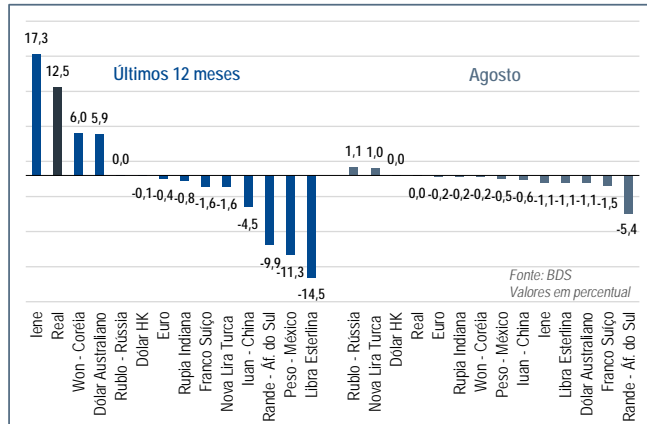


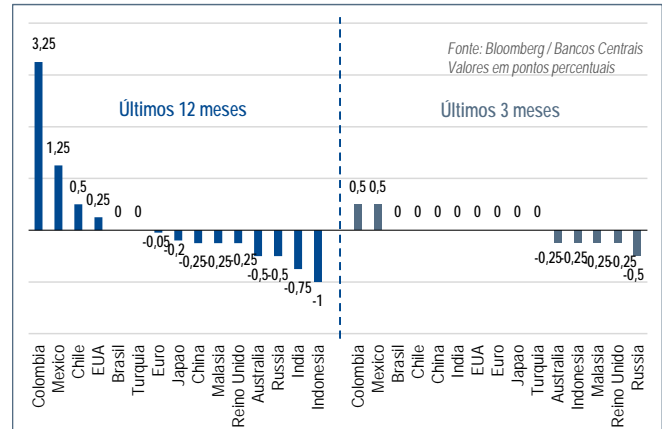
### Moedas (contra o dólar)

O Real é destaque de valorização nos últimos 12 meses, graças à virada política. No mês, permaneceu estável.



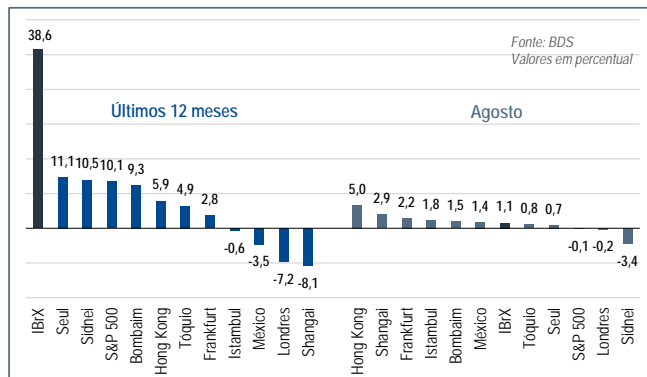
### Taxas básicas de juros - variação

O BC brasileiro continua parado. Agora, são outros países latino-americanos (Colômbia e México) que vêm subindo os juros.



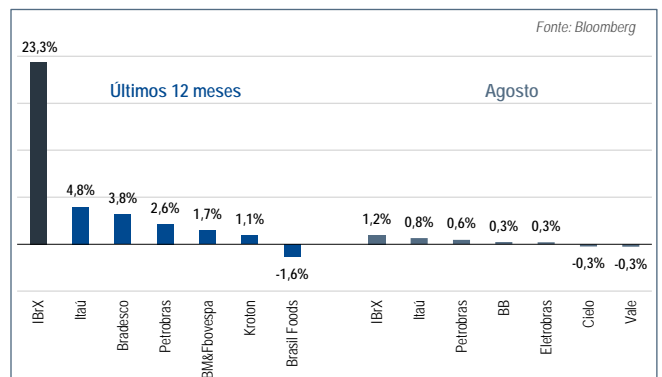
### Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira é, de longe, a campeã de rentabilidade nos últimos 12 meses, fruto da antecipação da recuperação da atividade econômica.



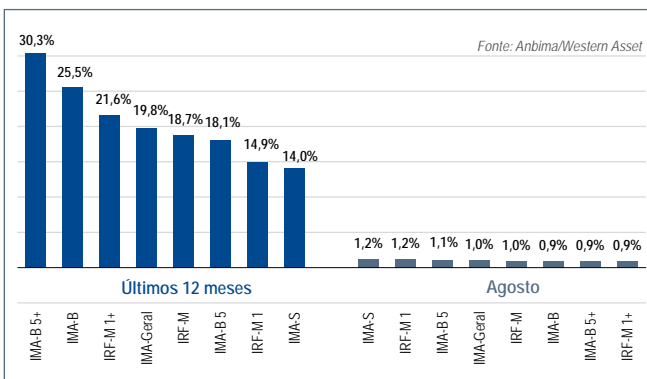
### Principais contribuições para o IBRX

Um mês morno para a bolsa, novamente com destaque positivo para bancos e estatais.



