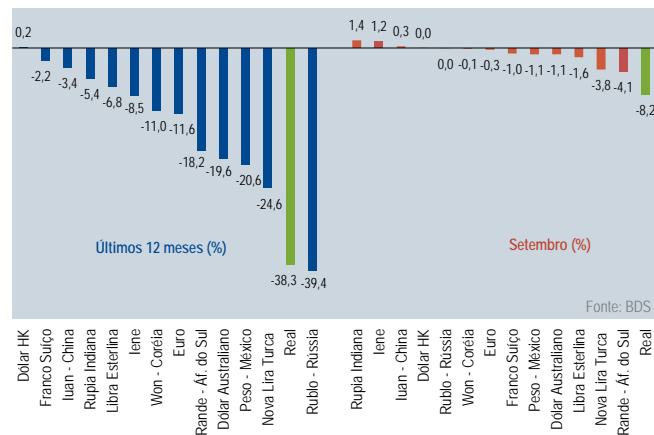


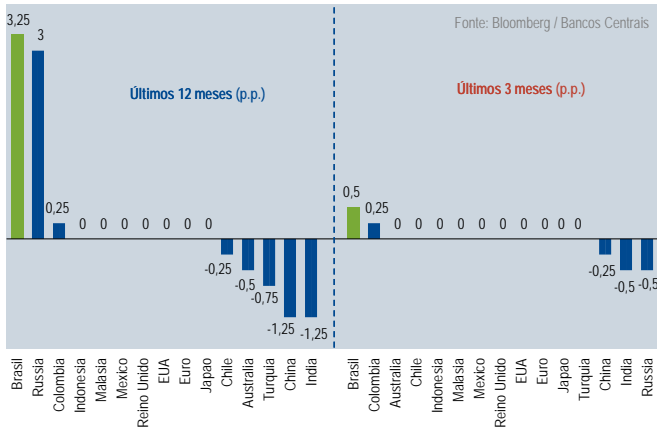
### Moedas (contra o dólar)

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



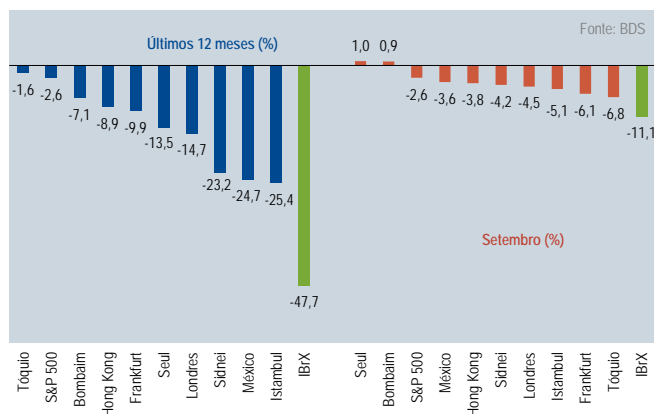
### Taxas básicas de juros - variação

Apesar de ter interrompido o aperto monetário, o Brasil continua liderando o campeonato mundial das taxas de juros.



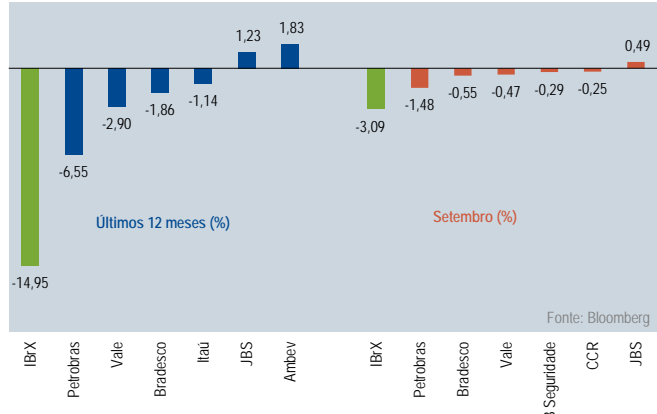
### Bolsas do mundo (em dólar)

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



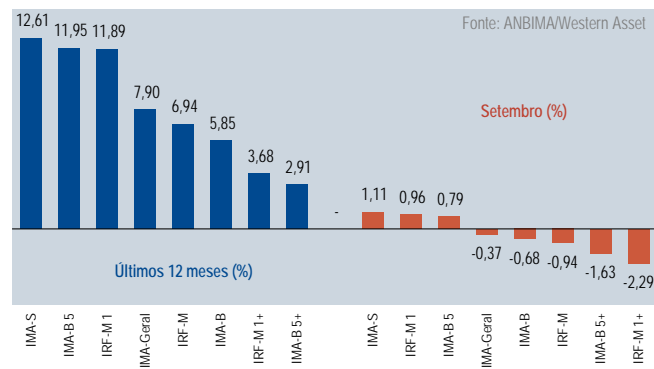
### Principais contribuições para o IBRX

As perdas da bolsa continuaram sendo lideradas por Petrobras, em função da dívida em dólar.



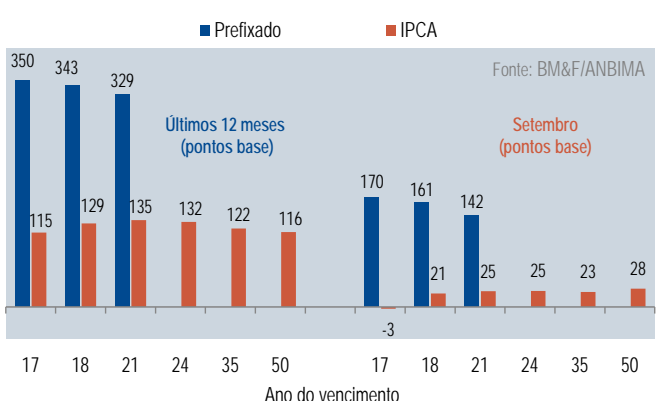
### Renda fixa local - I

A percepção de que a inflação pode ser a válvula de escape para o desequilíbrio fiscal prejudicou principalmente o IRF-M.












### Renda fixa local - II

Setembro: um mês para esquecer no mercado de juros.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM SETEMBRO

|  | Renda Fixa   | Câmbio   | Bolsa  |
|--|--|--|--|
| Em reação à apresentação de um orçamento deficitário para 2016, a S&P rebaixou a nota soberana brasileira em moeda estrangeira para BB+, abaixo do “grau de investimento”.   |   |   |   |
| Depois do estrago causado pelo rebaixamento da S&P, o governo enviou um novo orçamento para 2016, desta vez com superávit de 0,7% do PIB. O principal ponto do novo orçamento é a recriação da CPMF, que tem forte oposição no Congresso e na sociedade civil, o que torna o orçamento pouco crível. |   |   |   |
| O Fed adiou mais uma vez o início do aumento das taxas de juros, alegando a fragilidade da economia global. A mensagem de que a economia global não vai bem não foi bem recebida pelos mercados.   |  |  |  |

## O QUE ESPERAMOS

### Cenário Internacional

E ainda não foi desta vez que o Federal Reserve tirou do zero as taxas de juros básicas dos EUA. A reunião de 17 de setembro último marcou 6 anos 9 meses e 1 dia desde que, no já longínquo 16 de dezembro de 2008, o Fed resolveu cortar a taxa básica em 75 pontos base, para o intervalo de zero a 0,25%, onde está até hoje. Se o consenso do mercado estiver correto, o Fed irá se mover na reunião de dezembro, exatamente no 7º aniversário do mais extenso período de taxas básicas constantes da longa história da política monetária norte-americana.

Vamos voltar um pouco no tempo. Mais precisamente, para 12 de dezembro de 2012. Nesta data, o Fed, ainda sob o comando de Ben Bernanke, introduzia o que ficou conhecido como *"forward guidance"*, ou, em tradução livre, "guia para o futuro". Neste FOMC, Bernanke afirmou que as taxas de juros deveriam permanecer próximas de zero enquanto o desemprego fosse maior que 6,5%, a inflação de curto prazo fosse menor que 2,5% e as expectativas para a inflação de longo prazo estivessem bem ancoradas. Nesta data, o desemprego estava em 7,9%. Em março de 2014, Janet Yellen assumiu o comando do Fed e, com o desemprego à época em 6,6%, fez sumir a referência ao objetivo de 6,5%, substituindo-a por algo tão genérico quanto "um grande espectro de informações, incluindo medidas de mercado de trabalho, indicadores de pressões inflacionárias e de expectativas de inflação, e leitura dos desenvolvimentos no mercado financeiro". Ou seja, Yellen substituiu um critério objetivo pela discricionariedade mais comum às decisões de banqueiros centrais. E estamos assim desde então, com o desemprego agora em 5,1%.

