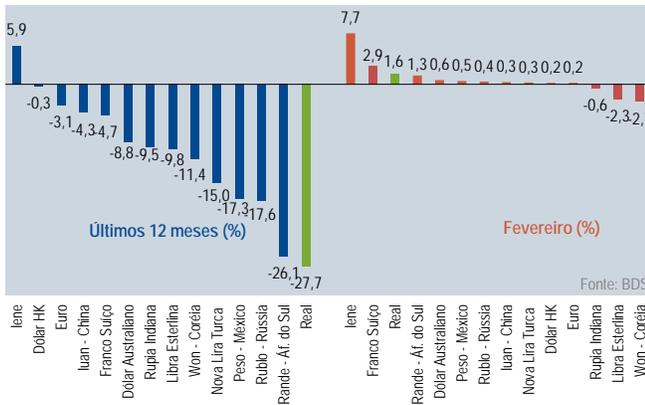


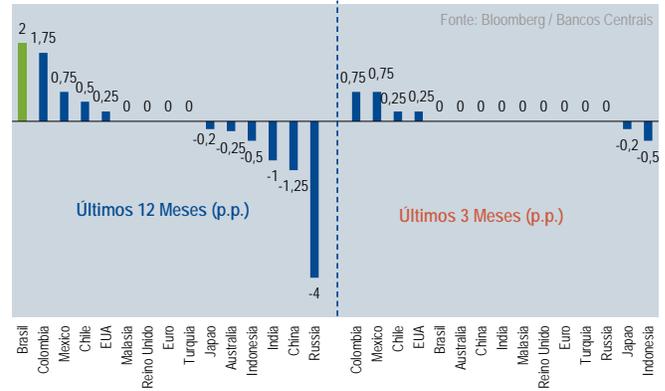
Moedas (contra o dólar)

Com algumas exceções particulares, fevereiro foi um mês de dólar mais fraco, com a recuperação dos preços das commodities.



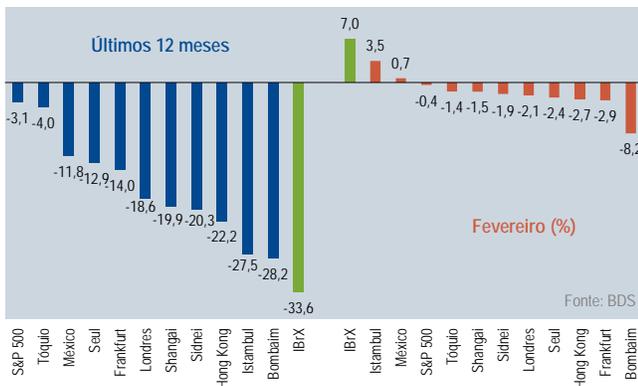
Taxas básicas de juros - variação

Colômbia, Chile, México e EUA são os únicos BCs que estão apertando política monetária neste momento. Mas o Brasil continua liderando nos últimos 12 meses.



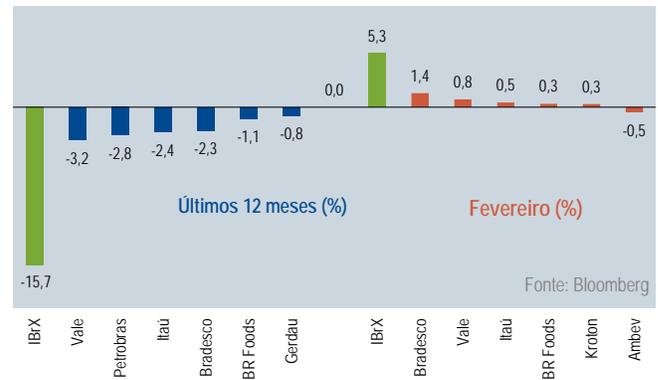
Bolsas do mundo (em dólar)

Impulsionada pelos "caçadores de pechinhas", a bolsa brasileira foi destaque em fevereiro.