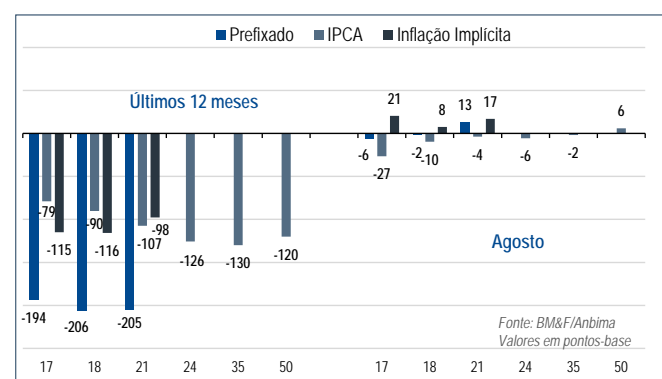
### Renda fixa local - I

Em um mês levemente positivo, o destaque vai para o IMA-S, que teve performance destacada em função do número de dias úteis.









### Renda fixa local - II

Destaque para a elevação da inflação implícita, refletindo a dificuldade em desidratar as expectativas de inflação.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JUNHO

|   | Renda Fixa  | Câmbio  | Bolsa   |
|---|---|---|---|
| O avanço da agenda do impeachment ao longo do mês favoreceu os mercados.  |  |  |  |
| Oficiais do Fed fizeram declarações ambíguas na Conferência de Jackson Hole, procurando deixar claro que as portas estão abertas para aumentar os juros a qualquer momento, a depender dos dados. |  |  |  |

## O QUE ESPERAMOS

### *Cenário Internacional:*

Os mercados colocaram as barbas de molho após os discursos de Janet Yellen e, principalmente, de Stanley Fisher (ambos membros votantes do FOMC<sup>1</sup>) na conferência de Jackson Hole. Até então, a curva de juros embutia um certo consenso de que não haveria aumento dos Fed Funds<sup>2</sup> na reunião do FOMC de setembro e, principalmente, a elevação dos juros seria muito parcimoniosa ao longo dos próximos trimestres. Esta convicção havia sido construída a partir dos dados de atividade e, principalmente, da inflação corrente. Stanley Fisher, no entanto, declarou que o aumento de juros em setembro seria uma “possibilidade” e que um número de “payroll” mais forte neste mês poderia eventualmente levar a esta decisão. Em nossa opinião, é difícil imaginar que um simples número possa levar o Fed a esta atitude. A análise a seguir procura desenvolver esta ideia, e está baseada nos comentários que John Bellows, Portfolio Manager e Research Analyst da Western Asset, e especialista em assuntos relacionados ao Fed, têm feito a respeito do assunto. Nela, descrevemos os três fatores em que se baseiam o nosso cenário de “taxas de juros baixas por um longo tempo”.

1) **Inflação:** apesar de alguma recuperação nos últimos meses, baseada no enfraquecimento do câmbio e na recuperação dos preços do petróleo, as expectativas para a inflação futura, embutida nas curvas de juros, continuam muito baixas. São dois os prováveis motivos para este comportamento: i) as perspectivas para a inflação global continuam muito baixas, principalmente nos países desenvolvidos e ii) o crescimento dos salários tem surpreendido negativamente, apesar do nível de desemprego estar em seu patamar mais baixo em anos. Este é um fenômeno que tem intrigado os analistas, e que talvez possa ser explicado pela baixa produtividade causada pela migração de trabalhadores da indústria para o setor de serviços e pela competição de migrantes, além do aumento da desigualdade de renda. A julgar pela evolução das declarações de Janet Yellen a respeito do tema, a baixa inflação ganhou espaço entre as preocupações do Fed.

2) **Crescimento:** a surpresa tem sido a baixa produtividade da economia norte-americana. O emprego está em alta, mas não o crescimento econômico. Apenas para comparar, a produtividade cresceu 2% ao ano entre 1950 e 2000, e 3% ao ano entre 2000 e 2005. Nos últimos 5 anos, no entanto, a produtividade cresceu meros 0,5% ao ano. Isto é importante porque a produtividade é um fator fundamental para o aumento dos salários. Esta queda na produtividade é possivelmente consequência do baixo nível de investimento das empresas neste período, em função da crise. A baixa produtividade tem duas implicações

<sup>1</sup> FOMC: Federal Open Market Committee, o equivalente ao nosso COPOM.