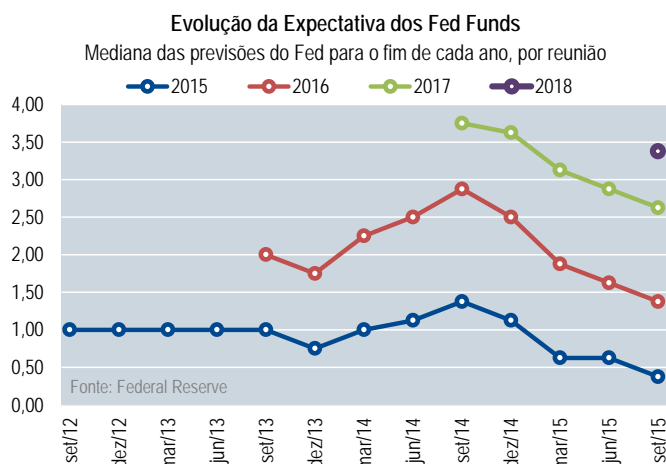
Por outro lado, é verdade que a inflação está longe de preocupar. Mesmo retirando os efeitos da brutal queda dos preços do petróleo, o núcleo do índice de preços ao consumidor está em 1,8% nos últimos 12 meses, enquanto as expectativas para a inflação dos próximos 5 anos, implícitas nas curvas de juros, estão exatamente neste mesmo patamar. Ou seja, considerando-se unicamente a inflação, o Fed não teria mesmo motivos para subir as taxas de juros agora. No entanto, há algo mais do que a inflação corrente ou as expectativas na decisão do Fed.

Janet Yellen, em sua entrevista coletiva após o FOMC, enfatizou por várias vezes que o Fed não pode se arriscar a ficar *"behind the curve"*, ou seja, atrasado em relação a eventuais pressões inflacionárias causadas pela recuperação da atividade econômica. Não custa lembrar que, com o atual nível de inflação, as taxas básicas de juros, em termos reais, estão negativas, e portanto são extremamente expansionistas. Assim, Yellen sugere que o Fed estaria com o dedo no gatilho, pronto para dar início ao processo

de normalização monetária. Só não foi agora em setembro porque "os recentes desenvolvimentos econômicos e financeiros globais podem restringir a atividade econômica e provavelmente exercerão pressão baixista sobre a inflação no curto prazo". Ou seja, o culpado é a China.

De qualquer forma, com ou sem China, o que parece mais provável é que o Fed continue muito cauteloso na normalização monetária. Mesmo depois de iniciar o processo de elevação das taxas, o Fed deverá ser bastante parcimonioso na velocidade desta elevação.

O gráfico a seguir mostra a mediana das previsões dos presidentes dos Feds regionais para os Fed Funds no final de cada ano calendário. As datas indicam as reuniões do FOMC. O último ponto refere-se à reunião de setembro último. Conforme podemos observar, a previsão é de que as taxas de juros básicas estarão abaixo de 1,5% no final de 2016. Apenas como comparação, esta mesma previsão estava em quase 3% há um ano. Considerando que teremos 9 reuniões entre dezembro de 2015 e dezembro de 2016, isso significa menos de um aumento de 0,25 ponto percentual por reunião.



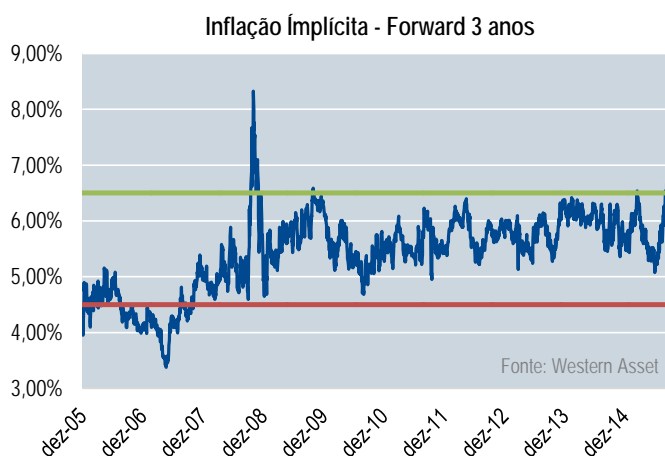
Os efeitos disso para os mercados emergentes não deixam de ser positivos: taxas de juros mais baixas tornam mais fáceis as condições de financiamento, e aumentam a liquidez internacional. Por outro lado, se estas taxas de juros mais baixas são o reflexo da falta de recuperação da atividade econômica, ou, pior, do aumento da aversão ao risco, a leitura pode não ser tão benigna. É o que, afinal, indica o comportamento dos mercados neste mês de setembro: apesar da decisão aparentemente positiva do Fed, as moedas dos emergentes continuaram a se desvalorizar, indicando que nem tudo se resume à política monetária norte-americana.

## Mercados Locais

### Renda Fixa

Olhando para a história desde o estabelecimento do regime de metas de inflação, dificilmente encontraremos um mês como este de setembro para o mercado de taxas de juros. Tivemos de tudo, inclusive dois *circuit breakers* no mercado futuro, um de alta e outro de baixa, no mesmo dia. No final do mês, o título prefixado com vencimento em 2021 fechou com alta de 142 pontos base, enquanto a NTN-B com vencimento em 2050 fechou em alta de 28 pontos base. Por estes números, podemos observar que a grande deterioração foi a da inflação implícita, que subiu mais de um ponto percentual.

No gráfico a seguir, podemos ver a inflação implícita de 3 anos a partir de cada data do gráfico. Este prazo foi escolhido porque, em um regime de metas de inflação, espera-se que o BC trabalhe pela convergência da inflação à meta neste prazo ou menos. Um primeiro aspecto é que, a partir de 2009, esta inflação implícita tem ficado consistentemente acima de 5%, e a partir de 2011 mais próxima de 6%. O ponto importante, no entanto, é a deterioração abrupta da inflação implícita agora em setembro, batendo em quase 8%, o mesmo nível do pior momento da crise de 2008. Na ocasião, como agora, o câmbio sofreu um processo de *overshooting*, contaminando as expectativas de inflação. Agora, no entanto, temos um elemento novo: a deterioração fiscal. Em meio a um desequilíbrio fiscal permanente, existem somente duas formas de diminuir a dívida: dando calote ou “queimando” dívida com inflação crescente. Há, conseqüentemente embutido neste comportamento da inflação implícita, o receio de um descontrole inflacionário provocado pelo desequilíbrio fiscal.



Esta é, portanto, a natureza desta mais recente crise, que se abateu principalmente no mercado de juros: o déficit fiscal aparentemente sem solução. Enquanto o mundo nos ajudou a crescer, o crescimento das receitas ajudou a disfarçar o problema. Agora, a percepção é de que o ajuste fiscal necessário, tanto de curto quanto de longo prazo, está acima da capacidade de coordenação das forças políticas. A não ser que haja uma reviravolta significativa no quadro político, o suficiente para que o mercado se convença de que um ajuste fiscal é possível, podemos esperar a continuidade da volatilidade.

### Câmbio

O real desvalorizou-se em 8,2% contra o dólar em setembro, sendo novamente a moeda que mais se desvalorizou no mundo. Em 12 meses, o real, com desvalorização de 38,3% só perde (por pouco) para o rublo. Em relação a outros emergentes, o real desvalorizou-se 22,3% contra o peso mexicano, 28,1% contra o peso chileno, 24,6% contra o rande sul-africano, 34,8% contra a rúpia indiana, e 18,1% 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.