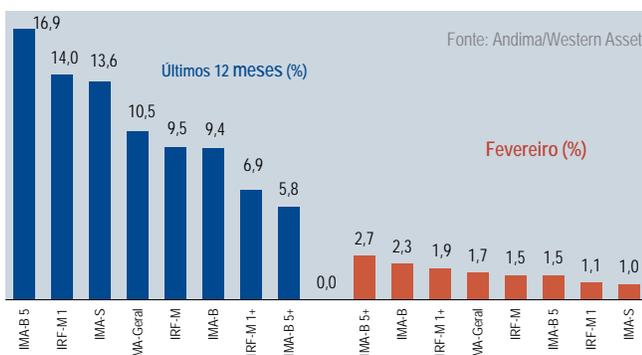
Principais contribuições para o IBRX

A recuperação da bolsa em fevereiro foi puxada pelos bancos e por Vale, em função da recuperação do preço do minério.



Renda fixa local - I

Em um mês de queda generalizada das taxas de juros, os benchmarks mais longos foram os que mais se beneficiaram.



Renda fixa local - II

O rally no mercado de renda fixa continuou em fevereiro, com a expectativa de que, talvez, em algum momento, o BC decida pelo corte da Selic.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM FEVEREIRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Os países produtores de petróleo, liderados por Arábia Saudita e Rússia, anunciaram a intenção de cortar a produção. Mesmo sem concretizar o acordo, os preços do petróleo se estabilizaram no mês.			
O ministério da Fazenda anunciou corte de R\$ 24 bilhões no orçamento de 2016, visto como insuficiente pelo mercado, e espaço fiscal para acomodar frustração de receitas, o que deixa margem para um déficit de até 1% do PIB neste ano.			
Cresceu a percepção de que o BC deve manter as taxas de juros inalteradas por um longo período, com alguma chance de corte.			
A S&P rebaixou novamente o rating soberano brasileiro (de BB+ para BB, com perspectiva negativa), decisão que surpreendeu pelo <i>timing</i> . A Moody's também surpreendeu, ao rebaixar a nota brasileira em dois níveis (igualando à nota da S&P), e manter a perspectiva negativa.			
A prisão do marqueteiro da campanha à reeleição de Dilma Rousseff em 2014, João Santana, fez aumentar em um degrau a temperatura política do impeachment.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional:

A visão da Western Asset para o Fed neste ano.

Por John Bellows, PhD – Portfolio Manager da Western Asset

Simplemente escapar da recessão provavelmente não será condição suficiente para que o Fed aumente os juros novamente em 2016. Avaliamos que o Fed manterá as taxas de juros nos atuais patamares, **a menos e até** que ocorra uma melhora substancial nos mercados de crédito e, igualmente importante, um retorno a níveis mais normais de expectativas de inflação¹. Ao mesmo tempo em que a melhora nos mercados de crédito pode ocorrer rapidamente, é possível que o estrago nas expectativas de inflação seja mais duradouro e mais difícil para o Fed lidar. Se for o caso, o Fed poderia manter as taxas de juros por um extenso período de tempo, podendo inclusive ajustar a sua mensagem de modo a enfatizar ainda mais o seu comprometimento com uma inflação mais alta.

Janet Yellen gosta muito de dizer que “a política monetária não tem curso pré-definido”. Concordamos, e os mercados também, como evidenciado pelo comportamento da parte curta da curva de juros aos acontecimentos mais recentes. Portanto, melhor do que tentar prever quando o Fed vai subir os juros, será mais instrutivo focar nas condições sob as quais o Fed aumentaria os juros novamente. Avaliamos que o Fed somente elevará os juros se as três condições seguintes se materializarem:

- **Os dados da economia norte-americana precisam ficar estáveis (não recessão).** O foco do Fed no crescimento é natural. As poucas vezes em que o Fed aumentou juros em um ambiente recessivo, o fez forçado pelo lado inflação do seu mandato (por exemplo, Paul Volcker no início dos anos 80). Recentemente, tem havido discussões sobre o mérito de se apertar a política monetária para prevenir o aumento de riscos financeiros, mas não parece haver consenso dentro do FOMC sobre esta questão. De qualquer modo, com a inflação bem abaixo do determinado em seu mandato, e com os preços dos ativos caindo (não subindo), nenhuma dessas considerações sugere uma razão para elevar juros hoje, e o Fed, portanto, permanecerá focado no crescimento como componente mais importante do seu cenário.

