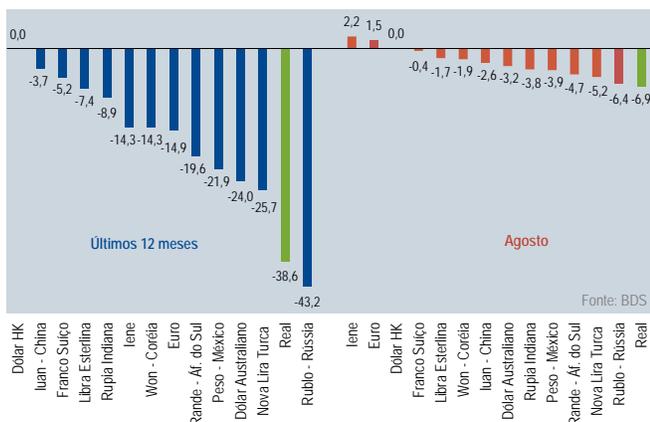




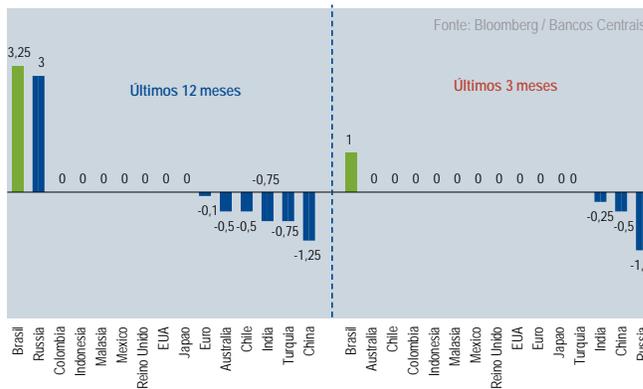
### Moedas (contra o dólar)

Com a constatação da piora da situação fiscal, o real novamente desvalorizou-se acima da média global.



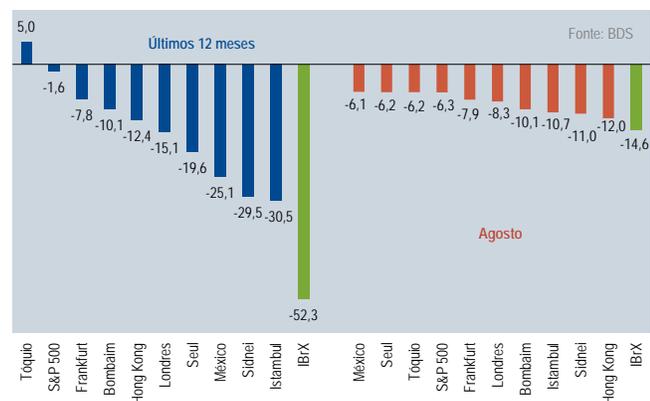
### Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua sendo a única grande economia que está apertando a política monetária neste ano.



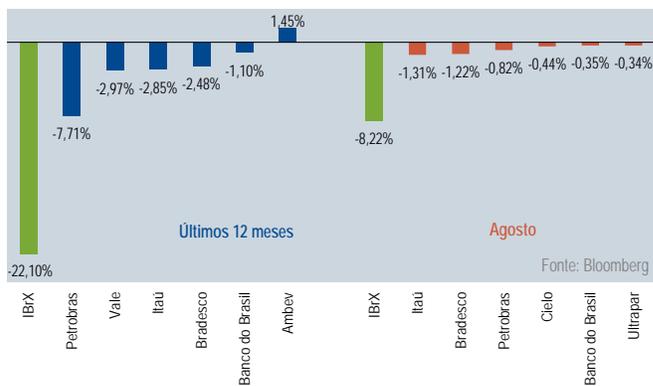
### Bolsas do mundo (em dólar)

A desvalorização do real fez com que a bolsa brasileira continuasse liderando as perdas em agosto e nos últimos 12 meses.



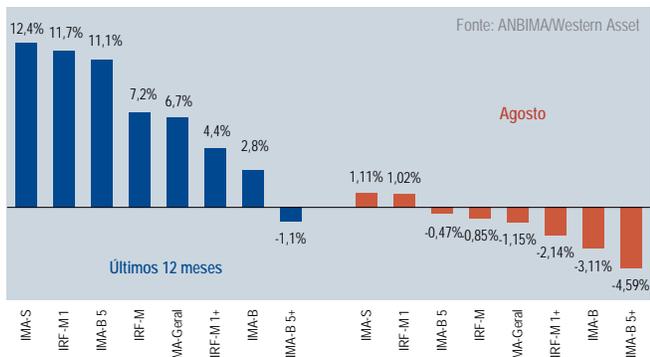
### Principais contribuições para o IBrX

O aumento do risco Brasil pegou em cheio a bolsa local. Os bancos foram os mais prejudicados, com a ameaça de mais aumentos de impostos sobre o setor.