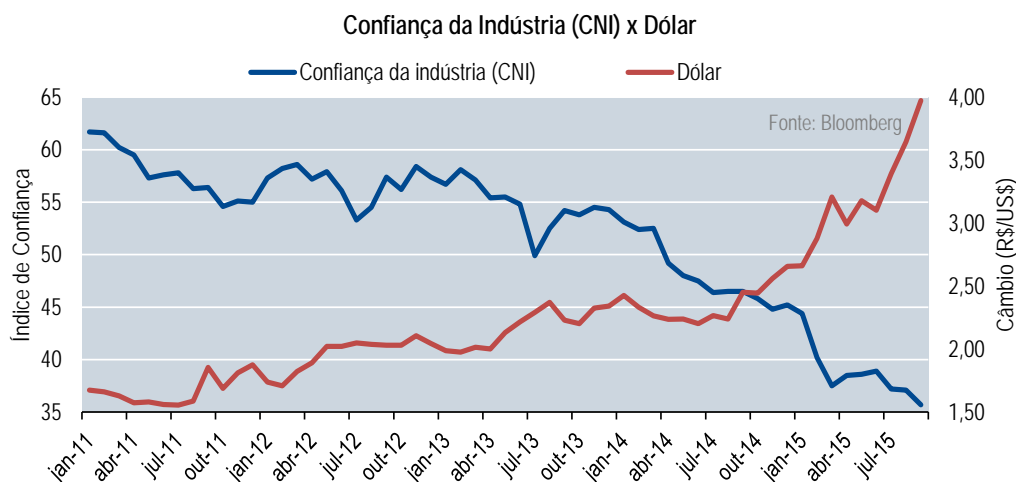
Com relação aos fatores sistêmicos, o enfraquecimento dos mercados emergentes exportadores de commodities na esteira das dúvidas com relação à real situação da economia chinesa deve continuar, no mínimo, a gerar volatilidade. Não acreditamos que a China entrará em um processo de *hard landing*, mas a 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. Além de a desvalorização do real já estar atuando para a diminuição significativa do déficit em conta corrente, o montante de reservas, junto com o estupidamente alto nível das taxas de juros, inibe ataques especulativos a la 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 6% ao ano entre 2014 e 2016. Considerando este crescimento e um P/L de 11,5 (que é o nível atual) no final deste ano (calculado com base na projeção de lucros para 2016), o potencial de alta da bolsa seria de aproximadamente 4%. 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 potencial de retorno esperado baixo ajustado pelo risco e uma variância alta, não nos parece ser um bom momento para o posicionamento em bolsa.

## GRÁFICO DO MÊS



Este gráfico parece desmentir os que defendem a desvalorização do real como pressuposto para a recuperação da indústria: podemos observar que o índice de confiança da indústria caiu quase pela metade desde o início de 2011, mesmo com o real tendo se desvalorizado mais de 50% no período.

As tabelas abaixo relacionam a performance de cada classe de ativo que compõe as parcelas dos fundos Western Asset da seguinte maneira:

Na primeira e segunda colunas, descrevemos a classe de ativo e a linha de raciocínio que fundamentou a tomada de decisão de investimento em questão; a terceira coluna traz a informação da decisão de investimento efetivamente tomada e por fim, a quarta coluna traz os impactos das decisões tomadas na performance dos fundos, diante dos eventos ocorridos no mês. Os sinais indicam se a parcela constituída pela classe de ativo em questão agregou valor superior (+), inferior (-) ou semelhante (=) aos parâmetros de performance dos mandatos.

**Fundos Monoclasses:** fundos que possuem estratégia de investimento concentrada em uma determinada classe de ativo.

|                  | Pensávamos que...   | Portanto, nós...  |   | E os resultados...  |
|------------------|---|---|---|---|
| Soberano         | ...os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam a taxa Selic.   | ...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com futuro de DI priorizando os vencimentos mais líquidos.   | + | ...positivos, na medida em que o <i>spread</i> das operações swapadas favoreceram a performance do fundo durante o mês. |
| DI               | ...o carregamento dos títulos de crédito em conjunto com os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam o CDI.            | ...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com futuro de DI priorizando o setor curto da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre debêntures, letras financeiras e DPGEs.       | = | ...positivos. O carregamento positivo dos títulos privados adicionou valor no mês.                                      |
| DI Max           | ...o carregamento dos títulos de crédito em conjunto com os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam o CDI.            | ...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com futuro de DI priorizando o setor médio da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre CDBs, debêntures, letras financeiras e DPGEs. | = | ...positivos. O carregamento positivo dos títulos privados adicionou valor no mês.                                      |
| Crédito Privado  | ...os títulos privados seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.             | ...mantivemos a posição relevante em títulos privados distribuída entre debêntures, letras financeiras, CDBs, DPGEs e FIDCs.  | + | ...positivos. O carregamento positivo dos títulos privados adicionou valor no mês.                                      |
| Índices de Preço | ...seria mais adequado manter uma carteira concentrada em títulos de curto prazo para uma maior aderência ao IPCA.                  | ...mantivemos o posicionamento em NTN-B com vencimento em até 5 anos.   | + | ...positivos, o fundo apresentou performance positiva no período.   |
| IMA-B            | ...as taxas de juros das operações atreladas ao dólar não se modificariam significativamente na parte mais curta da curva de juros. | ...mantivemos posição em operações de mais curto prazo, procurando uma maior aderência da carteira ao dólar.  | - | ...negativos, pois o fundo foi prejudicado pela abertura das taxas de juros das operações atreladas ao dólar.           |
| Referenc. Dólar  | ...as taxas de juros das operações atreladas ao dólar não se modificariam significativamente na parte mais curta da curva de juros. | ...mantivemos posição em operações de mais curto prazo, procurando uma maior aderência da carteira ao dólar.  | - | ...negativos, pois o fundo foi prejudicado pela abertura das taxas de juros das operações atreladas ao dólar.           |

**Fundos RF Ativo / Multi RF:** em geral, desempenho abaixo do CDI.

|                     | Pensávamos que...   | Portanto, nós...   |   | E os resultados...   |
|---------------------|---|--|---|--|
| Prefixados/Inflação | ...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada dada a fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal. Além disso, a retirada do grau de investimento do Brasil pela agência de ratings S&P contribuiu para a volatilidade dos mercados. | ...mantivemos uma baixa utilização de risco, mantendo um posicionamento vendido em prefixados jan/2021 como forma de proteger os posicionamentos aplicados em juros mais curtos e na NTN-B 2050. | - | ...negativos. Apesar de a posição vendida em prefixados jan/2021 ter amenizado, não foi suficiente para neutralizar os impactos sofridos pelos prefixados curtos e papéis longos atrelados ao IPC-A. |
| Crédito             | ...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 <i>spreads</i> de crédito permaneceram bem comportados.  |

**Fundos Tradicional RF:** em geral, desempenho abaixo do CDI.

|                     | Pensávamos que...   | Portanto, nós...   |   | E os resultados...   |
|---------------------|---|--|---|--|
| Prefixados/Inflação | ...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada dada a fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal. Além disso, a retirada do grau de investimento do Brasil pela agência de ratings S&P contribuiu para a volatilidade dos mercados. | ...mantivemos uma baixa utilização de risco, mantendo um posicionamento vendido em prefixados jan/2021 como forma de proteger os posicionamentos aplicados em juros mais curtos e na NTN-B 2050. | - | ...negativos. Apesar de a posição vendida em prefixados jan/2021 ter amenizado, não foi suficiente para neutralizar os impactos sofridos pelos prefixados curtos e papéis longos atrelados ao IPC-A. |
| Crédito             | ...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 <i>spreads</i> de crédito permaneceram bem comportados.  |