- **Os mercados de crédito precisam melhorar.** O Fed não elevará juros se as condições de crédito estiverem se deteriorando. Fazer isso significaria afetar negativamente tanto a confiança dos investidores quanto dos consumidores, e enviaria um indubitável sinal *hawkish*. O Fed não precisa e não deseja ser tão *hawkish*, especialmente considerando o cenário para a inflação. A decisão do Fed de não subir as taxas de juros em setembro é um bom exemplo de sua atenção às condições de crédito (ao explicar sua decisão de manter as taxas de juros em zero, o comunicado do FOMC mencionou especificamente sua preocupação com as condições financeiras e os acontecimentos internacionais).

- **As expectativas de inflação precisam subir.** A recente volatilidade dos mercados levou a mais uma queda nas expectativas de inflação. Esta é uma preocupação de primeira ordem do Fed. Como Janet Yellen disse em meados do mês, “a confiança do Comitê no cenário de inflação depende, de maneira importante, em como as expectativas de inflação de longo prazo permaneçam bem ancoradas”. Ao mesmo tempo em que é difícil dizer exatamente o que forçaria o Fed a reconhecer que as expectativas de inflação não estão “bem ancoradas”, à extraordinariamente baixa inflação implícita no mercado de TIPS², combinada com expectativas de inflação (baseadas em pesquisas) nas mínimas históricas, estão provavelmente fazendo com que o Fed fique desconfortável, e são mais uma razão para não elevar juros neste ambiente.

Neste ponto, parece muito improvável que estas três condições se materializem até a reunião de março. Entretanto, olhando para depois de março, não é difícil de ver as duas primeiras condições se confirmarem em pouco tempo. Como discutido acima, os dados de atividade econômica têm se mostrado estáveis, e mais alguns meses de estabilidade podem convencer os mercados e os membros do FOMC de que a economia dos EUA tem condições de vencer a volatilidade deste início de ano. Com relação à segunda condição, assim como os preços dos ativos de crédito recuaram de maneira intensa, podem muito bem subir de volta da mesma maneira.

A terceira condição – uma melhora nas expectativas de inflação – parece potencialmente mais problemática. Na ausência de um impulso inflacionário significativo, não está claro que a estabilidade das condições macroeconômicas seria suficiente para restaurar as expectativas de inflação. É perfeitamente possível que as expectativas permaneçam nestes níveis preocupantes, mesmo com outros aspectos do cenário se recuperando. Tal situação certamente ganharia a atenção do Fed, e mereceria algum tipo de resposta. Uma mudança fácil de implementar seria o Fed trocar o seu foco de inflação “corrente e esperada” para apenas “corrente”.

¹ Ao contrário do que vem ocorrendo no Brasil, as expectativas de inflação nos EUA e no mundo desenvolvido em geral têm ficado sistematicamente abaixo do desejado pelos Bancos Centrais. O estrago, aqui, refere-se a expectativas mais baixas do que o desejado.

² TIPS – Treasury Inflation Protected Securities. O equivalente às nossas NTN-B.

Apesar de parecer uma mudança marginal, seria uma valiosa sinalização para os mercados, e poderia significar algum suporte para as expectativas de inflação. Tal mudança tem algum apoio dentro do FOMC. De qualquer modo, será crucial observar como as expectativas de inflação evoluem, na medida em que esta pode ser a peça do quebra-cabeças que impeça o Fed de voltar a subir as taxas de juros em um futuro próximo.

Mercados Locais

Renda Fixa

Se o Copom afirmou que não é mais necessário elevar a Selic, por que o mercado duvidaria? Esta é a conclusão que podemos tirar do movimento das taxas de juros em fevereiro: a curva toda recuou, com destaque para os vencimentos mais curtos. Os contratos com vencimento em Jan2017, Jan2018 e Jan2021 caíram, respectivamente, 56 bps, 41 bps e 18 bps. Ajudou, para este comportamento, a estabilidade do câmbio, que analisaremos na próxima sessão.

