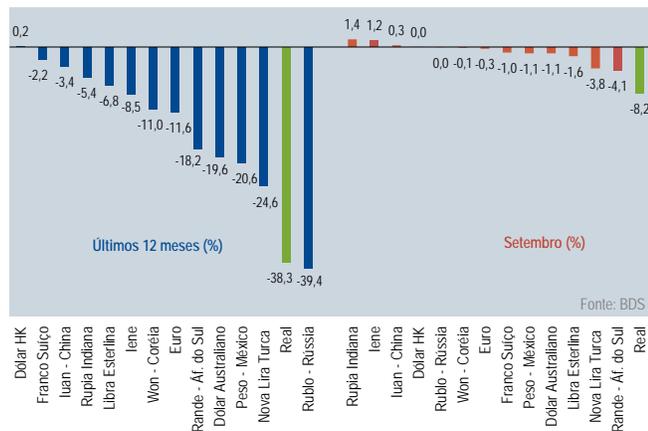




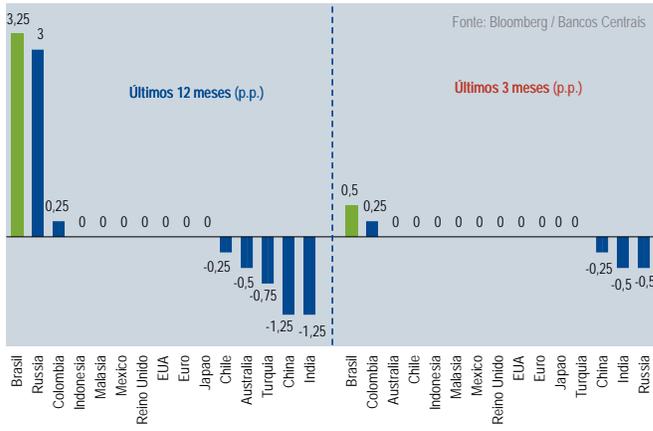
Moedas (contra o dólar)

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



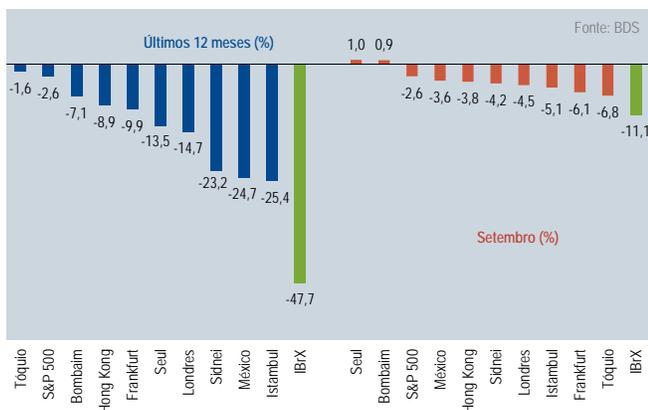
Taxas básicas de juros - variação

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



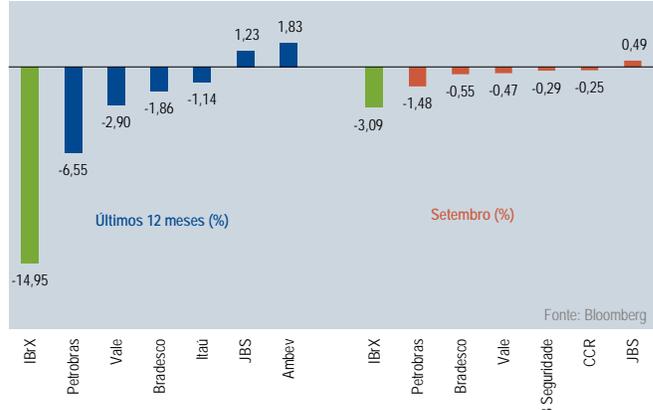
Bolsas do mundo (em dólar)

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



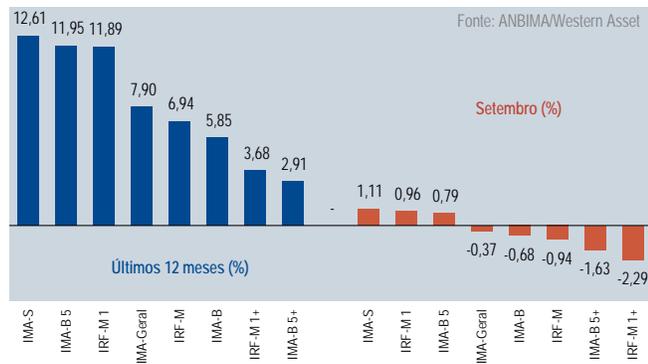
Principais contribuições para o IBR-X

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



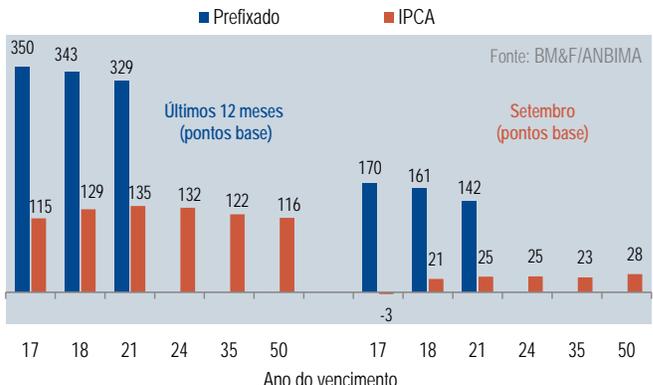
Renda fixa local - I

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%.