**Fundos IMA-B:** em geral, desempenho abaixo do benchmark (IMA-B), que caiu 0,68% no mês.

|                     | Pensávamos que...   | Portanto, nós...   |   | E os resultados...   |
|---------------------|---|--|---|--|
| Prefixados/Inflação | ...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada dada a fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal. Além disso, a retirada do grau de investimento do Brasil pela agência de ratings S&P contribuiu para a volatilidade dos mercados. | ...mantivemos uma baixa utilização de risco, mantendo um posicionamento vendido em prefixados jan/2021 como forma de proteger os posicionamentos aplicados em juros mais curtos e na NTN-B 2050. | - | ...negativos. Apesar de a posição vendida em prefixados jan/2021 ter amenizado, não foi suficiente para neutralizar os impactos sofridos pelos prefixados curtos e papéis longos atrelados ao IPC-A. |
| Crédito             | ...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 <i>spreads</i> de crédito permaneceram bem comportados.  |

## Temas e Estratégias

|                     | Temas de investimento  | Estratégias  |
|---------------------|--|--|
| Prefixados/Inflação | A entrevista do presidente do BC após a divulgação do relatório trimestral de inflação não deixou dúvidas de que o plano de voo da autoridade monetária é manter a taxa Selic estável por um período prolongado, de modo a continuar perseguindo a convergência da inflação de 2016 para a meta. | Apesar da clara mensagem do Banco Central, as taxas de mercado ainda embutem um expressivo ciclo adicional de alta na taxa Selic, o que nos leva a ter exposições aplicadas em vencimentos curtos. |



## Fundos Allocation

|                     | Pensávamos que...   | Portanto, nós...   |   | E os resultados...   |
|---------------------|---|--|---|--|
| Prefixados/Inflação | ...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada dada a fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal. Além disso, a retirada do grau de investimento do Brasil pela agência de ratings S&P contribuiu para a volatilidade dos mercados. | ...mantivemos uma baixa utilização de risco, mantendo um posicionamento vendido em prefixados jan/2021 como forma de proteger os posicionamentos aplicados em juros mais curtos e na NTN-B 2050. | - | ...negativos. Apesar de a posição vendida em prefixados jan/2021 ter amenizado, não foi suficiente para neutralizar os impactos sofridos pelos prefixados curtos e papéis longos atrelados ao IPC-A. |
| Câmbio              | ...um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.  | ...mantivemos posição vendida em real em relação ao dólar.   | + | ...positivos. A estratégia da carteira de moedas adicionou valor ao portfólio principalmente em função da valorização forte do dólar   |
|                     | ...o dólar poderia se valorizar tanto frente às moedas atreladas às commodities, por conta da fraqueza econômica da China, como também frente às moedas europeias em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente.              | ...mantivemos exposição comprada em dólar frente às moedas atreladas a commodities como dólar australiano e contra o euro.   |   |  |
|                     | ...o peso mexicano poderia servir como um contrapeso para a posição vendida em moedas de países atrelados a commodities e o lene poderia funcionar como proteção para o posicionamento vendido em moedas de economias europeias.  | ...mantivemos a posição comprada em peso mexicano e em ienes em relação ao dólar   |   |  |
| Outros              | ...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos...  | ...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset.  | + | ...positivos, na medida em que os fundos Multimercado renderam acima do benchmark no mês.  |

## Fundos Multitrading: em geral, desempenho acima do CDI.

|                     | Pensávamos que...  | Portanto, nós...   |   | E os resultados...   |
|---------------------|--|--|---|--|
| Prefixados/Inflação | ...as taxas de juros em um patamar alto poderiam se configurar como uma oportunidade de investimento, ainda que apresentassem riscos por conta da deterioração da percepção de risco.  | ...mantivemos posicionamentos aplicados em juros reais de médio e longo prazos, porém, com uma proteção através de um posicionamento vendido em juros prefixados de longo prazo. | + | ...positivos. Os ganhos auferidos pelas posições defensivas em prefixados foram suficientes não apenas para compensar as perdas sofridas pelo posicionamento aplicado em juros reais, como também para adicionar valor ao portfólio, dado o forte movimento de alta das curvas de juros. |
| Crédito             | ...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 <i>spreads</i> de crédito permaneceram bem comportados.  |
| Câmbio              | ...um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.   | ...mantivemos posição vendida em real em relação ao dólar.   | + | ...positivos. A estratégia da carteira de moedas adicionou valor ao portfólio principalmente em função da valorização forte do dólar.  |
|                     | ...o dólar poderia se valorizar tanto frente às moedas atreladas às commodities, por conta da fraqueza econômica da China, como também frente às moedas europeias em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente. | ...mantivemos exposição comprada em dólar frente às moedas atreladas a commodities como dólar australiano e contra o euro.   |   |  |
|                     | ...o peso mexicano poderia servir como um contrapeso para a posição vendida em moedas de países atrelados a commodities e o iene poderia funcionar como proteção para o posicionamento vendido em moedas de economias europeias.   | ...mantivemos a posição comprada em peso mexicano e em ienes em relação ao dólar   |   |  |

**Fundos Multitrading Advanced:** em geral, desempenho abaixo do CDI.

|                     | Pensávamos que...  | Portanto, nós...   |   | E os resultados...   |
|---------------------|--|--|---|--|
| Prefixados/Inflação | ...as taxas de juros em um patamar alto poderiam se configurar como uma oportunidade de investimento, ainda que apresentassem riscos por conta da deterioração da percepção de risco.  | ...mantivemos posicionamentos aplicados em juros reais de médio e longo prazos, porém, com uma proteção através de um posicionamento vendido em juros prefixados de longo prazo. | + | ...positivos. Os ganhos auferidos pelas posições defensivas em prefixados foram suficientes não apenas para compensar as perdas sofridas pelo posicionamento aplicado em juros reais, como também para adicionar valor ao portfólio, dado o forte movimento de alta das curvas de juros. |
| Crédito             | ...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 <i>spreads</i> de crédito permaneceram bem comportados.  |
| Câmbio              | ...um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.   | ...mantivemos posição vendida em real em relação ao dólar.   | + | ...positivos. A estratégia da carteira de moedas adicionou valor ao portfólio principalmente em função da valorização forte do dólar.  |
|                     | ...o dólar poderia se valorizar tanto frente às moedas atreladas às commodities, por conta da fraqueza econômica da China, como também frente às moedas europeias em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente. | ...mantivemos exposição comprada em dólar frente às moedas atreladas a commodities como dólar australiano e contra o euro.   |   |  |
|                     | ...o peso mexicano poderia servir como um contrapeso para a posição vendida em moedas de países atrelados a commodities e o lene poderia funcionar como proteção para o posicionamento vendido em moedas de economias europeias.   | ...mantivemos a posição comprada em peso mexicano e em ienes em relação ao dólar   |   |  |
| Bolsas              | ...uma carteira defensiva de ações poderia ser complementar na implementação de estratégias macro no portfólio.  | ...mantivemos uma carteira de ações que representasse nossa visão macroeconômica.  | - | ...negativos. A queda expressiva da bolsa de valores subtraiu valor do portfólio.  |
|                     | ...o adiamento do início do aperto da política monetária poderia continuar dando fôlego para o mercado acionário nos EUA.  | ...mantivemos posição comprada em S&P500.  | - | ...o S&P500 caiu, subtraindo valor do portfólio.   |

**Fundos Multitrading Alpha:** em geral, desempenho abaixo do CDI.

|                     | Pensávamos que...  | Portanto, nós...   |   | E os resultados...   |
|---------------------|--|--|---|--|
| Prefixados/Inflação | ...as taxas de juros em um patamar alto poderiam se configurar como uma oportunidade de investimento, ainda que apresentassem riscos por conta da deterioração da percepção de risco.  | ...mantivemos posicionamentos aplicados em juros reais de médio e longo prazos, porém, com uma proteção através de um posicionamento vendido em juros prefixados de longo prazo. | + | ...positivos. Os ganhos auferidos pelas posições defensivas em prefixados foram suficientes não apenas para compensar as perdas sofridas pelo posicionamento aplicado em juros reais, como também para adicionar valor ao portfólio, dado o forte movimento de alta das curvas de juros. |
| Câmbio              | ...um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.   | ...mantivemos posição vendida em real em relação ao dólar.   | + | ...positivos. A estratégia da carteira de moedas adicionou valor ao portfólio principalmente em função da valorização forte do dólar.  |
|                     | ...o dólar poderia se valorizar tanto frente às moedas atreladas às commodities, por conta da fraqueza econômica da China, como também frente às moedas europeias em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente. | ...mantivemos exposição comprada em dólar frente às moedas atreladas a commodities como dólar australiano e contra o euro.   |   |  |
|                     | ...o peso mexicano poderia servir como um contrapeso para a posição vendida em moedas de países atrelados a commodities e o lene poderia funcionar como proteção para o posicionamento vendido em moedas de economias europeias.   | ...mantivemos a posição comprada em peso mexicano e em ienes em relação ao dólar   |   |  |
| Bolsas              | ...uma carteira defensiva de ações poderia ser complementar na implementação de estratégias macro no portfólio.  | ...mantivemos uma carteira de ações que representasse nossa visão macroeconômica.  | - | ...negativos. A queda expressiva da bolsa de valores subtraiu valor do portfólio.  |
|                     | ...o adiamento do início do aperto da política monetária poderia continuar dando fôlego para o mercado acionário nos EUA.  | ...mantivemos posição comprada em S&P500.  | - | ...o S&P500 caiu, subtraindo valor do portfólio.   |