<sup>2</sup> Fed Funds: o equivalente à nossa taxa Selic

importantes para a política monetária: i) quanto mais baixo o crescimento da produtividade, menor a taxa de juros necessária para manter a economia em equilíbrio e ii) qualquer aumento do investimento em capital, a partir desses patamares baixos, poderia afetar negativamente o emprego, ameaçando o consumo e a própria recuperação da atividade econômica. Estes dois fatores recomendam uma política monetária mais frouxa.

3) **Riscos assimétricos:** este fator se refere ao fato de que o Fed poderia responder perfeitamente a choques positivos na inflação ou crescimento, mas o mesmo não se daria para os choques negativos. Em outras palavras, o Fed poderia subir os juros para combater a inflação, mas não conseguiria derrubar os juros (pois já estão em patamares muito baixos) para combater desinflação. Neste contexto, é melhor ser mais cauteloso no aumento dos juros.

Considerando estes fatores, avaliamos que é pouco provável o Fed aumentar as taxas de juros agora em setembro, e o aumento em dezembro dependerá de desenvolvimentos positivos nas expectativas de inflação e nos dados de crescimento econômico.

### *Mercados Locais*

#### Renda Fixa

Em um mês morno, os eventos mais marcantes para o mercado de renda fixa ocorreram na última semana: os comentários de Stanley Fisher, do Fed, indicando que um aumento das taxas de juros norte-americanas em setembro não está descartado, e o comunicado do Copom. No primeiro caso, houve alguma reação negativa, mas que não durou dois dias. No segundo caso, o mês já havia se encerrado quando o Copom emitiu o seu comunicado. Assim, não é de se estranhar que as taxas de juros pouco tenham se movimentado, e os IMAs tenham todos terminado o mês ao redor do CDI.

As políticas monetárias norte-americanas e domésticas determinarão o comportamento dos juros locais nos próximos meses. Sobre a primeira, discutimos na sessão anterior. Se o nosso cenário estiver correto (taxas de juros baixas por um tempo ainda longo), haverá espaço para quedas adicionais das taxas de juros locais, principalmente nos vencimentos mais longos.

Com relação à política monetária doméstica, vejamos o que o comunicado pós reunião do Copom nos diz. Comparando-se com o comunicado da reunião anterior, este estabelece as condições sob as quais o Comitê estaria disposto a iniciar o processo de flexibilização da política monetária. Neste sentido, este comunicado

foi ligeiramente mais “dovish” do que o anterior, que havia fechado completamente as portas para corte de juros. Por outro lado, estas três condições não parecem triviais: i) que o choque de alimentos se dissipe; ii) que o atual nível de taxa de juros seja capaz de trazer os componentes mais sensíveis à política monetária (ex.: preços de serviços) para níveis mais próximos da meta e iii) que as medidas fiscais avancem no Congresso. Se as duas primeiras condições parecem realizáveis (na verdade já estão a caminho, ainda que lentamente), a principal dúvida reside na terceira condição: não tanto se vai se realizar, mas qual seria exatamente o avanço exigido pelo BC na agenda das reformas para considerar que este quesito foi satisfeito. Sabemos que estas medidas são de tramitação complexa, com várias etapas e envolvendo muita negociação. Difícil saber qual o índice de “sucesso” na aprovação dessas medidas que faria o BC sentir-se confortável em começar o ciclo de afrouxamento monetário. Mais provavelmente, a própria reação do mercado aos avanços (ou retrocessos) nesta matéria poderá servir de base para esta avaliação do BC.

Nosso cenário-base é de que o BC terá espaço para começar a cortar a Selic a partir do Copom de novembro, o último do ano. Este movimento responderá a uma evolução benigna da inflação e das medidas do ajuste fiscal, o que deve também continuar beneficiando a parte mais longa das curvas de juros.

## Câmbio

Apesar de ter se desvalorizado ligeiramente em relação ao dólar em agosto, o real continua sendo destaque de valorização no mercado internacional, perdendo apenas em relação ao iene japonês. As mesmas forças continuam atuando para a valorização do real: a expectativa da continuidade de uma política monetária frouxa nos EUA, taxas de juros domésticas em níveis altos, e melhora do ambiente político. Além disso, pela primeira vez em muitos anos, o BC vem atuando neste mercado de maneira previsível, revertendo diariamente US\$ 500 milhões em swaps. Desta forma, o estoque de swaps deve ser liquidado em aproximadamente 4 meses, sem que o nível do câmbio seja afetado por esta operação. Temos, portanto, o mais próximo do que poderia ser considerada uma flutuação limpa.