Como refletido no comunicado e na ata da reunião de janeiro, o Copom aposta tudo na piora das condições globais e na recessão doméstica para a convergência da inflação. De fato, a abertura do hiato do produto não deixou de ter efeito sobre o comportamento da inflação. Podemos observar, por exemplo, que o comportamento dos preços livres vem seguindo o manual: recuaram para baixo de 8% na leitura de janeiro, patamar que não era alcançado desde meados de 2012. Este fato ganha mais destaque quando consideramos que esta foi a primeira vez, desde o final de 2003, em que este grupo de preços apresentou inflação menor que os preços administrados (+17,2%), *tradables* (+8,9%) e alimentos (+14,2%). É, sem dúvida, o efeito da recessão sobre a renda e o emprego.

O problema para o BC, no entanto, é o nível da inflação: estamos muito distantes do teto da meta, que dirá do centro da meta. O Copom claramente optou por uma convergência mais lenta, dada a impraticabilidade política de buscar convergência até o final deste ano, como era o plano no início de 2015. O problema da convergência mais lenta é que pode ser facilmente confundida com leniência, ainda mais com o histórico do atual BC. As expectativas do Focus apontam para inflação acima da meta até onde a vista alcança. Ou seja, não haveria convergência. Esta é a batalha que o BC está travando. Por enquanto, o mercado de juros comprou a ideia de que o Copom não vai mais elevar a Selic. Poderia, inclusive, decidir por iniciar um processo de relaxamento da política monetária, se o risco-país e, conseqüentemente, o câmbio, se estabilizarem nos atuais patamares.

O risco para quem se posiciona na curva de juros parece assimétrico: não haverá elevação de juros com certeza, mas não há tanta certeza, por outro lado, de que não haverá queda. Esta decisão, se e quando ocorrer, se baseará na desaceleração da atividade econômica, tanto aqui quanto lá fora. Se as expectativas para a inflação não acompanharem a visão do BC, tanto pior para as expectativas. O que aparentemente temos, no momento, é uma decisão à espera de ser tomada.

Câmbio

O Real destacou-se em fevereiro como uma das moedas que mais se valorizaram, na esteira da recuperação parcial dos preços das commodities, principalmente minério de ferro. Com exceção do iene japonês, que foi a moeda que mais se valorizou no mês, apesar dos juros negativos praticados pelo seu BC, o Real se valorizou ou ficou relativamente estável em relação a todas as moedas mais importantes. Esta é uma boa notícia para o BC: com os preços dos *tradables* atingindo 9% ao ano na última leitura do IPCA, o que menos interessa à autoridade monetária neste momento é ter mais uma rodada de desvalorização do Real.

Aparentemente, o atual nível do Real é mais do que suficiente para recuperar o déficit nas contas correntes, como temos visto pelas sucessivas surpresas positivas na balança comercial nos últimos meses. Além disso, o montante de reservas internacionais também parece suficiente para evitar um ataque especulativo contra a moeda. De qualquer forma, o atual nível das taxas de juros continua a fazer qualquer aposta vendida no Real muito cara. Somando todos estes fatores, nós não vemos o Real muito acima do presente nível em termos permanentes, a não ser que o cenário político deteriore-se ainda mais, levando o risco-país a outro patamar.

Bolsa

Com a recuperação dos preços das commodities, e o efeito da “caça às pechinhas” por parte de investidores globais, a bolsa brasileira destacou-se entre seus pares, e recuperou parte das perdas de janeiro. Mesmo assim, ainda está 15% abaixo do nível de 12 meses atrás, o que mostra que há ainda um longo caminho pela frente antes de se falar de recuperação.

Do ponto de vista fundamentalista, há pouco o que esperar. Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros nos próximos dois anos deve ser fraco. Em nosso cenário, os lucros devem crescer cerca de 15% em 2016 e 5% em 2017. Se este cenário se confirmar, o P/L da bolsa hoje, considerando os lucros de 2016, está em 14. Para manter este P/L no final de 2016 (sempre considerando o crescimento de lucros para o ano seguinte), a bolsa deveria subir 10% em 2016. Como 14 é um nível de P/L já acima da média histórica, manter este patamar já significa um objetivo bastante desafiador, a menos que ocorra uma melhora sensível do cenário econômico para 2017. Avaliamos que uma melhora sensível da percepção dos investidores, que poderia levar a um P/L ainda maior, somente ocorreria com uma mudança significativa dos rumos do governo.