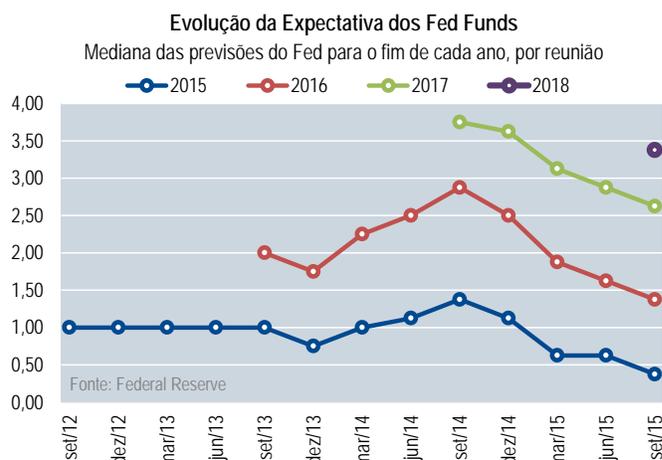
Por outro lado, é verdade que a inflação está longe de preocupar. Mesmo retirando os efeitos da brutal queda dos preços do petróleo, o núcleo do índice de preços ao consumidor está em 1,8% nos últimos 12 meses, enquanto as expectativas para a inflação dos próximos 5 anos, implícitas nas curvas de juros, 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.

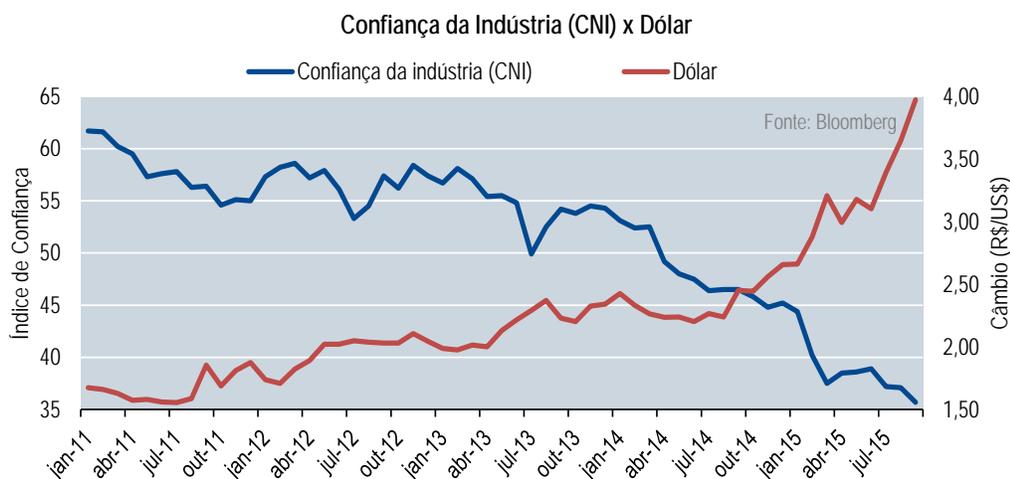
Com relação aos fatores sistêmicos, o enfraquecimento dos mercados emergentes exportadores de commodities na esteira das dúvidas com relação à real situação da economia chinesa deve continuar, no mínimo, a gerar volatilidade. Não acreditamos que a China entrará em um processo de *hard landing*, mas a 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.

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 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.
...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 da carteira 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.	...positivos, na medida em que os fundos Multimercado renderam acima 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 <i>spreads</i> 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 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.
...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 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 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.
...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.	...positivos, na medida em que os fundos Multimercado renderam acima 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 <i>spreads</i> de crédito permaneceram bem comportados.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

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.

O cenário político interno deve continuar a impor desafios ao cumprimento da meta de superávit primário em 2016, o que deve manter elevados os prêmios de risco.

Apesar dos desafios do cenário, acreditamos que os títulos indexados à inflação já incorporaram grande parte do prêmio de risco. Deveremos manter posições aplicadas em NTNs-B de longo prazo protegidas por exposições tomadas nos prazos longos da curva pré-fixada.

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 AUD 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.

Após a correção por que a bolsa americana passou a partir do mês de agosto, os múltiplos das ações dos EUA se moveram para um patamar mais compatível com as perspectivas de crescimento e juros da economia.

Aumentamos as posições compradas em S&P 500.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: rentabilidade em linha com o benchmark, que desvalorizou 3,36% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... 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 pré-fixadas. 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 E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade superior ao benchmark, que desvalorizou 3,10% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...		E os resultados foram...
... 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.
...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 da companhia voltaram a se beneficiar da desvalorização do real ao longo do mês.
...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.

FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: rentabilidade superior ao Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...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 DIVIDENDOS: rentabilidade superior ao índice IDIV, que desvalorizou 6,20% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...havia 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.

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 (SMT0), 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.

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 setembro.

Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTM 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 – 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; 3) e-mail 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.