Neste contexto, é possível que ocorram novas valorizações da moeda, pois as forças citadas acima devem atuar por mais algum tempo. Pode ser, inclusive, que o BC queira o real em um nível mais valorizado, para facilitar a sua tarefa de trazer a inflação para a meta em 2017.

## Bolsa

Em um mês de baixa volatilidade, a bolsa subiu em linha com o CDI, com destaque novamente para as estatais, que continuam se beneficiando da perspectiva de uma melhor governança.

Em nosso cenário atual, estimamos crescimento dos lucros em cerca de 15% em 2016, 21% em 2017 e 25% em 2018. Se este cenário se confirmar, o P/L da bolsa no final de agosto, considerando o crescimento de lucros nos próximos 12 meses, estava em aproximadamente 15. Para manter este mesmo nível de P/L daqui a um ano (em agosto de 2017), considerando o crescimento de lucros para os 12 meses seguintes (até agosto de 2018), a bolsa deveria subir 28% nos próximos 12 meses, o que nos parece factível.

**CARTEIRAS DE RENDA FIXA:** de maneira geral, apresentaram performance **acima** do benchmark.

| Pensávamos que...   | Portanto nós...  | E os resultados foram...  |
|---|--|---|
| ...por conta dos fundamentos econômicos fracos, do provável recuo da percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento do processo de Impeachment e da continuidade dos estímulos monetários por parte dos bancos centrais principais, as taxas de juros poderiam ceder, principalmente em suas porções mais longas. | ... movimentamos parcelas adicionais das exposições pré-fixadas e atreladas ao IPC-A para vencimentos mais longos, concentrando exposições no pré-fixado jan/21 e nas NTN-Bs com vencimento em 2050. | ...negativos. Apesar da melhora da percepção de risco dos investidores globais sobre o Brasil e a expectativa de melhora da condução macro econômica em função da finalização do processo de impeachment, as declarações do FED fizeram com que o mercado elevasse suas expectativas de alta das taxas de juros nos EUA, impactando as taxas de juros longas no Brasil. |
| ...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.  | + ... positivos, uma vez que os movimentos dos prêmios dos ativos de crédito favoreceram a performance do portfólio   |

## Investimentos Estruturados

| Pensávamos que...   | Portanto nós...   | E os resultados foram...  |
|---|---|---|
| ... fundos Multimercados Macro poderiam se beneficiar da melhora de percepção de risco local por conta da melhor condução macro-econômica do governo Temer.             | ...mantivemos a exposição dos produtos aos ativos locais que poderiam se beneficiar da melhora de percepção de risco local, notadamente juros nominais e reais de longo prazo. Além disso, mantivemos posições aplicadas em bolsa local e numa carteira de moedas para diversificar a exposição dos fundos. | ...negativos. Apesar da melhora da percepção de risco dos investidores globais sobre o Brasil e a expectativa de melhora da condução macro econômica em função da finalização do processo de impeachment, as declarações do FED fizeram com que o mercado elevasse suas expectativas de alta das taxas de juros nos EUA, impactando os mercados de risco globais. |
| ...fundo Multimercado Long & Short neutro poderia ser uma boa opção de diversificação, dada a sua baixa correlação com os demais ativos de renda fixa e renda variável. | ...mantivemos posições diversificadas, procurando explorar os desempenhos relativos dos papéis comprados e vendidos na carteira do fundo.   | ... positivos, na medida em que o fundo rendeu acima do CDI no mês, beneficiado pelas escolhas relativas entre as posições aplicadas e vendidas.  |

## Investimentos no Exterior

| Pensávamos que...  | Portanto nós...   | E os resultados foram...  |
|--|---|---|
| ...uma carteira de BDRs ativa poderia se mostrar uma boa forma de explorar oportunidades no mercado acionário americano e ainda prover exposição à variação cambial.   | ...mantivemos posições compradas em BDRs de empresas "Large Caps" que julgamos ter potencial de crescimento.                    | ...negativos. O desempenho das ações representadas pelos BDRs também acabou subtraindo valor e o fundo apresentou um retorno nominal negativo, impactando também pelo câmbio. |
| ...o fundo Multimercado Global com posições ativas em juros e moedas, com hedge cambial (sem variação cambial entre USD e R\$) poderia ser uma boa alternativa para aproveitar oportunidades no mercado de renda fixa global como forma de diversificação dos portfólios locais. | ...mantivemos posições diversificadas, procurando explorar o desempenho dos mercados globais tanto de crédito quanto soberanos. | ... positivos, na medida em que a combinação de estratégias globais adicionou valor ao fundo que rendeu acima do CDI no mês.  |

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

Embora o Banco Central tenha enumerado as condicionantes do início de um ciclo de corte de juros no seu último comunicado, acreditamos que as condições para esse corte ainda não estarão presentes em outubro. Pelo lado global, a liquidez abundante continua a estimular aportes de recurso e otimismo nos diversos mercados de risco, embora preocupações com a magnitude das políticas de estímulo tenham entrado no radar dos mercados.