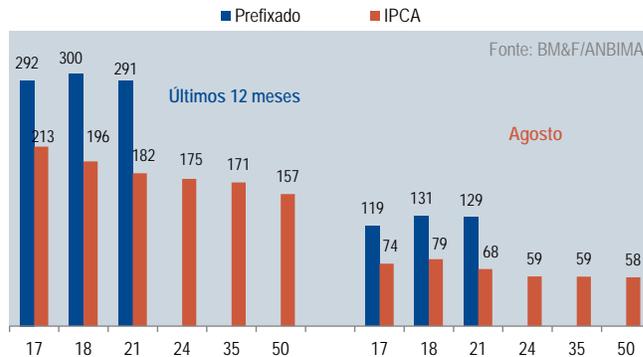
### Renda fixa local - I

O aumento do risco fiscal prejudicou principalmente os IMAs mais longos.



### Renda fixa local - II

Tanto os prefixados quanto as NTN-B tiveram a maior elevação desde setembro do ano passado, devido ao aumento do risco fiscal.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM AGOSTO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O governo perdeu por mais de 400 votos na Câmara uma votação sobre uma PEC que aumenta de maneira substancial o salário de algumas categorias do judiciário, mostrando total descontrole da base aliada no Congresso.			
A Moody's revisou a nota da dívida brasileira para Baa3, o último grau do que se considera Investment Grade. No entanto, ao contrário da S&P, manteve o outlook estável.			
A China deixou a sua moeda flutuar, através de um sistema que estabelece o preço do dia com base no fechamento do dia anterior. Incertezas com relação ao tamanho da desvalorização eventualmente desejada pelo governo deixaram os mercados voláteis.			
O presidente do Senado, Renan Calheiros, apresentou um conjunto de medidas de cunho liberal, acenando com a sustentação do governo, e acalmando o clima político.			
As bolsas da China continuaram desmoronando, piorando a percepção global sobre o real estado da economia daquele país.			
O executivo encaminhou uma proposta de orçamento para o Congresso com previsão de déficit para 2016.			

## O QUE ESPERAMOS

### *Cenário Internacional*

*Nesta newsletter, vamos compartilhar a visão de Ken Leech, Chief Investment Officer Global da Western Asset.*

Se e quando o Fed aumentará a taxa básica de juros é uma grande questão para os mercados, mas não é a principal. A maior questão é a divergência entre o crescimento dos EUA e a do resto do mundo e, ainda mais importante, a trajetória da inflação. As condições para um aumento dos juros que a chairwoman do Fed, Janet Yellen, estabeleceu (estabilização da taxa de inflação e melhora contínua do mercado de trabalho), já foram suficientemente alcançadas para justificar este aumento. Nós avaliamos que o Fed começará o processo de aumento das taxas de juros no final deste ano. Mas se as taxas de juros são zero ou um pouco acima de zero é uma questão menos importante do que o ritmo do crescimento e da inflação daqui para frente. O ambiente externo sugere que os riscos de uma desaceleração aumentaram.

Três meses atrás, os mercados financeiros só falavam do tema “reflação”. Os mercados acionários estavam vibrantes – particularmente o mercado chinês, que parecia em tendência perpétua de alta. Os preços do petróleo pareciam estar estabilizados em US\$60/barril. As taxas das treasuries estavam subindo, e os mercados globais estavam particularmente focados no colapso dos títulos do governo da Alemanha. Otimismo dos mercados parecia focado nos benefícios esperados da política de acomodação monetária. Apesar dos dados apontarem para uma atividade medíocre, os mercados pareciam esperar uma recuperação da atividade econômica mais à frente.

Nossa tese à época era de que, apesar de continuarmos a acreditar na tese de “recuperação”, algum cuidado deveria ser tomado. A boa notícia é que estávamos certos em sermos cuidadosos. A má notícia é que foi necessário ser cuidadoso. Ao mesmo tempo em que o crescimento dos EUA está melhorando, o cenário global deteriorou-se. A inflação norte-americana estabilizou-se, mas o colapso dos preços das commodities exacerbou a tendência deflacionária global.

A China chocou os mercados globais com a abrupta mudança de sua política cambial, deixando de ser ancorada no dólar e permitindo a flutuação do yuan. A brusca desvalorização de 4%, ainda que surpreendente, não é em si uma ameaça ao cenário global. O desejo da China de adicionar flexibilidade cambial a uma política monetária acomodatória, e vindo após uma forte queda dos preços das ações, isso sim claramente piora a ansiedade dos mercados quanto ao verdadeiro nível atual do crescimento chinês.