## Temas e Estratégias

| Temas de investimento   | Estratégias  |
|---|--|
| <p><b>BCB encerrou o ciclo de alta de juros, mas cenário global permanece incerto.</b> O Banco Central reforçou que pretende manter os juros estáveis por longo tempo. O Banco Central e o Tesouro Nacional atuaram diversas vezes no mercado a fim de restabelecer liquidez e diminuir volatilidade no mercado doméstico. No cenário internacional, as atenções tem se dividido entre o FED, que parece cada vez mais próximo a subir juros, e a China, que mantém trajetória de desaceleração. Preços de commodities e também ativos de risco de mercados emergentes como um todo estiveram sob pressão ao longo do mês.</p>  | <p>Os fundos Multimercado mantiveram uma posição comprada em NTN-B de médio e longo vencimento, visando se beneficiar de uma queda na curva de juros. A inflação corrente permanece elevada, mas a acentuada desaceleração na atividade econômica tende a contribuir com menor espaço para futuros reajustes de preço. Um dos principais fatores de risco para esta tese tem sido o possível início do processo de normalização de juros nos EUA, o que pode levar a uma maior aversão a risco.</p>  |
| <p><b>Fragilidade da política fiscal do governo dominou a agenda.</b> A opção do governo foi por tentar elevar a arrecadação com aumento de impostos em vez de cortar mais gastos. O esforço fiscal apresentado até o momento mostra-se no mínimo tímido, o que levanta muitas dúvidas se o governo conseguirá o apoio necessário para aumentar impostos. O governo Dilma encontra-se muito fragilizado politicamente e não conseguiu demonstrar verdadeiro empenho com uma política fiscal mais austera.</p>   | <p>Os fundos Multimercado mantiveram posição comprada em dólares e vendida em reais ao longo do mês, como forma de defesa para uma piora de percepção dos investidores estrangeiros em relação ao Brasil. Foi mantida também uma posição comprada em inflação implícita, uma vez que a trajetória fiscal ainda suscita muita preocupação e os ajustes propostos acabam levando a inflação mais alta.</p>   |
| <p><b>Discrepância entre o tom da política monetária nos EUA e os demais bancos centrais globais.</b> Os dados de atividade econômica dos EUA corroboram a leitura de que o país continua em sua trajetória de recuperação. Os últimos dados do mercado de trabalho até sugerem que os EUA estariam próximos de uma situação de pleno emprego. Enquanto isso, o Banco Central Europeu em seu último pronunciamento reforçou a expectativa de que necessita de mais tempo para analisar os próximos dados econômicos para decidir se ainda é preciso postergar ou aumentar o plano de estímulo monetário.</p>  | <p>Os fundos Multimercado têm refletido a leitura mais otimista em relação aos EUA com uma carteira mais comprada em dólares contra uma cesta de moedas. Os fundos mantêm leitura mais pessimista sobre o comportamento de moedas mais atreladas a commodities e também ao bloco europeu, que pode passar por nova etapa de afrouxamento monetário. Caso o FED adie o início da normalização da política monetária, os fundos mantêm posição comprada no índice S&amp;P que pode se beneficiar de um ambiente de recuperação da atividade econômica com um menor patamar de juros.</p> |
| <p><b>Ambiente de incerteza sobre a bolsa brasileira.</b> A leitura macroeconômica continua a apontar para uma perspectiva mais negativa para a bolsa brasileira. China desacelerando aumenta a pressão sobre commodities. O Impasse político e fiscal aumenta a incerteza sobre o cenário doméstico, levando ao adiamento de investimentos e o elevado patamar de juros contribui para uma maior retração da demanda. A falta de confiança de investidores também contribui negativamente para o setor. Contudo, parte da bolsa brasileira beneficia-se de uma maior depreciação da moeda. Ademais, muitos papeis encontram-se em patamar de preço bem reduzido, o que pode limitar o espaço para quedas adicionais.</p> | <p>Os fundos Multimercado mantiveram exposição líquida próxima a neutro, em razão da elevada incerteza sobre a performance do índice. A carteira de ações permanece com características mais defensivas, porém a dinâmica ao longo das sessões não tem sido muito animadora, uma vez que o desempenho relativo dos papéis, por muitas vezes, tem nos surpreendido. Uma postura cautelosa tende a ser o caminho para o curto prazo.</p>   |

**Fundos Ibovespa Ativo:** em geral, desempenho abaixo do benchmark, que caiu 3,36% no mês.

| Pensávamos que...   | Portanto, nós...   |   | E os resultados...  |
|---|--|---|---|
| ...apesar do cenário para o setor de açúcar e etanol ainda permanecer desafiador, os papéis de São Martinho poderiam se beneficiar de um potencial aumento da taxa da CIDE na gasolina, o qual impactaria positivamente os preços do etanol. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um valuation atrativo dado a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção. | ...mantivemos posição acima do benchmark em São Martinho.  | + | ...positivos. As ações da empresa se valorizaram expressivamente no final do mês com o anúncio de aumento do preço da gasolina por parte da Petrobras. Adicionalmente, já no início de setembro, rumores sobre um possível aumento da taxa da CIDE por parte do governo, com o objetivo de melhorar o resultado primário, também impulsionaram o valor dos papéis. Ambas notícias consideradas certamente favoráveis para a indústria de etanol.  |
| ...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. No início do mês as ações se valorizaram de maneira relevante seguindo a desvalorização do real, resultado da preocupação do mercado com a crise política e situação fiscal brasileira.   |
| ...apesar do atual cenário de desaceleração econômica da economia brasileira, acreditávamos que as ações da CCR estavam com um valor atrativo dado a boa posição da empresa para participar de leilões em novas concessões e a possibilidade de melhora na rentabilidade advinda de novos projetos como MS Via e Metrô de Salvador.   | ...mantivemos posição acima do benchmark em CCR.           | - | ...negativos. As ações da empresa se depreciaram afetadas pela notícia de que o governo do Estado de SP está tentando cancelar um aditivo contratual assinado em 2006, o qual estendeu o final do contrato para dezembro de 2026 (de abril de 2018). O Estado obteve vitória em primeira instância, mas nós estamos confortáveis com a legitimidade da extensão.  |
| ...a baixa penetração de seguros no Brasil, adicionado ao bom crescimento de lucro líquido em especial quando comparado ao mercado como um todo, se traduzia em um valuation atrativo para a BB Seguridade.   | ...mantivemos posição acima do benchmark em BB Seguridade. | - | ...negativos. As ações da empresa sofreram ao longo do mês em função do anúncio do IPO (Oferta Pública Inicial) da Caixa Seguridade, dado que a BB Seguridade é vista pelo mercado como uma fonte de funding para os eventuais investidores do IPO. Também deve ter sido impactada pela abertura da curva de juros, uma vez que a empresa é estruturalmente aplicada em taxas prefixadas. O IPO da Caixa Seguridade foi adiado por conta da baixa demanda, e a ação já recuperou em outubro boa parte das perdas de setembro. |