Continuamos movendo as posições da parte intermediária da curva pré fixada para vértices mais longos.

A moeda brasileira apresentou pequena desvalorização ao longo do mês de maio em virtude das incertezas de um possível aumento de juros nos EUA no mês de junho.

Mantemos posições defensivas em Real através de uma operação comprada em volatilidade, mas abrimos uma pequena posição comprada em Real após a confirmação do governo Temer.

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

Continuamos com posição 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.

Mantivemos posição vendida no Rand-Sul Africano.

A economia europeia continua demandando estímulos monetários, que deverão levar a desvalorizações adicionais do Euro. Além disso, a moeda europeia poderá se desvalorizar em cenários de maior austeridade monetária vindos dos EUA.

Mantemos uma posição compensatória vendida em Euro.

Com a melhora das perspectivas macroeconômicas decorrentes da mudança de governo, as ações podem apresentar recuperação de múltiplos antecipando melhoras nos resultados.

Aumentamos a posição comprada em Ibovespa, com proteção através de venda de S&P 500.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

Mudança de governo implica em ajustes na política econômica. O governo tem intenção de propor ao congresso reformas econômicas que se aprovadas poderão melhorar as condições econômicas do País. O mercado já vem precificando um relevante choque positivo de credibilidade.

Cenário permanece muito desafiador. Mesmo com a sinalização positiva da nova equipe econômica, a situação macroeconômica do país ainda é muito preocupante. Inflação elevada, situação fiscal desastrosa (com a relação dívida / PIB em ascensão) e a maior recessão da história do Brasil tornam a transição para um equilíbrio macroeconômico mais difícil. A queda na arrecadação do governo continua a assombrar o ano.

Autoridade monetária dos EUA próxima de mudança. O FED vem sinalizando aumentos gradativos de juros que tem sido postergados mas continuam na pauta. O mercado espera que esses ajustes sejam bem graduais. Os efeitos secundários do Brexit continuam a ser tratados pelo mercado com cautela.

## Estratégias

Os fundos multimercados tem se posicionado aplicados em juros, tanto nominais, como reais. A inflação corrente ainda é elevada e suscita riscos relevantes para a política monetária. A expectativa é que a decisão de reformas importantes fique para o período pós eleições municipais e sua aprovação pode levar a uma queda tanto no nível, como na inclinação da curva de juros. Como os riscos são ainda elevados, parte da exposição dá-se por títulos indexados à inflação, os quais tendem a oferecer alguma defesa em momentos de estresse no mercado.

Como forma de tentar encontrar alguma defesa para uma piora na avaliação de risco pelos investidores, os fundos multimercados permaneceram comprados em dólares e vendidos em Real. Além disso, os fundos também mantêm uma exposição comprada em volatilidade de cambio via opções com vencimento em dezembro.

Os fundos Multimercados tem mantido uma posição levemente comprada em dólares, por entendermos que a proximidade de um ajuste e as perspectivas favoráveis para a economia dos EUA podem justificar uma valorização da moeda Americana.



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

Pensávamos que...

Portanto nós...

E os resultados foram...

... o mercado acionário brasileiro tinha forte potencial de apreciação por conta da: i) proximidade e quase certeza de materialização do impeachment da Presidente Dilma Rousseff em meados de agosto; ii) formação de uma equipe econômica muito forte pelo presidente interino Michel Temer; iii) apresentação de uma agenda parlamentar positiva, incluindo teto de despesas públicas e início dos debates sobre previdência; e iv) menor probabilidade do início do aperto monetário nos EUA por conta de dados de mercado de trabalho ainda fracos.

... mantivemos nossa exposição acima do ponto neutro em renda variável.