O foco dos mercados mudou da reflation para a deflation. Mercados emergentes e de high-yield bonds (títulos de renda fixa com alto prêmio de risco), particularmente aqueles mais expostos a commodities, perderam valor de maneira relevante. Até recentemente, os mercados acionários haviam permanecido próximos de seus picos. Subitamente, os temores globais forçaram uma violenta reprecificação desses mercados também.

Assim como nós pensávamos que o otimismo dos mercados estava acima do devido três meses atrás, agora achamos que o pessimismo pode estar sendo exagerado. Nós temos forte convicção de que esta desaceleração do crescimento global não terminará em um recessão. O tema da recuperação global permanece intacto, mesmo com a desaceleração da atividade econômica e das expectativas de inflação. A tendência de crescimento moderado nos EUA e de melhora do cenário na Europa devem continuar. A política monetária permanece extraordinariamente acomodatória. O crescimento chinês é administrável, e tanto os estímulos monetários quanto os fiscais devem aumentar. Por fim, inflação baixa por mais tempo significa taxas de juros baixas também por mais tempo, o que atua a favor da recuperação da atividade econômica.

### *Mercados Locais*

O tema dominante em agosto, e que perpassa todos os mercados locais, é o crescente risco fiscal percebido pelos agentes econômicos. A deterioração iniciou-se após a revisão, em julho, das metas de superávit primário de 2015 a 2018, deixando claras as dificuldades para o cumprimento das metas estabelecidas no final do ano passado. Em agosto, a percepção deteriorou-se ainda mais, tendo como ápice a apresentação de um orçamento para 2016 com previsão de déficit primário, feito inédito na história da República (lembrando que a revisão de julho previa superávit de 0,6% do PIB).

O Congresso, a despeito de todas as críticas, fez a sua parte: aprovou, ainda que com algumas ressalvas, o pacote fiscal apresentado pelo Ministro da Fazenda no início do ano: reoneração da folha de pagamentos e mudanças no seguro-desemprego. E, apesar disso, o governo já reviu a meta do superávit primário duas vezes.

O erro do Executivo talvez tenha sido o de apresentar (ou ter deixado a impressão de apresentar) o chamado “pacote fiscal” como sendo um arranjo definitivo, que, uma vez aprovado, abriria as portas para a volta do crescimento, impulsionado pelos investimentos de agentes econômicos mais confiantes nos rumos da economia. Deu tudo errado. E deu errado porque o governo calculou mal o efeito da desaceleração da economia e da herança das “pedaladas” fiscais do governo anterior, que estão sendo pagas neste ano, em um esforço de transparência deste novo governo.

A desaceleração da economia trouxe dois efeitos perversos: o primeiro, óbvio, foi a queda da arrecadação. O segundo, indireto, foi o adiamento do pagamento de impostos por parte das empresas, que estão utilizando o caixa do governo como capital de giro, à espera de um novo REFIS – este, aliás, é o efeito perverso desses programas de anistia de impostos.

O que temos, então, é um governo que não tem real interesse em fazer cortes de gastos e não tem espaço político para propor aumento de impostos. Resta, então, confiar na recuperação do crescimento econômico, que está longe, muito longe, do horizonte. Com isso, o risco de estarmos entrando em um quadro de dominância fiscal vem aumentando de maneira relevante. E os nossos posicionamentos ao longo do mês de agosto refletem este risco, como poderemos ver a seguir.

### Renda Fixa

No início do mês, estávamos posicionados na NTN-B 2050 e nos prefixados com vencimentos em jan/2018 e jan/2021. As posições na NTN-B e no pré 2021 eram mais estruturais, na medida em que avaliávamos que uma taxa de juros real acima de 6% ao ano no longo prazo era acima da taxa de juros neutra estrutural para o Brasil, ainda mais em uma economia sem crescimento. Já a posição no pré 2018 estava alinhada com a nossa leitura de que o BC teria espaço para cortes de juros, de maneira crível, ao longo de 2016, na medida em que fosse ficando clara a trajetória de convergência da inflação.