**Fundos de Retorno Absoluto:** rentabilidade acima do Ibovespa.

| Pensávamos que...   | Portanto, nós...                            |   | E os resultados...   |
|---|---|---|--|
| ...apesar do cenário para o setor de açúcar e etanol ainda permanecer desafiador, os papéis de São Martinho poderiam se beneficiar de um potencial aumento da taxa da CIDE na gasolina, o qual impactaria positivamente os preços do etanol. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um valuation atrativo dado a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção. | ...mantivemos posição long em São Martinho. | + | ...positivos. As ações da empresa se valorizaram expressivamente no final do mês com o anúncio de aumento do preço da gasolina por parte da Petrobras. Adicionalmente, já no início de setembro, rumores sobre um possível aumento da taxa da CIDE por parte do governo, com o objetivo de melhorar o resultado primário, também impulsionaram o valor dos papéis. Ambas notícias consideradas certamente favoráveis para a indústria de etanol. |
| ...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. No início do mês as ações se valorizaram de maneira relevante seguindo a desvalorização do real, resultado da preocupação do mercado com a crise política e situação fiscal brasileira.  |
| ...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 long em Tupy.         | + | ...positivos. As ações da companhia voltaram a se beneficiar da desvalorização do real ao longo do mês.  |

**Fundos de Sustentabilidade Empresarial:** rentabilidade abaixo do benchmark (ISE), que caiu 2,72% no mês.

| Pensávamos que...   | Portanto, nós...   |   | E os resultados...  |
|---|--|---|---|
| ...apesar do cenário para o setor de açúcar e etanol ainda permanecer desafiador, os papéis de São Martinho poderiam se beneficiar de um potencial aumento da taxa da CIDE na gasolina, o qual impactaria positivamente os preços do etanol. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um valuation atrativo dado a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção. | ...mantivemos posição acima do benchmark em São Martinho.  | + | ...positivos. As ações da empresa se valorizaram expressivamente no final do mês com o anúncio de aumento do preço da gasolina por parte da Petrobras. Adicionalmente, já no início de setembro, rumores sobre um possível aumento da taxa da CIDE por parte do governo, com o objetivo de melhorar o resultado primário, também impulsionaram o valor dos papéis. Ambas notícias consideradas certamente favoráveis para a indústria de etanol.  |
| ...apesar do atual cenário de desaceleração econômica da economia brasileira, acreditávamos que as ações da CCR estavam com um valor atrativo dado a boa posição da empresa para participar de leilões em novas concessões e a possibilidade de melhora na rentabilidade advinda de novos projetos como MS Via e Metrô de Salvador.   | ...mantivemos posição acima do benchmark em CCR.           | - | ...negativos. As ações da empresa se depreciaram afetadas pela notícia de que o governo do Estado de SP está tentando cancelar um aditivo contratual assinado em 2006, o qual estendeu o final do contrato para dezembro de 2026 (de abril de 2018). O Estado obteve vitória em primeira instância, mas nós estamos confortáveis com a legitimidade da extensão.  |
| ...a baixa penetração de seguros no Brasil, adicionado ao bom crescimento de lucro líquido em especial quando comparado ao mercado como um todo, se traduzia em um valuation atrativo para a BB Seguridade.   | ...mantivemos posição acima do benchmark em BB Seguridade. | - | ...negativos. As ações da empresa sofreram ao longo do mês em função do anúncio do IPO (Oferta Pública Inicial) da Caixa Seguridade, dado que a BB Seguridade é vista pelo mercado como uma fonte de funding para os eventuais investidores do IPO. Também deve ter sido impactada pela abertura da curva de juros, uma vez que a empresa é estruturalmente aplicada em taxas prefixadas. O IPO da Caixa Seguridade foi adiado por conta da baixa demanda, e a ação já recuperou em outubro boa parte das perdas de setembro. |

**Fundos de Dividendos:** rentabilidade acima do IDIV, que caiu 6,20% no mês.

| Pensávamos que...   | Portanto, nós...  |   | E os resultados...   |
|---|---|---|--|
| ...haviam três fatores que poderiam impactar negativamente os papéis do Banco do Brasil: o banco, após um período agressivo de crescimento da carteira de crédito sofreria com o atual cenário macro adverso; com o possível fim do benefício fiscal na distribuição de juros sobre capital próprio (JCP), os papéis do banco seriam os mais impactados; e ainda, as discussões sobre a venda da folha de pagamentos dos funcionários federais poderia se traduzir em um forte desembolso de caixa para uma instituição com situação de capital apertada. | ...mantivemos posição abaixo do benchmark em Banco do Brasil. | + | ...positivos. As ações do banco se desvalorizaram seguindo o movimento ocorrido com os preços das ações das empresas estatais da bolsa. A preocupação do mercado com a crise política e situação fiscal brasileira afetou negativamente as companhias.   |
| ...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             | + | ...positivos. As ações da empresa se desvalorizaram fortemente no fim de setembro após o anúncio por parte da empresa de que irá propor ao seu Conselho de Administração o pagamento da 2ª parcela de dividendos, sendo que o valor referente a esta parcela é metade do montante anunciado no início do ano.                                    |
| ...apesar da atual deterioração da atividade econômica brasileira, e consequente impacto negativo nas vendas de produtos de consumo, a Ambev tenderia a compensar este movimento com fortes preços no Brasil e controle de margens operacionais.  | ...mantivemos posição acima do benchmark em Ambev.            | + | ...positivos. As ações da companhia se valorizaram após a AB Inbev anunciar sua intenção em fazer uma oferta pela SABMiller. Tal movimento é considerado pelos analistas como estrategicamente importante para a Ambev, pois após a efetivação de tal operação a Ambev dominaria o mercado de cada país na América Latina, com exceção do Chile. |

**Fundos Long & Short:** desempenho acima do benchmark (CDI)

| Pensávamos que...   | Portanto, nós...                          |   | E os resultados...   |
|---|---|---|--|
| ...cotada a cerca de R\$0,20, a ação estava muito atrativa para uma eventual oferta de fechamento de capital por seu controlador. Este já havia cogitado o fechamento com a ação próxima de R\$1, quando o US\$ ainda era cotado a R\$2   | ...montamos posição long em TERI3.        | + | ...positivos. Apesar de a oferta não ter se materializado no período, a ação respondeu positivamente a esta possibilidade. Aproveitamos para zerar a posição, mas ficaremos atentos à possibilidade de montá-la de novo se o preço for convidativo.  |
| ...apesar do cenário para o setor de açúcar e etanol ainda permanecer desafiador, os papéis de São Martinho poderiam se beneficiar de um potencial aumento da taxa da CIDE na gasolina, o qual impactaria positivamente os preços do etanol. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um valuation atrativo dado a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção. | ...montamos posição long em São Martinho. | + | ...positivos. As ações da empresa se valorizaram expressivamente no final do mês com o anúncio de aumento do preço da gasolina por parte da Petrobras. Adicionalmente, já no início de setembro, rumores sobre um possível aumento da taxa da CIDE por parte do governo, com o objetivo de melhorar o resultado primário, também impulsionaram o valor dos papéis. Ambas notícias consideradas certamente favoráveis para a indústria de etanol. |
| ...a Petrobras ainda teria desafios muito grandes com relação a gestão de seu caixa e redução do CAPEX.   | ...montamos uma posição short em PETR4.   | + | ...positivos. As ações da companhia estatal voltaram a se depreciar ao longo do período com a piora do cenário político brasileiro e consequente deterioração da situação fiscal do país. O aumento do preço da gasolina no último dia do mês ajudou os preços dos papéis a se recuperarem, mas não conseguiu compensar totalmente a deterioração das ações em setembro como um todo.  |



## 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 vêm constituindo provisões consideráveis nos últimos trimestres, contando hoje com índices de cobertura bastante confortáveis. Reduzimos nossas expectativas de lucros para pouco menos de 10% para os principais bancos privados. Entretanto, a fraca performance das ações fez com que tanto Itaú como Bradesco sejam hoje negociados a um P/L pouco mais acima de 6x, o que consideramos muito baixo dada a solidez de seus balanços, sua estrutura confortável de capital e sua rentabilidade ainda bem alta (ROEs superiores a 20%). |
| 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   | Abaixo do benchmark | Pretendemos manter uma posição parcialmente abaixo do benchmark no segmento, 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. Neste segmento ainda mantemos uma exposição acima do benchmark em BVMF, ALPA e GUAR, sendo estas 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.   |

Esse informativo faz referência de forma genérica e qualitativa ao desempenho das principais famílias de fundos Western Asset em relação aos seus benchmarks (ou outros parâmetros comparáveis de performance). Para obter informações mais detalhadas sobre esses produtos (estratégia de investimento, características operacionais, como investir etc.), recomendamos a consulta aos seus respectivos regulamentos, prospectos e lâminas, disponíveis no website [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br).