-

... negativos. O índice IBrX apresentou desempenho inferior à renda fixa no mês de agosto.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA:** em geral, tiveram rentabilidade **superior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 1,03% no mês.

| Pensávamos que...  | Portanto nós...  | E os resultados foram...  |
|--|--|---|
| <p>... a definição por parte do ministro de Minas e Energia sobre os valores residuais no processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL e a confirmação de Wilson Ferreira na presidência da companhia, o qual pode dar prosseguimento a reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.</p>  | <p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Eletrabras</b>.</p>         | <p>... positivos. As ações reagiram positivamente à notícia de que a empresa pretende estender o prazo para entrar em acordo com a Petrobras a respeito do pagamento da dívida de R\$ 5,5 bilhões referente ao fornecimento de combustível em 2015. O objetivo segundo a companhia é adequar os valores ao fluxo de caixa sem penalizar o pagamento de outro débito entre as empresas, o qual já vem sendo pago mensalmente e possui valor atualizado de aproximadamente R\$ 10,2 bilhões.</p>  |
| <p>... O problema da alavancagem financeira da Metalurgica Gerdau (GOAU) foi tratado em duas operações em 2016, por uma capitalização direta na empresa e mais recentemente pela emissão de debêntures conversíveis em ações da Gerdau de posse da GOAU. Nesse sentido entendemos que a Metalurgica Gerdau é uma posição que pode se beneficiar de uma eventual volta à normalidade da economia brasileira e também de uma eventual queda futura nas taxas de juros.</p>                                 | <p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Metalurgica Gerdau</b>.</p> | <p>... positivos. As ações se beneficiaram após a empresa reportar um sólido resultado acima das expectativas do mercado com um crescimento da margem EBITDA de 29% em relação ao trimestre anterior. O resultado ainda mostrou uma queda acentuada no nível de alavancagem, de 4,1x para 3,6x, uma forte geração de caixa e uma expansão de lucro significativa em mercados relevantes.</p>  |
| <p>... apesar do cenário macro desafiador, o Itaú tem um balanço muito forte, management competente e pouca pressão da competição por conta da estrutura setorial. A atividade econômica fraca tem dificultado o crescimento da carteira de crédito acarretando deterioração de sua qualidade, mas nós acreditamos que isso possa ser ao menos parcialmente compensado pela manutenção de spreads em níveis altos, forte controle de despesas e um crescimento ainda saudável de serviços bancários.</p> | <p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Itaú</b>.</p>               | <p>... positivos. Os papéis foram impactados de maneira positiva após o banco entregar um bom resultado referente ao 2º Trim 16. Os números superaram as expectativas dos analistas principalmente por conta do forte resultado da tesouraria e da utilização de um excesso de provisões no valor de R\$ 762 milhões, mantendo um valor justo de cobertura para inadimplência. O resultado mostrou ainda números saudáveis referentes as métricas de qualidade dos ativos com os empréstimos não-performados de 90 dias crescendo apenas 0,1% no trimestre.</p> |

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX:** em geral, tiveram rentabilidade superior ao benchmark, o qual se valorizou 1,12% no mês.

| Pensávamos que...  | Portanto nós...  | E os resultados foram...  |
|--|--|---|
| <p>... O problema da alavancagem financeira da Metalurgica Gerdau (GOAU) foi tratado em duas operações em 2016, por uma capitalização direta na empresa e mais recentemente pela emissão de debêntures conversíveis em ações da Gerdau de posse da GOAU. Nesse sentido entendemos que a Metalurgica Gerdau é uma posição que pode se beneficiar de uma eventual volta à normalidade da economia brasileira e também de uma eventual queda futura nas taxas de juros.</p>                                 | <p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Metalurgica Gerdau.</b></p> | <p>... positivos. As ações se beneficiaram após a empresa reportar um sólido resultado acima das expectativas do mercado com um crescimento da margem EBITDA de 29% em relação ao trimestre anterior. O resultado ainda mostrou uma queda acentuada no nível de alavancagem, de 4,1x para 3,6x, uma forte geração de caixa e uma expansão de lucro significativa em mercados relevantes.</p>  |
| <p>... a definição por parte do ministro de Minas e Energia sobre os valores residuais no processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL e a confirmação de Wilson Ferreira na presidência da companhia, o qual pode dar prosseguimento a reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.</p>  | <p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Eletrobras.</b></p>         | <p>... positivos. As ações reagiram positivamente à notícia de que a empresa pretende estender o prazo para entrar em acordo com a Petrobras a respeito do pagamento da dívida de R\$ 5,5 bilhões referente ao fornecimento de combustível em 2015. O objetivo segundo a companhia é adequar os valores ao fluxo de caixa sem penalizar o pagamento de outro débito entre as empresas, o qual já vem sendo pago mensalmente e possui valor atualizado de aproximadamente R\$ 10,2 bilhões.</p>  |
| <p>... apesar do cenário macro desafiador, o Itaú tem um balanço muito forte, management competente e pouca pressão da competição por conta da estrutura setorial. A atividade econômica fraca tem dificultado o crescimento da carteira de crédito acarretando deterioração de sua qualidade, mas nós acreditamos que isso possa ser ao menos parcialmente compensado pela manutenção de spreads em níveis altos, forte controle de despesas e um crescimento ainda saudável de serviços bancários.</p> | <p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Itaú.</b></p>               | <p>... positivos. Os papéis foram impactados de maneira positiva após o banco entregar um bom resultado referente ao 2º Trim 16. Os números superaram as expectativas dos analistas principalmente por conta do forte resultado da tesouraria e da utilização de um excesso de provisões no valor de R\$ 762 milhões, mantendo um valor justo de cobertura para inadimplência. O resultado mostrou ainda números saudáveis referentes as métricas de qualidade dos ativos com os empréstimos não-performados de 90 dias crescendo apenas 0,1% no trimestre.</p> |
| <p>... os preços das ações da BM&amp;F Bovespa já estavam refletindo um cenário bastante adverso para o mercado acionário. Com isso, apresentavam um <i>valuation</i> atrativo e uma boa oportunidade de diversificação em uma carteira mais defensiva.</p>  | <p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>BM&amp;F Bovespa</b></p>    | <p>... negativos. Os papéis da BM&amp;F se depreciaram com as notícias publicadas referentes ao julgamento do caso da empresa no CARF relacionado ao ágio gerado no ato da incorporação da Bovespa. O caso envolve um total de R\$ 1.137 milhões.</p>   |

**FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO:** em geral, tiveram rentabilidade superior ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 1,03% no mês.

| Pensávamos que...  | Portanto nós...  | E os resultados foram...   |
|--|--|--|
| <p>... a definição por parte do ministro de Minas e Energia sobre os valores residuais no processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL e a confirmação de Wilson Ferreira na presidência da companhia, o qual pode dar prosseguimento a reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.</p>  | <p>... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em <b>Eletrobras</b></p>        | <p>... positivos. As ações reagiram positivamente à notícia de que a empresa pretende estender o prazo para entrar em acordo com a Petrobras a respeito do pagamento da dívida de R\$ 5,5 bilhões referente ao fornecimento de combustível em 2015. O objetivo segundo a companhia é adequar os valores ao fluxo de caixa sem penalizar o pagamento de outro débito entre as empresas, o qual já vem sendo pago mensalmente e possui valor atualizado de aproximadamente R\$ 10,2 bilhões.</p>                                 |
| <p>... O problema da alavancagem financeira da Metalurgica Gerdau (GOAU) foi tratado em duas operações em 2016, por uma capitalização direta na empresa e mais recentemente pela emissão de debêntures conversíveis em ações da Gerdau de posse da GOAU. Nesse sentido entendemos que a Metalurgica Gerdau é uma posição que pode se beneficiar de uma eventual volta à normalidade da economia brasileira e também de uma eventual queda futura nas taxas de juros.</p>   | <p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Metalurgica Gerdau.</b></p>             | <p>... positivos. As ações se beneficiaram após a empresa reportar um sólido resultado acima das expectativas do mercado com um crescimento da margem EBITDA de 29% em relação ao trimestre anterior. O resultado ainda mostrou uma queda acentuada no nível de alavancagem, de 4,1x para 3,6x, uma forte geração de caixa e uma expansão de lucro significativa em mercados relevantes.</p>   |
| <p>... o crescimento, mesmo que desacelerado da frota de veículos, as melhores perspectivas do mercado de etanol e os melhores preços internacionais de açúcar mostravam a Cosan como uma boa opção de investimento.</p>   | <p>... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em <b>Cosan.</b></p>            | <p>... positivos. As ações reagiram positivamente à divulgação dos resultados da Cosan. A empresa mostrou bons números da primeira à última linha, com o EBITDA crescendo acima de 30% a.a., impactados principalmente pela melhor performance da Raizen Energia, apesar do ambiente desafiador do setor. Além disso, a empresa reduziu sua alavancagem, a qual poderia ter caído ainda mais se não fosse o forte pagamento de dividendos, confirmando que a histórica de desalavancagem da companhia está caminhando bem.</p> |
| <p>... o modelo de negócios das Lojas Americanas, com mix diversificado de produtos, baixo ticket médio, baixa dependência de crédito, controle estrito de custo e forte atuação em eventos festivos, associado à uma execução digna de nota, se traduzem em uma habilidade de crescer as vendas por loja, margens e de expandir retornos de forma consistente por um longo período de tempo. Além disso, sua operação online vem mostrando os primeiros sinais de melhoria em termos de rentabilidade e uso de capital de giro.</p> | <p>... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em <b>Lojas Americanas.</b></p> | <p>... positivos. A companhia reportou resultados referentes ao 2º Trim 16 superiores aos números aguardados pelo mercado, mostrando um crescimento de 259 pontos-base na margem EBITDA apesar do aumento de impostos advindos de três fontes. Por conta do ambiente difícil, a empresa adotou a estratégia de priorizar as margens aos invés das vendas. Adicionalmente, alguns sinais de melhora apareceram com relação ao desempenho da B2W com uma melhor inserção no mercado e um crescimento da margem operacional.</p>  |