Com a mudança de cenário descrita acima, decidimos proteger nossas posições. Para tanto, abrimos uma posição “short” (vendida) no pré 2021, equivalendo a toda a nossa posição em risco na NTN-B 2050 e metade da posição no pré 2018. Assim, ficamos basicamente com três posições:

- Inflação implícita comprada na parte longa da curva de juros. Esta posição é ganhadora se a inflação implícita nas NTN-Bs mais longas subir. Trata-se de um seguro, caso a situação fiscal se deteriore ainda mais;
- Posição comprada em inclinação na curva prefixada, entre os vencimentos 2018 e 2021. Essa posição é ganhadora se a diferença de taxas entre estes dois vencimentos (2021 menos 2018) se elevar. Isso acontecerá se a situação fiscal se deteriorar, e é por isso que esta posição foi montada;
- Posição no pré jan/2018. Esta posição já existia antes e foi mantida com metade da exposição anterior, e se beneficiará se o BC tiver espaço para cortar, de maneira crível, a taxa SELIC ao longo de 2016.

Estas movimentações, apesar de não evitarem perdas no mês de agosto, serviram para minimizá-las. Em nossas estimativas, “economizamos” cerca de 30% das perdas que teriam ocorrido se nada tivesse sido feito. Desde o início do ano, estamos ligeiramente abaixo dos benchmarks de renda fixa, apesar da alta de quase 100 pontos-base nas NTN-B e de quase 200 pontos-base no pré jan/2021, o que mostra a eficácia de nossas estratégias de proteção.

### Câmbio

O real desvalorizou-se em mais de 6,9% em agosto contra o dólar, sendo a moeda que mais se depreciou no mundo. Em 12 meses, o real, com desvalorização de 38,6% só perde para o rublo e empata com o peso colombiano. Em relação a outros emergentes, o real desvalorizou-se 21,4% contra o peso mexicano, 28,1% contra o peso chileno, 23,6% contra o rande sul-africano, 32,6% contra a rúpia indiana, e 17,3% contra a lira turca. Portanto, fatores idiossincráticos foram tão importantes quanto fatores sistêmicos para a desvalorização do real nos últimos 12 meses. A questão que se coloca neste momento é: será que estes fatores idiossincráticos e sistêmicos continuarão a pressionar a moeda? A resposta é: provavelmente sim.

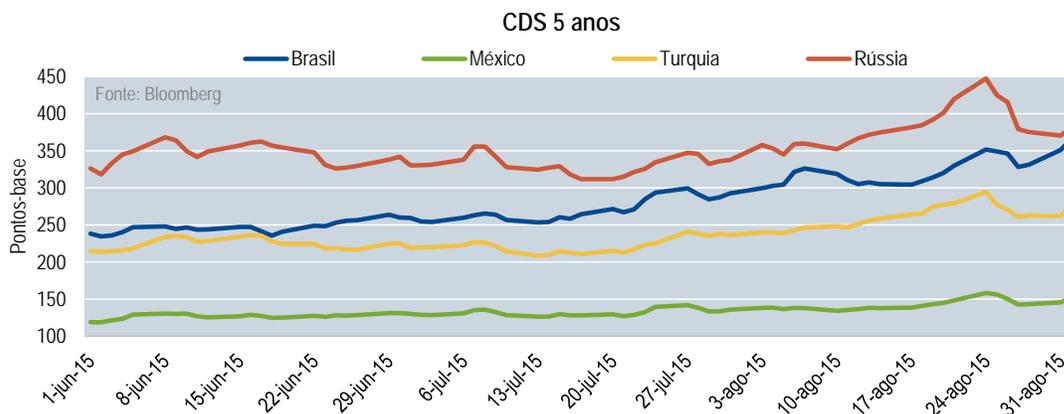
Com relação aos fatores sistêmicos, o enfraquecimento dos mercados emergentes exportadores de commodities na esteira das dúvidas com relação à real situação da economia chinesa deve continuar, no mínimo, a gerar volatilidade. Não acreditamos que a China entrará em um processo de hard landing, mas a dúvida com relação a este processo já é o suficiente para manter as incertezas ao longo dos próximos meses. Os fatores idiossincráticos (risco fiscal e incertezas políticas), por sua vez, devem demorar a desaparecer do horizonte, também pressionando a moeda.

Por outro lado, ao contrário de outras crises, o foco desta não está nas contas externas, apesar do déficit recorde em conta corrente. Além da desvalorização do real já estar atuando para a diminuição deste déficit, o montante de reservas, além do estupidamente alto nível das taxas de juros, inibem ataques especulativos à lá década de 90. De qualquer forma, o câmbio deve seguir o passo do risco Brasil, que vem subindo ao ritmo dos nossos próprios problemas domésticos.

## Bolsa

Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros neste ano e no próximo deve ser bastante fraco. Em nosso cenário, os lucros devem crescer apenas 5% ao ano entre 2014 e 2016. Considerando este crescimento e um P/L de 13 (que é o nível atual, já acima da média histórica) no final deste ano (calculado com base na projeção de lucros para 2016), o potencial de alta da bolsa seria de aproximadamente 15%. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma grande volatilidade, dado o nível do câmbio, que afeta de maneira relevante parte significativa dos lucros. Assim, com um valor esperado relativamente baixo ajustado pelo risco e uma variância alta, não nos parece ser um bom momento para o posicionamento em bolsa.