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br) – Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; [ouvidoria@westernasset.com](mailto:ouvidoria@westernasset.com). Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo – SP - 04543-011.

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.

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.



# Fundos de Investimento para Investidores Individuais

Setembro/2015



| Tipo CVM     | Fundo  | Rentabilidade  |                |                |               |               | Patrimônio        |                   | Taxa de adm. / perf.                    | Aplic. inicial | Data de início |            |
|--------------|--|--|----------------|----------------|---------------|---------------|-------------------|-------------------|---|----------------|----------------|------------|
|              |  | Set 15   | 2015           | 12 Meses       | 24 Meses*     | 36 Meses*     | Médio 12 meses*** | 30 set 15         |   |                |                |            |
| Referenciado | <b>(1) Western Asset Invest DI FI Referenciado</b>               | <b>1,16%</b>   | <b>9,61%</b>   | <b>12,61%</b>  | <b>11,41%</b> | <b>10,06%</b> | R\$ 103,4 milhões | R\$ 87,7 milhões  | 0,30%                                   | não há         | 12/11/2002     |            |
|              | Benchmark: CDI   | 1,11%  | 9,55%          | 12,57%         | 11,44%        | 10,08%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | % CDI  | 105,0%   | 100,7%         | 100,3%         | 99,8%         | 99,8%         |                   |                   |   |                |                |            |
| Referenciado | <b>(2) Western Asset Hedge Dólar FI Referenciado</b>             | <b>9,94%</b>   | <b>50,68%</b>  | <b>63,18%</b>  | <b>33,68%</b> | <b>25,47%</b> | R\$ 111,5 milhões | R\$ 163,7 milhões | 1,00%                                   | R\$ 25 mil     | 02/10/1995     |            |
|              | Benchmark: PTAX  | 8,95%  | 49,57%         | 62,09%         | 33,48%        | 25,07%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | +/- (em relação à PTAX)  | 1,00%  | 1,11%          | 1,08%          | 0,21%         | 0,40%         |                   |                   |   |                |                |            |
| Renda Fixa   | <b>(3) Western Asset Crédito Corporativo FI RF Créd. Privado</b> | <b>1,15%</b>   | <b>10,21%</b>  | -              | -             | -             | R\$ 51,8 milhões  | R\$ 58,3 milhões  | 0,50%                                   | R\$ 15 mil     | 29/10/2014     |            |
|              | Benchmark: CDI   | 1,11%  | 9,55%          | -              | -             | -             |                   |                   |   |                |                |            |
|              | % CDI  | 103,8%   | 106,9%         | -              | -             | -             |                   |                   |   |                |                |            |
|              | Renda Fixa   | <b>(4) Western Asset IMA-B Ativo FI RF</b>           | <b>-0,88%</b>  | <b>2,70%</b>   | <b>4,83%</b>  | <b>7,40%</b>  | <b>3,65%</b>      | R\$ 88,7 milhões  | R\$ 67,8 milhões                        | 0,50%          | R\$ 25 mil     | 24/09/2010 |
|              |  | Benchmark: IMA-B                                     | -0,68%         | 3,49%          | 5,85%         | 8,09%         | 4,29%             |                   |   |                |                |            |
|              |  | +/- (em relação ao IMA-B)                            | -0,20%         | -0,79%         | -1,02%        | -0,69%        | -0,64%            |                   |   |                |                |            |
|              | Renda Fixa   | <b>(5) Western Asset IMA-B5 Ativo FI RF</b>          | <b>0,27%</b>   | <b>7,96%</b>   | <b>9,29%</b>  | <b>20,01%</b> | -                 | R\$ 93 milhões    | R\$ 108 milhões                         | 0,40%          | R\$ 25 mil     | 27/08/2013 |
|              |  | Benchmark: IMA-B5                                    | 0,79%          | 9,72%          | 11,95%        | 24,52%        | -                 |                   |   |                |                |            |
|              |  | +/- (em relação ao IMA-B5)                           | -0,52%         | -1,75%         | -2,66%        | -4,51%        | -                 |                   |   |                |                |            |
|              | Renda Fixa   | <b>(6) Western Asset IMA-G (ex-C) FI RF</b>          | <b>-0,56%</b>  | <b>5,11%</b>   | <b>7,27%</b>  | <b>8,55%</b>  | <b>6,12%</b>      | R\$ 60,4 milhões  | R\$ 60,2 milhões                        | 0,35%          | R\$ 25 mil     | 06/09/2011 |
|              |  | Benchmark: IMA-G (ex C)                              | -0,40%         | 5,50%          | 8,00%         | 9,15%         | 6,85%             |                   |   |                |                |            |
|              |  | +/- (em relação ao IMA-G ex-C)                       | -0,16%         | -0,38%         | -0,73%        | -0,60%        | -0,74%            |                   |   |                |                |            |
|              | Renda Fixa   | <b>(7) Western Asset IRF-M Ativo FI Renda Fixa**</b> | <b>-1,59%</b>  | <b>2,20%</b>   | -             | -             | -                 | R\$ 36,6 milhões  | R\$ 60,7 milhões                        | 0,50%          | R\$ 25 mil     | 14/03/2014 |
|              |  | Benchmark: IRF-M                                     | -0,94%         | 4,59%          | -             | -             | -                 |                   |   |                |                |            |
|              |  | +/- (em relação ao IRF-M)                            | -0,65%         | -2,38%         | -             | -             | -                 |                   |   |                |                |            |
| Renda Fixa   | <b>(8) Western Asset RF Ativo FI</b>                             | <b>0,89%</b>   | <b>8,85%</b>   | <b>11,30%</b>  | <b>10,57%</b> | <b>9,22%</b>  | R\$ 750,8 milhões | R\$ 771,8 milhões | 0,40%                                   | R\$25 mil      | 21/03/2000     |            |
|              | Benchmark: CDI   | 1,11%  | 9,55%          | 12,57%         | 11,44%        | 10,08%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | % CDI  | 80,6%  | 92,7%          | 89,9%          | 92,4%         | 91,4%         |                   |                   |   |                |                |            |
| Renda Fixa   | <b>(9) Western Asset Tradicional FI RF</b>                       | <b>1,05%</b>   | <b>9,45%</b>   | <b>12,19%</b>  | <b>11,28%</b> | <b>9,90%</b>  | R\$ 54 milhões    | R\$ 53,7 milhões  | 0,30%                                   | R\$ 25 mil     | 04/02/2002     |            |
|              | Benchmark: CDI   | 1,11%  | 9,55%          | 12,57%         | 11,44%        | 10,08%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | % CDI  | 95,1%  | 99,0%          | 97,0%          | 98,6%         | 98,2%         |                   |                   |   |                |                |            |
| Multimercado | <b>(10) Western Asset Dinâmico FIM</b>                           | <b>1,39%</b>   | <b>11,16%</b>  | <b>14,23%</b>  | <b>11,84%</b> | <b>10,36%</b> | R\$ 96,4 milhões  | R\$ 123,2 milhões | 1,00%                                   | R\$ 15 mil     | 11/11/2003     |            |
|              | Benchmark: CDI   | 1,11%  | 9,55%          | 12,57%         | 11,44%        | 10,08%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | % CDI  | 125,9%   | 116,9%         | 113,2%         | 103,5%        | 102,8%        |                   |                   |   |                |                |            |
| Multimercado | <b>(11) Western Asset Multi Return FIM</b>                       | <b>1,11%</b>   | <b>10,26%</b>  | <b>13,36%</b>  | <b>11,55%</b> | <b>10,04%</b> | R\$ 30 milhões    | R\$ 35,5 milhões  | 0,8%+20% sobre o que exceder 100% CDI   | R\$ 15 mil     | 29/11/2007     |            |
|              | Benchmark: CDI   | 1,11%  | 9,55%          | 12,57%         | 11,44%        | 10,08%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | % CDI  | 100,3%   | 107,5%         | 106,3%         | 101,0%        | 99,6%         |                   |                   |   |                |                |            |
| Multimercado | <b>(12) Western Asset Multitrading H Multimercado FI</b>         | <b>1,37%</b>   | <b>9,78%</b>   | <b>12,85%</b>  | <b>11,74%</b> | <b>9,75%</b>  | R\$ 146,4 milhões | R\$ 151,2 milhões | 1,10%                                   | R\$ 25 mil     | 11/11/2003     |            |
|              | Benchmark: CDI   | 1,11%  | 9,55%          | 12,57%         | 11,44%        | 10,08%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | % CDI  | 123,4%   | 102,4%         | 102,3%         | 102,7%        | 96,8%         |                   |                   |   |                |                |            |
| Multimercado | <b>(13) Western Asset US Index 500 FIM</b>                       | <b>-1,72%</b>  | <b>0,77%</b>   | <b>9,18%</b>   | <b>18,58%</b> | -             | R\$ 204,4 milhões | R\$ 190,2 milhões | 1,00%                                   | R\$ 25 mil     | 30/04/2013     |            |
|              | Benchmark: S&P500*   | -2,64%   | -6,74%         | -2,65%         | 6,86%         | -             |                   |                   |   |                |                |            |
|              | +/- (em relação ao S&P500*)                                      | 0,93%  | 7,51%          | 11,83%         | 11,73%        | -             |                   |                   |   |                |                |            |
| Ações        | <b>(14) Western Asset Dividend Yield FIA</b>                     | <b>-4,93%</b>  | <b>-14,51%</b> | <b>-16,49%</b> | <b>-9,60%</b> | <b>-5,72%</b> | R\$ 60,7 milhões  | R\$ 37,7 milhões  | 2,00%                                   | R\$ 5 mil      | 02/07/2010     |            |
|              | Indicador de Referência: IDIV                                    | -6,20%   | -23,37%        | -37,36%        | -20,73%       | -12,77%       |                   |                   |   |                |                |            |
|              | +/- (em relação ao IDIV)   | 1,27%  | 8,86%          | 20,87%         | 11,14%        | 7,05%         |                   |                   |   |                |                |            |
| Ações        | <b>(15) Western Asset FIA BDR Nível I</b>                        | <b>8,78%</b>   | <b>49,95%</b>  | <b>70,46%</b>  | -             | -             | R\$ 49,3 milhões  | R\$ 84,4 milhões  | 1,50%                                   | R\$ 25 mil     | 06/05/2014     |            |
|              | Indicador de Referência: S&P500* (em RS)                         | 6,06%  | 39,48%         | 57,80%         | -             | -             |                   |                   |   |                |                |            |
|              | +/- (em relação ao S&P500* em RS)                                | 2,72%  | 10,47%         | 12,66%         | -             | -             |                   |                   |   |                |                |            |
| Ações        | <b>(16) Western Asset Ibovespa Ativo FIA</b>                     | <b>-3,42%</b>  | <b>-11,17%</b> | <b>-17,41%</b> | <b>-8,36%</b> | <b>-8,18%</b> | R\$ 23,3 milhões  | R\$ 17,6 milhões  | 1,00%                                   | R\$ 5 mil      | 07/07/1997     |            |
|              | Benchmark: Ibovespa  | -3,36%   | -9,89%         | -16,74%        | -7,21%        | -8,68%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | +/- (em relação ao Ibovespa)                                     | -0,06%   | -1,28%         | -0,67%         | -1,15%        | 0,50%         |                   |                   |   |                |                |            |
| Ações        | <b>(17) Western Asset Prev IBRX Alpha FIA</b>                    | <b>-1,41%</b>  | <b>-8,79%</b>  | <b>-14,81%</b> | <b>-6,98%</b> | -             | R\$ 23 milhões    | R\$ 23,1 milhões  | 0,75%+20% sobre o que exceder 100% IBRX | R\$ 300 mil    | 26/02/2013     |            |
|              | Benchmark: IBRX  | -3,10%   | -8,66%         | -15,15%        | -5,74%        | -             |                   |                   |   |                |                |            |
|              | +/- (em relação ao IBRX)   | 1,69%  | -0,13%         | 0,34%          | -1,24%        | -             |                   |                   |   |                |                |            |
| Ações        | <b>(18) Western Asset Selection Ações FIC FIA</b>                | <b>-1,27%</b>  | <b>-10,72%</b> | <b>-13,64%</b> | <b>-8,31%</b> | <b>-6,91%</b> | R\$ 3,5 milhões   | R\$ 1,8 milhões   | 2%+20% sobre o que exceder 100% IBOV    | R\$ 5 mil      | 14/05/2007     |            |
|              | Indicador de Referência: Ibovespa                                | -3,36%   | -9,89%         | -16,74%        | -7,21%        | -8,68%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | +/- (em relação ao Ibovespa)                                     | 2,09%  | -0,82%         | 3,10%          | -1,09%        | 1,78%         |                   |                   |   |                |                |            |
| Ações        | <b>(19) Western Asset Sustentabilidade Empresarial FIA</b>       | <b>-3,05%</b>  | <b>-10,03%</b> | <b>-12,18%</b> | <b>-6,40%</b> | <b>-2,40%</b> | R\$ 46,9 milhões  | R\$ 38,4 milhões  | 2,00%                                   | R\$ 5 mil      | 23/08/2010     |            |
|              | Benchmark: ISE   | -2,72%   | -8,39%         | -11,50%        | -4,55%        | -0,65%        |                   |                   |   |                |                |            |
|              | +/- (em relação ao ISE)  | -0,33%   | -1,64%         | -0,68%         | -1,85%        | -1,75%        |                   |                   |   |                |                |            |