Apesar de parecer uma mudança marginal, seria uma valiosa sinalização para os mercados, e poderia significar algum suporte para as expectativas de inflação. Tal mudança tem algum apoio dentro do FOMC. De qualquer modo, será crucial observar como as expectativas de inflação evoluem, na medida em que esta pode ser a peça do quebra-cabeças que impeça o Fed de voltar a subir as taxas de juros em um futuro próximo.

A nota soberana brasileira sofreu dois rebaixamentos em fevereiro: a S&P rebaixou de BB+ para BB, mantendo a perspectiva negativa, enquanto a Moody's retirou o grau de investimento, e o fez em grande estilo: rebaixou a nota em dois níveis, e ainda manteve a perspectiva negativa.

Desde a crise do subprime em 2008, a reputação das agências de rating não é das melhores. Elas erraram feio na avaliação do risco de crédito das estruturas lastreadas em créditos imobiliários, e todos os seus derivativos. No entanto, apesar de não estarem imunes a erro, as notas das agências de rating continuam sendo um parâmetro levado em consideração pelos investidores na avaliação do risco de crédito. A questão não é saber se as agências estão certas ou erradas. O que importa é observar a tendência. As agências, normalmente, apenas confirmam aquilo que o mercado já viu antes. Neste sentido, vale olhar as notas dos títulos soberanos como uma espécie de “termômetro defasado” das condições gerais de uma economia.

No gráfico acima, podemos observar a sensacional ascensão das economias do México e do Brasil, com uma diferença de 10 anos: o México começou sua escalada rumo ao grau de investimento

em 1995, e o Brasil em 2005. O México estagnou 10 anos no rating BBB+, dando tempo ao Brasil quase alcançar o mesmo nível. A partir de 2014, no entanto, a sorte dos dois países se separa: enquanto o México mergulha em mais uma rodada de reformas estruturais, o que acabou lhe valendo uma promoção para a nota A-, o Brasil insiste em políticas “desenvolvimentistas”, que fazem o país voltar 10 anos em sua saúde macroeconômica. Não à toa, voltamos a ter o mesmo rating que tínhamos em 2006.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas. Além disso, a decisão do BC de não elevar as taxas de juros ao final de Janeiro, poderia levar o mercado a refletir na curva de juros um período mais prolongado de manutenção da Selic nos patamares atuais.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados de curto prazo. No entanto, uma vez que o prêmio do vencimento Jan/17 se exauriu, migramos a posição para os vencimentos Jul/17 e Jan/18, porém, com uma pequena posição vendida no Jan/21 como forma de proteção.	+ ... positivos. As taxas de juros pré-fixadas de curto prazo voltaram a recuar no mês de Fevereiro.
... dada a ausência de liquidez dos títulos atrelados ao IGP-M, precisaríamos manter os atuais títulos na carteira.	... mantivemos os títulos atrelados ao IGP-M na carteira de modo a gerar um duration bem próximo ao IMA-C.	= ... neutros, dada a proximidade da composição do fundo em relação ao IMA-C.
... investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	... mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	- ... negativos, na medida em que o fundo Multimercado rendeu abaixo do benchmark no mês
... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	- ... negativos, na medida em que os prêmios dos ativos de crédito abriram no mês.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas. Além disso, a decisão do BC de não elevar as taxas de juros ao final de Janeiro, poderia levar o mercado a refletir na curva de juros um período mais prolongado de manutenção da Selic nos patamares atuais.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados de curto prazo. No entanto, uma vez que o prêmio do vencimento Jan/17 se exauriu, migramos a posição para os vencimentos Jul/17 e Jan/18, porém, com uma pequena posição vendida no Jan/21 como forma de proteção.	+ ... positivos. As taxas de juros pré-fixadas de curto prazo voltaram a recuar no mês de Fevereiro.
... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	- ... negativos, na medida em que os prêmios dos ativos de crédito abriram no mês.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas. Além disso, a decisão do BC de não elevar as taxas de juros ao final de Janeiro, poderia levar o mercado a refletir na curva de juros um período mais prolongado de manutenção da Selic nos patamares atuais.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados de curto prazo. No entanto, uma vez que o prêmio do vencimento Jan/17 se exauriu, migramos a posição para os vencimentos Jul/17 e Jan/18, porém, com uma pequena posição vendida no Jan/21 como forma de proteção.	+ ... positivos. As taxas de juros pré-fixadas de curto prazo voltaram a recuar no mês de Fevereiro.
... 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.	- ... negativos, na medida em que o fundo Multimercado rendeu abaixo do benchmark no mês.
... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	- ... negativos, na medida em que os prêmios dos ativos de crédito abriram no mês.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