## GRÁFICO DO MÊS



- O CDS (Credit Default Swap) de um título soberano indica o risco de crédito do país de referência.
- No período de 45 dias encerrado em 31 de agosto último, o CDS brasileiro descolou-se do da Turquia e encostou no da Rússia.
- Detalhe: tanto Turquia quanto Rússia não possuem grau de investimento.

### NOTA DO GESTOR:

Em 9 de setembro de 2015, a Standard & Poor's rebaixou a nota de risco do Brasil para brBB+ (escala global), deixando assim de classificá-lo como grau de investimento. Este evento e sua repercussão nos mercados serão abordados na próxima edição de Seu Investimento em Foco.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IMA-GERAL** (ou outras combinações de seus subíndices): de maneira geral, apresentaram performance abaixo do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...a redução da meta de superávit primário por parte do governo federal aumentaria a percepção de risco Brasil dos investidores. Esse aumento de percepção de risco, aliado à turbulência política e fracos fundamentos econômicos, poderia levar a uma elevação da curva de juros.	...reduzimos a exposição a risco, montando uma posição vendida em prefixados Jan/21 como forma de proteção às posições aplicadas em prefixados curtos e em papéis atrelados ao IPCA de longo prazo.	...negativos. Apesar de a posição vendida em prefixados Jan/21 ter amenizado, não foi suficiente para neutralizar os impactos sofridos pelos prefixados curtos e papéis longos atrelados ao IPCA.
...dada a ausência de liquidez dos títulos atrelados ao IGP-M, precisaríamos manter os atuais títulos na carteira.	...mantivemos os títulos atrelados ao IGP-M na carteira de modo a gerar um duration bem próximo ao IMA-C.	...neutros, dada a proximidade da composição do fundo em relação ao IMA-C.
...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	...negativo, na medida em que os fundos Multimercado renderam abaixo do benchmark no mês.
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	...positivos, na medida em que os spreads de crédito permaneceram bem comportados.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...a redução da meta de superávit primário por parte do governo federal aumentaria a percepção de risco Brasil dos investidores. Esse aumento de percepção de risco, aliado à turbulência política e fracos fundamentos econômicos, poderia levar a uma elevação da curva de juros.	...reduzimos a exposição a risco, montando uma posição vendida em prefixados Jan/21 como forma de proteção às posições aplicadas em prefixados curtos e em papéis atrelados ao IPCA de longo prazo.	...negativos. Apesar de a posição vendida em prefixados Jan/21 ter amenizado, não foi suficiente para neutralizar os impactos sofridos pelos prefixados curtos e papéis longos atrelados ao IPCA. -
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	...positivos, na medida em que os spreads de crédito permaneceram bem comportados. +

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...a redução da meta de superávit primário por parte do governo federal aumentaria a percepção de risco Brasil dos investidores. Esse aumento de percepção de risco, aliado à turbulência política e fracos fundamentos econômicos, poderia levar a uma elevação da curva de juros.	...reduzimos a exposição a risco, montando uma posição vendida em prefixados Jan/21 como forma de proteção às posições aplicadas em prefixados curtos e em papéis atrelados ao IPCA de longo prazo.	...negativos. Apesar de a posição vendida em prefixados Jan/21 ter amenizado, não foi suficiente para neutralizar os impactos sofridos pelos prefixados curtos e papéis longos atrelados ao IPCA. -
...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	...negativo, na medida em que os fundos Multimercado renderam abaixo do benchmark no mês. -
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	...positivos, na medida em que os spreads de crédito permaneceram bem comportados. +

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

O comunicado após o último COPOM e a ata da reunião apontam para o fim do ciclo de aperto monetário, e manutenção da SELIC por um longo período, de modo a continuar perseguindo a convergência da inflação de 2016 para a meta.

Avaliamos que o BC terá espaço para cortar a taxa SELIC ao longo de 2016, beneficiando a parte intermediária da curva. Ao mesmo tempo, reconhecemos que a execução da meta fiscal tornou-se mais desafiadora, aumentando de maneira relevante o risco de posições mais longas.

Além de colher os frutos de um balanço macroeconômico bastante ajustado, a economia mexicana deverá se beneficiar da agenda de reformas recentemente implementadas e de uma retomada da atividade econômica americana, além de manter a inflação em patamares relativamente baixos.

Adotamos uma posição estrutural comprada em peso mexicano.

