).	+ Valid Soluções subiu 4,8%.
...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.	...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.	- A posição em Saraiva , que caiu 10,7% no mês e a ausência em Pão de Açúcar que subiu 14,1% com as especulações de uma possível fusão com o Carrefour, prejudicaram o desempenho relativo do fundo.

FUNDOS SMALL CAP: rentabilidade abaixo do parâmetro de performance (SMLL - Índice Small Cap), que caiu 3,0%.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...a ação de Indústrias Romi , pertencente ao setor de bens de capital , continuava sendo negociada com relevante desconto, próximo do valor de liquidação da empresa. 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 a posição em Indústrias Romi (ausente do SMLL).	- Indústrias Romi continuou apresentando forte queda em Junho, recuando 19,3%, após ter caído 12,4% no mês anterior. Aparentemente, o papel continua 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.
...dentro do setor de serviços , as ações de Valid Soluções e Contax estavam descontadas em relação ao mercado, dados os bons fundamentos das duas empresas.	...mantivemos a posição em Valid Soluções e Contax (ausentes do SMLL).	+ Valid Soluções subiu 4,8% e Contax subiu 5,0%.
...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 ativas distribuídas entre Even , Brookfield , EZ Tec e Gafisa .	- Após o bom desempenho relativo nos últimos meses, o setor teve um dos piores desempenhos da bolsa em junho. Os investidores se retraíram por conta da queda verificada na velocidade de vendas de imóveis novos, alta dos custos de construção observados em algumas empresas e, de forma indevida, temores com relação à trajetória dos juros básicos. Destaque entre as nossas maiores apostas para as perdas com as posições em Brookfield e Even que caíram 8,1% e 8,4% respectivamente.
...dentro do setor de metais acreditávamos que o papel da Ferbasa apresentava valuation atrativo.	...mantivemos a posição em Ferbasa .	- Ferbasa PN caiu 11,1% no mês prejudicando o desempenho do fundo.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

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. As medidas macro-prudenciais implementadas pelo governo não deverão exercer efeito relevante sobre os resultados e não esperamos novas medidas do tipo. 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.

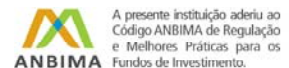
Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...os sólidos fundamentos das empresas locais e o bom momento da economia brasileira não estavam refletidos nos múltiplos da bolsa local. O desconto com o qual grande parte das ações era negociada representava um bom potencial de valorização.	...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 3,4%, refletindo na maior parte do mês as incertezas em relação a situação fiscal da Grécia. No fim do mês, o governo grego conseguiu um voto de confiança junto aos credores após conseguir aprovar um pacote de corte de custos e aumento de impostos que refletiram de forma positiva nas bolsas, mas não o suficiente para recuperar as perdas verificadas até então.

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.