O Banco Central, em mais uma votação dividida, manteve a taxa Selic em sua reunião de fevereiro. Apesar de dois diretores ainda terem votado pela elevação da taxa de juros, acreditamos que o aprofundamento da recessão poderá levar a autoridade monetária a cortar a Selic ainda esse ano.

Mantemos posições aplicadas na parte curta da curva de juros nominais, até 2018. No entanto, como proteção da carteira, temos posições tomadas no vértice janeiro/21.

A moeda brasileira já se desvalorizou de forma expressiva e pode se beneficiar de uma melhora da aversão ao risco global.

Devemos manter exposições oportunistas compradas em Real através de estratégias com opções.

Além de colher os frutos de um balanço macroeconômico bastante ajustado, a economia mexicana deverá se beneficiar da agenda de reformas implementadas. Adicionalmente, o governo e o Banco do México tomaram medidas para conter a desvalorização do peso, combinando apertos fiscal e monetário e venda mais agressiva da moeda americana.

Elevamos a posição estrutural comprada em Peso Mexicano.

Os fundamentos macroeconômicos da África do Sul continuam a se deteriorar, e a moeda oferece um bom *hedge* contra oscilações nos mercados emergentes.

Mantemos posição vendida no Rand Sul Africano.

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.

O presidente do BCE, Mario Draghi, sinalizou que a instituição está estudando medidas para afrouxamento monetário adicional em vista da aproximação da elevação dos juros pelo Federal Reserve.

Uma posição vendida em Euro se justifica frente à divergência de políticas monetárias entre a Zona do Euro e os EUA.

Com o Banco do Japão retomando a iniciativa de afrouxamento monetário, o Iene deverá se enfraquecer em relação ao dólar.

Uma posição vendida em Iene pode se beneficiar de uma melhora na aversão ao risco.

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.

Os múltiplos das ações americanas voltaram a patamares atrativos em comparação à média histórica e às expectativas de crescimento de lucros nos próximos anos.

Mantemos posições compradas em S&P 500.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: rentabilidade inferior ao benchmark, o qual se valorizou 5,91% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... mesmo usando premissas conservadoras, a WEG deveria performar melhor que o mercado e seus peers globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Enxergamos também a possibilidade de expansão de margens por conta do repasse de custos de matéria-prima e redução gradual de provisões trabalhistas.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em WEG.</p>	<p>... negativos. As ações da empresa se depreciaram após a publicação de um resultado aquém das expectativas do mercado. A empresa ainda não conseguiu realizar o repasse de preços conforme era esperado contribuindo para atingir uma menor margem EBITDA. Além disso, as vendas no mercado doméstico continuaram a se deteriorar.</p>
<p>...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.</p>	<p>...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN.</p>	<p>... negativos. Os papéis da companhia subiram fortemente no início de fevereiro após notícias indicando que a China pode retomar medidas de estímulo à economia e pode incentivar o corte em sua capacidade de produção de aço bruto nos próximos anos buscando atacar o excesso de oferta do mercado. A companhia também se beneficiou da recuperação no preço do minério de ferro.</p>
<p>...Valid poderia trazer uma boa diversificação ao portfólio na medida em que seu desempenho não está muito associado ao cenário macroeconômico doméstico. Além disso, a empresa possui operações no mercado norte americano e asiático que mostra potencial de crescimento interessante.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em Valid.</p>	<p>... negativos. As ações se deterioraram por conta da apreciação do Real, seguindo o movimento que prevaleceu no mercado em fevereiro com papéis das empresas que possuem exposição das receitas ao dólar.</p>
<p>...apesar de o cenário macro ser desafiador, o Bradesco apresenta visibilidade de lucros acima da média do mercado, influenciado preponderantemente pelo cenário de alta de taxas de juros, o que permite a manutenção de uma boa taxa de spread.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em Bradesco.</p>	<p>... positivos. Os papéis se valorizaram fortemente após o banco cancelar o aumento de capital no valor de R\$ 3 bilhões. Investidores que viram uma oportunidade de arbitragem com os direitos de subscrição, tiveram que correr ao mercado para comprar as ações após o anúncio do cancelamento.</p>