A nossa posição em peso mexicano, apesar de se justificar estruturalmente, nos deixa mais expostos à fragilidade inerente a economias dependentes dos preços das commodities.

Uma posição vendida em rande sul-africano pode ser uma alternativa de hedge interessante, na medida em que reduz a exposição da carteira a moedas de mercados emergentes e associadas a commodities.

A economia suíça está sob risco de entrar em um processo deflacionário após o abandono pelo Banco Central do piso cambial em relação ao euro. Acreditamos que serão necessárias importantes medidas adicionais de afrouxamento monetário que impactarão negativamente o franco suíço.

Uma posição vendida em franco suíço está em linha com a nossa visão para a moeda.

A incertezas com relação ao crescimento na China vem derrubando o preço das commodities.

Uma posição vendida em dólar australiano tem se beneficiado deste movimento.

O cenário para o investimento em bolsa inspira cuidados. O crescimento doméstico vem sendo afetado negativamente por uma política monetária mais apertada, um quadro fiscal mais restritivo e uma desaceleração de crédito.

Permanecemos sem posições no Ibovespa.

Embora a bolsa americana esteja negociando a múltiplos elevados (em termos históricos), uma pequena exposição comprada aos ativos de renda variável nos EUA faz sentido em um quadro de taxas de juros baixas durante um período ainda prolongado.

Permanecemos com pequena posição comprada em S&P 500.

Embora o real já tenha sofrido expressiva deterioração, ele pode continuar sob pressão por conta das incertezas fiscais e políticas internas, ainda mais num ambiente de elevação dos juros nos EUA.

Mantemos posições compradas em dólar contra real como proteção para nossas posições aplicadas em juros prefixados.

## FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVSPA: rentabilidade superior ao benchmark, que desvalorizou 8,33% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...os preços das ações da BM&F Bovespa já estavam refletindo um cenário bastante adverso para o mercado acionário. Com isso, apresentavam um valuation muito barato e uma boa oportunidade de diversificação em uma carteira mais defensiva.	... mantivemos posição acima do benchmark em BM&F Bovespa.	+ ...positivos. Apesar da volatilidade no preço das ações no início do mês por conta dos temores acerca do possível fim do benefício fiscal na distribuição de juros sobre capital próprio (JCP), os papéis se valorizaram após a divulgação de resultados do 2T15, mostrando um resultado melhor que o esperado.
...dentro do setor de papel e celulose, Suzano continuaria se beneficiando do processo de desalavancagem financeira. Além disso, a empresa possui exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+ ...positivos. Neste período as ações da empresa se valorizaram principalmente por conta da depreciação do real e dos sólidos resultados operacionais do 2T15 reportados, mostrando forte crescimento das receitas com um forte volume de vendas de celulose. Adicionalmente, a nossa visão sobre a desalavancagem da Suzano está se materializando de maneira mais rápida do que o previsto.
...a Tupy possui forte exposição ao mercado automobilístico americano e europeu, os quais estão em franca recuperação. Além disso, a empresa está passando por um processo de desalavancagem o qual beneficiaria as ações no médio prazo.	...mantivemos posição acima do benchmark em Tupy.	+ ...positivos. As ações se valorizaram com a publicação dos resultados da empresa referentes ao 2T15. Os números superaram as expectativas do analistas sendo que as principais contribuições para o resultado vieram da depreciação do real e das vendas advindas dos mercados internacionais.
...o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar a continuidade do movimento de desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica, entretanto preferimos Suzano dentro deste setor.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Fibria.	- ...negativos. Os papéis se valorizaram se beneficiando principalmente da depreciação do real. e do aumento dos preços da celulose.

## FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade superior ao benchmark, que desvalorizou 8,25% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...dentro do setor de papel e celulose, Suzano continuaria se beneficiando do processo de desalavancagem financeira. Além disso, a empresa possui exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+ ...positivos. Neste período as ações da empresa se valorizaram principalmente por conta da depreciação do real e dos sólidos resultados operacionais do 2T15 reportados, mostrando forte crescimento das receitas com um forte volume de vendas de celulose. Adicionalmente, a nossa visão sobre a desalavancagem da Suzano está se materializando de maneira mais rápida do que o previsto.
...os preços das ações da BM&F Bovespa já estavam refletindo um cenário bastante adverso para o mercado acionário. Com isso, apresentavam um valuation muito barato e uma boa oportunidade de diversificação em uma carteira mais defensiva.	... mantivemos posição acima do benchmark em BM&F Bovespa.	+ ...positivos. Apesar da volatilidade no preço das ações no início do mês por conta dos temores acerca do possível fim do benefício fiscal na distribuição de juros sobre capital próprio (JCP), os papéis se valorizaram após a divulgação de resultados do 2T15, mostrando um resultado melhor que o esperado.
...as ações de Oi poderiam continuar a se depreciar em função de sua condição de alta alavancagem financeira e fraca posição competitiva.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Oi.	+ ...positivos. As ações da Oi se depreciaram ao longo do mês após a empresa reportar resultados aquém das expectativas. Apesar dos esforços da companhia na redução de custos, os números mostraram uma compressão de margem. Além disso, a dívida líquida aumentou no trimestre.
...apesar de o cenário macro ser desafiador, o Bradesco apresenta visibilidade de lucros acima da média do mercado, influenciado preponderantemente pelo cenário de alta de taxas de juros, o que permite a manutenção de uma boa taxa de spread.	...mantivemos posição acima do benchmark em Bradesco.	- ...negativos. As ações do banco se depreciaram principalmente no início do mês após o anúncio oficial confirmando que o Bradesco comprou toda a operação do HSBC no Brasil. O valor da aquisição foi acima da expectativa do mercado e os analistas consideraram as premissas divulgadas como agressivas.

**FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: rentabilidade superior ao Ibovespa.**

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...apesar do momento difícil do setor de varejo, a Guararapes está implementando projetos estruturais (logística, integração varejo-produção, desenho de coleção e lojas) que deixarão a companhia mais competitiva que seus pares. Estas ações não se refletem no valuation atual da companhia.	...montamos posição long em Guararapes.	- ...negativos. As ações da empresa se depreciaram fortemente no início do mês após a publicação dos resultados referente ao 2T15. Os números mostraram queda da margem bruta, aumento da inadimplência e a manutenção do problema de estoque, o que faz com que a companhia continue a realizar descontos nas vendas.
...as ações da Profarma ainda não refletiam o grande potencial de sua expansão no setor de varejo de medicamentos. Acreditamos que a empresa tenha sinergias importantes a se materializar uma vez que seu número de drogarias cresça e absorva uma parte mais relevante do volume distribuído por sua operação original.	...montamos posição long em Profarma.	- ...negativos. As ações da companhia se desvalorizaram após a empresa informar que para atender seus planos referente aos próximos três anos, ela planeja realizar uma nova capitalização, entretanto ainda não há informações detalhadas sobre a operação.
...dentro do setor de papel e celulose, Suzano continuaria se beneficiando do processo de desalavancagem financeira. Além disso, a empresa possui exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição long em Suzano.	+ ...positivos. Neste período as ações da empresa se valorizaram principalmente por conta da depreciação do real e dos sólidos resultados operacionais reportados referentes ao 2T15, mostrando forte crescimento das receitas com um forte volume de vendas de celulose. Adicionalmente, a nossa visão sobre a desalavancagem da Suzano está se materializando de maneira mais rápida do que o previsto.