\*As rentabilidades acima de um ano estão anualizadas.\*\*A política de investimento do fundo foi alterada significativamente a partir de 17/12/2014. Até então, o fundo tinha como objetivo superar a rentabilidade do IMA-B5+. A partir da alteração, o fundo passou a ter como objetivo superar a rentabilidade do IRF-M. Por esta razão, consoante com as disposições da ANBIMA, as informações relativas a rentabilidade e ao patrimônio líquido médio estão sendo demonstradas a partir da data de vigência da nova política, apesar de o fundo ter se iniciado em 14/03/2014.\*\*\* Média aritmética da soma do PL do último dia útil de cada mês. Para avaliação da performance de um Fundo de Investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 meses. O Índice S&P 500\* é um produto da S&P Dow Jones Indices LLC ("SPDJI"). A rentabilidade é líquida de taxa de administração e performance, se aplicável, mas não é líquida de impostos. Os Fundos possuem Regulamento, Prospecto e Lâmina de Informações Essenciais que podem ser obtidos no endereço eletrônico [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br). Não há garantia de que os fundos citados acima nas categorias Renda Fixa, Referenciado e Multimercado terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Para os fundos (2) e (4) até (13), a data do pagamento do resgate é diversa da data do pedido e da conversão de cotas. No caso dos fundos (3) e (14) até (19), o pedido de resgate, a conversão de cotas, e o pagamento ocorrem em datas diferentes. Os fundos (2) e (10) até (12) estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos (14), (15) e (18) não possuem parâmetro de performance, portanto os indicadores com eles apresentados tratam-se de mera referência econômica. Público alvo - fundos (6), (15) e (18): investidores qualificados; demais fundos: investidores em geral. Este material de divulgação é um breve resumo, com fins informativos, e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de cotas. 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 ANTES DE INVESTIR. A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC (Serviço de Atendimento ao Cliente): 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br) - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; [ouvidoria@westernasset.com](mailto:ouvidoria@westernasset.com). Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, qj. 152, São Paulo-SP - 04543-011.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2015. Este material de divulgação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos distribuidores, clientes e seus respectivos consultores de investimentos. Portanto, esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.