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade inferior ao benchmark, o qual se valorizou 5,29% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...mesmo usando premissas conservadoras, a WEG deveria performar melhor que o mercado e seus <i>peers</i> globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Enxergamos também a possibilidade de expansão de margens por conta do repasse de custos de matéria-prima e redução gradual de provisões trabalhistas.	...mantivemos posição acima do benchmark em WEG .	- ...negativos. As ações da empresa se depreciaram após a publicação de um resultado aquém das expectativas do mercado. A empresa ainda não conseguiu realizar o repasse de preços conforme era esperado contribuindo para atingir uma menor margem EBITDA. Além disso, as vendas no mercado doméstico continuaram a se deteriorar.
...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN .	- ...negativos. Os papéis da companhia subiram fortemente no início de fevereiro após notícias indicando que a China pode retomar medidas de estímulo à economia e pode incentivar o corte em sua capacidade de produção de aço bruto nos próximos anos buscando atacar o excesso de oferta do mercado. A companhia também se beneficiou da recuperação no preço do minério de ferro.
...a exposição de cerca de 70% da receita da Tupy denominada em moedas fortes (tanto por operações no exterior como por exportações a partir do Brasil) mais do que compensaria a fraqueza do mercado automobilístico brasileiro. 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 .	- ...negativos. As ações voltaram a sofrer com a valorização do Real ao longo do mês. Além disso, os dados sobre o mercado automobilístico brasileiro seguem fracos, com o estoque nas fábricas praticamente estável em níveis elevados segundo a Anfavea, mostrando que a demanda interna continua deprimida.
...apesar de o cenário macro ser desafiador, o Bradesco apresenta visibilidade de lucros acima da média do mercado, influenciado preponderantemente pelo cenário de alta de taxas de juros, o que permite a manutenção de uma boa taxa de spread.	...mantivemos posição acima do benchmark em Bradesco .	+ ...positivos. Os papéis se valorizaram fortemente após o banco cancelar o aumento de capital no valor de R\$ 3 bilhões. Investidores que viram uma oportunidade de arbitragem com os direitos de subscrição, tiveram que correr ao mercado para comprar as ações após o anúncio do cancelamento.

FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: em geral, tiveram rentabilidade inferior ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 5,91% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>...mesmo usando premissas conservadoras, a WEG deveria performar melhor que o mercado e seus <i>peers</i> globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Enxergamos também a possibilidade de expansão de margens por conta do repasse de custos de matéria-prima e redução gradual de provisões trabalhistas.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em WEG.</p>	<p>...negativos. As ações da empresa se depreciaram após a publicação de um resultado aquém das expectativas do mercado. A empresa ainda não conseguiu realizar o repasse de preços conforme era esperado contribuindo para atingir uma menor margem EBITDA. Além disso, as vendas no mercado doméstico continuaram a se deteriorar.</p>
<p>...Valid poderia trazer uma boa diversificação ao portfólio na medida em que seu desempenho não está muito associado ao cenário macroeconômico doméstico. Além disso, a empresa possui operações no mercado norte americano e asiático que mostra potencial de crescimento interessante.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em Valid.</p>	<p>...negativos. As ações se deterioraram por conta da apreciação do Real, seguindo o movimento que prevaleceu no mercado em fevereiro com papéis das empresas que possuem exposição das receitas ao dólar.</p>
<p>...os papéis da AES Tietê recentemente sofreram devido ao temor de que o impacto da queda do preço do mercado à vista de energia, poderia afetar os resultados da empresa. Entretanto, a companhia vem tomando medidas para mitigar esta exposição e, em nossa visão, a tese de preços de energia estruturalmente mais elevado no longo prazo continua valendo, o que sustenta a posição no papel.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em AES Tietê.</p>	<p>...positivos. As ações da companhia de comportaram positivamente no período após a publicação dos dados referentes ao 4º Trim 15 mostrar a receita e EBITDA um pouco acima das expectativas do mercado. Além disso, a empresa voltou a anunciar pagamento de dividendos após um trimestre sem distribuição.</p>