**FUNDOS DIVIDENDOS: rentabilidade superior ao índice IDIV, que desvalorizou 11,05% no mês.**

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...os preços das ações da BM&F Bovespa já estavam refletindo um cenário bastante adverso para o mercado acionário. Com isso, apresentavam um valuation muito barato e uma boa oportunidade de diversificação em uma carteira mais defensiva.	... mantivemos posição acima do benchmark em BM&F Bovespa.	+ ...positivos. Apesar da volatilidade no preço das ações no início do mês por conta dos temores acerca do possível fim do benefício fiscal na distribuição de juros sobre capital próprio (JCP), os papéis se valorizaram após a divulgação de resultados do 2T15, mostrando um resultado melhor que o esperado.
...acreditávamos que o papel já precificava um cenário adverso no setor de vestuário, o qual poderia sofrer com a atual conjuntura econômica.	...mantivemos posição acima do benchmark em Hering.	+ ...positivos. Mesmo com o resultado fraco divulgado referente ao 2T15, o papel se valorizou ao longo do mês com a confirmação de que a Gávea Investimentos, gestora comandada por Armínio Fraga, adquiriu 5,3% das ações da Hering na bolsa, tal notícia gerou a expectativa no mercado de que o processo de turnaround da empresa pode finalmente ganhar tração.
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale.	- ...negativos. Apesar da posição abaixo do benchmark, esta posição foi montada com base nas ações ON da empresa. No mês de agosto, as ações ON se valorizaram marginalmente principalmente por conta da recuperação das ações ligadas a commodities nos últimos dias do mês, após notícias da China darem um certo alívio para o mercado fazendo com que o preço do minério se recuperasse.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	Mantemos uma visão ainda construtiva em relação aos bancos privados, apesar de reconhecermos um cenário mais desafiador para a qualidade das suas carteiras de crédito e aumento de impostos. O aumento do desemprego já em curso, associado à perda do poder de compra da população decorrente da inflação mais alta e subida de impostos, deve causar aumento na inadimplência de pessoas físicas. No lado corporativo, também identificamos risco de piora, mais especificamente em empresas da cadeia de petróleo e construção pesada. Entretanto, esses efeitos negativos devem ser mais do que compensados pelo aumento relevante dos spreads praticados pelos bancos. Além disso, as instituições já vem constituindo provisões consideráveis nos últimos trimestres, contando hoje com índices de cobertura bastante confortáveis. Esperamos crescimento de lucros acima de 10% para os principais bancos privados. Isso, associado a um valuation bastante atrativo (múltiplo P/L na casa das 8x) nos mantém otimistas com o segmento.
Cíclicos Globais	Acima do benchmark	Nossa posição está dividida em 3 partes: uma aposta em Tupy, por sua exposição ao mercado externo, em especial americano, e seu sólido balanço. Adicionalmente, mantemos ainda nossa posição em celulose. Por ser fundamentalmente exportador, com demanda distribuída geograficamente entre Europa, Ásia e América do Norte, esse setor beneficia-se dos novos patamares de câmbio, sem os problemas de uma demanda doméstica mais fraca. Por fim, temos posição acima do benchmark em agrícolas, centrada em São Martinho (SMTO), novamente pela exposição cambial, além da excelência operacional e forte evolução dos indicadores financeiros da companhia, com destaque para a geração de caixa. Como contraponto, mantemos uma posição abaixo do benchmark para o setor de minério de ferro e metais básicos por entendermos que as condições desfavoráveis de demanda no Brasil, bem como a expectativa de desaceleração da economia chinesa devem pesar sobre as ações do setor.
Cíclicos Domésticos	Em linha com o benchmark	Pretendemos manter uma posição neutra no segmento, através de uma posição abaixo do benchmark concentrada no segmento imobiliário. Entendemos que o cenário recomenda cautela, com o setor sendo afetado por lançamentos e vendas deprimidas, além de elevado nível de distrato por conta de uma baixa confiança do consumidor e fraco desempenho da economia. Tal aposta é contraposta por uma exposição acima do benchmark em BVMF e ALPA, ambas com potencial de valorização interessante, sólida posição de balanço e boa geração de caixa. Além disso, do ponto de vista da carteira, estes papéis têm função de diversificação de risco em relação às nossas apostas principais.
Regulados	Abaixo do benchmark	Pretendemos manter posição abaixo do benchmark no setor elétrico. Avaliamos que a expectativa de fraca demanda após a forte alta de preços de energia deve pesar sobre as distribuidoras. Já as geradoras estão pressionadas pelo menor nível de utilização dos seus reservatórios, expondo-as ao preço do mercado à vista de energia. Tais condições, somadas à baixa expectativa de retorno para o acionista justificam nosso posicionamento.
Defensivos Domésticos	Acima do benchmark	Mantemos nossa posição neste segmento através, principalmente, de BBSE e CTIP. Acreditamos que os fundamentos do setor de seguros continuam sólidos, com destaque para a baixa penetração destes produtos no país. Já no caso de CTIP, gostamos da resiliência de resultados e boas perspectivas para novos produtos que a companhia vem desenvolvendo (notadamente o registro eletrônico de hipotecas). Mantemos nossa posição abaixo do benchmark em consumo e Ultrapar. Apesar da maior previsibilidade de lucro em um ambiente macroeconômico adverso, acreditamos que os preços destas ações já incorporam estas características e vemos menor retorno esperado para estas companhias.

## Renda Variável e Balanceados (cont.)

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o cenário de curto prazo continuaria inspirando cuidados para o investimento em bolsa. As perspectivas ainda desanimadoras dos resultados das empresas brasileiras, por conta de uma economia fraca e a pressão persistente nas margens de lucro, aliadas a um cenário de fraco crescimento no exterior, poderiam continuar impactando negativamente a bolsa.	...mantivemos nossa exposição abaixo do ponto neutro em renda variável.	+ ...positivos. O índice IBrX apresentou desempenho inferior à renda fixa no mês de agosto.

*Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("Western Asset") e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.*

*Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br) – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP, CEP 04543-011.*

*Caso a solução apresentada pelo SAC não tenha sido satisfatória, acesse a Ouvidoria da Western Asset pelos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5088, em dias úteis, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br); 3) e-mail [ouvidoria@westernasset.com](mailto:ouvidoria@westernasset.com); ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, CEP 04543-011, São Paulo – SP.*

**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. LEIA O PROSPECTO, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.**

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