FUNDOS DIVIDENDOS: em geral, tiveram rentabilidade inferior ao benchmark, o qual se valorizou 8,19% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>...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.</p>	<p>...mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale.</p>	<p>- ...negativos. Os papéis da Vale se valorizaram seguindo a recuperação dos preços do minério de ferro.</p>
<p>...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.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em AMBEV.</p>	<p>- ...negativos. As ações da empresa se desvalorizaram após a divulgação dos dados do 4º Trim 15, os quais ficaram abaixo do esperado pelo mercado. O volume de vendas no Brasil se mostrou fraco e houve uma inesperada compressão de margem.</p>
<p>...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 que poderia se traduzir em um forte desembolso de caixa para uma instituição com situação de capital apertada.</p>	<p>...mantivemos posição abaixo do benchmark em Banco do Brasil.</p>	<p>+ ...positivos. Os papéis do banco foram impactados negativamente após a publicação dos resultados referentes ao 4º Trim 15. Além do lucro ficar aquém das expectativas, a qualidade dos créditos mostrou uma deterioração relevante, com aumento de renegociações e inadimplência.</p>

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	Identificamos um cenário mais desafiador para a qualidade das carteiras de crédito dos bancos. 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, acreditamos que os spreads bancários se mantenham em níveis altos durante esse período desfavorável, atenuando os efeitos negativos acima citados. Além disso, as instituições já vem constituindo provisões consideráveis nos últimos trimestres, contando hoje com índices de cobertura bastante confortáveis. Reduzimos nossas expectativas de crescimento de lucros para algo próximo de 0% 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 abaixo de 7x, o que consideramos muito baixo dada a solidez de seus balanços, sua estrutura confortável de capital e sua rentabilidade ainda bem alta (ROEs próximos de 20%).
Cíclicos Globais	Abaixo do benchmark	Nossa posição está dividida em 3 partes: uma aposta em Tupy (TUPY), por sua exposição ao mercado externo, em especial americano, e seu sólido balanço. Adicionalmente, voltamos a aumentar nossa posição em papel e celulose através da Klabin. 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. No caso específico de Klabin, pesa também a iminente entrada em operação do projeto Puma, que contribuirá sobremaneira com a geração de caixa da empresa. 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. Além disso, temos visão positiva para o preço internacional do açúcar, o que deve contribuir de forma material com os resultados da empresa. 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	Acima do benchmark	Pretendemos manter uma posição abaixo do benchmark no segmento, concentrada no setor 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 Lojas Renner (LREN) e BVVF, 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	Nossa posição se divide em 2 grandes blocos. Acima do benchmark em telecom, via Vivo (VIVT), por acreditarmos que a companhia apresenta valuation atrativo, que não reflete os potenciais de ganho com a consolidação da GVT. Abaixo do benchmark no setor elétrico. Avaliamos que a expectativa de fraca demanda após a deterioração no ambiente macro e a alta de preços de energia deve pesar sobre as distribuidoras. Nossa única posição está em geração, via AES Tietê Energia (TIET). O papel sofreu devido ao temor do impacto da queda do preço do mercado à vista de energia, que poderia afetar seus resultados. Entretanto, a companhia vem tomando medidas para mitigar esta exposição e, em nossa visão, a tese de preços de energia estruturalmente mais elevado no longo prazo continua valendo, o que sustenta a posição no papel.
Defensivos Domésticos	Abaixo do benchmark	Mantemos nossa posição neste segmento através, principalmente, de WEG (WEGE) e BB Seguridade (BBSE). Em seguros, acreditamos que os fundamentos do setor de seguros continuam sólidos, com destaque para a baixa penetração destes produtos no país. Já no caso de WEG, mesmo usando premissas conservadoras, acreditamos que a empresa deva performar melhor que o mercado e seus peers globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. 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 negativo sobre os portfólios balanceados.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o cenário de curto prazo continuaria inspirando cuidados para o investimento em renda variável. 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.	- ...negativos. O índice IBrX apresentou desempenho superior à renda fixa no mês de fevereiro.

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

Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br – 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.

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - 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.