## FUNDO LONG &amp; SHORT: entabilidade superior ao CDI.

| Pensávamos que...  | Portanto nós...   | E os resultados foram...   |
|--|---|--|
| <p>... O problema da alavancagem financeira da Metalurgica Gerdau (GOAU) foi tratado em duas operações em 2016, por uma capitalização direta na empresa e mais recentemente pela emissão de debêntures conversíveis em ações da Gerdau de posse da GOAU. Nesse sentido entendemos que a Metalurgica Gerdau é uma posição que pode se beneficiar de uma eventual volta à normalidade da economia brasileira e também de uma eventual queda futura nas taxas de juros.</p> | <p>... montamos posição <i>long</i> em <b>GOAU4</b></p>   | <p>... positivos. As ações se beneficiaram após a empresa reportar um sólido resultado acima das expectativas do mercado com um crescimento da margem EBITDA de 29% em relação ao trimestre anterior. O resultado ainda mostrou uma queda acentuada no nível de alavancagem, de 4,1x para 3,6x, uma forte geração de caixa e uma expansão de lucro significativa em mercados relevantes.</p>   |
| <p>... a definição por parte do ministro de Minas e Energia sobre os valores residuais no processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL e a confirmação de Wilson Ferreira na presidência da companhia, o qual pode dar prosseguimento a reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.</p>  | <p>... montamos posição <i>long</i> em <b>ELET3</b></p>   | <p>... positivos. As ações reagiram positivamente à notícia de que a empresa pretende estender o prazo para entrar em acordo com a Petrobras a respeito do pagamento da dívida de R\$ 5,5 bilhões referente ao fornecimento de combustível em 2015. O objetivo segundo a companhia é adequar os valores ao fluxo de caixa sem penalizar o pagamento de outro débito entre as empresas, o qual já vem sendo pago mensalmente e possui valor atualizado de aproximadamente R\$ 10,2 bilhões.</p> |
| <p>... a perspectiva de aumento de confiança com o processo de recuperação da Petrobras, a manutenção de prêmios na venda de combustíveis domésticos sobre a paridade internacional e, no médio prazo, uma visão positiva para o preço do petróleo poderia beneficiar as ações da companhia no curto prazo.</p>  | <p>... montamos posição <i>long</i> em <b>PETRA4</b>.</p> | <p>... positivos. Os papéis reagiram positivamente após a decisão do Tribunal Federal de Apelações dos EUA decidir por manter a paralisação da ação coletiva contra a Petrobras. Na opinião de analistas, apesar desta decisão não alterar a probabilidade de se resultar em um litígio para a empresa, tal postergação retira do radar de curto prazo um desembolso de caixa relevante da companhia.</p>  |

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

| Setor               | Posição Atual       | Racional  |
|---------------------|---------------------|---|
| Financeiro          | Acima do benchmark  | <p>Continuamos vendo 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, tem causado aumento na inadimplência de pessoas físicas. No lado corporativo, também identificamos piora, mais especificamente em empresas da cadeia de petróleo e construção pesada. As empresas pequenas e médias, menos capitalizadas, também tem sentido a deterioração do cenário macroeconômico e causado aumento nos indicadores de inadimplência dos bancos. Em contrapartida, acreditamos que os spreads bancários se mantenham em níveis altos durante esse período desfavorável, atenuando os efeitos negativos acima citados. Isso se deve, em grande medida, à necessidade dos bancos públicos de reduzirem sua atuação no mercado de crédito por conta de uma posição frágil de capital e qualidade de carteira de empréstimos que inspiram cuidados. Mesmo com a retração econômica e a consequente estagnação da atividade creditícia, esperamos que os grandes bancos privados aumentem suas fatias de mercado. Além disso, as instituições já vem constituindo provisões consideráveis nos últimos trimestres, contando hoje com índices de cobertura bastante confortáveis. Acreditamos que, à medida em que o novo governo submeta ao Congresso as primeiras propostas de reformas e dê início a um amplo programa de concessões de infra-estrutura, ocorra uma melhora na confiança dos empresários, o que deve acarretar melhora gradual no mercado de trabalho e, conseqüentemente, nos indicadores de inadimplência dos bancos.</p> |
| Cíclicos Globais    | Acima do benchmark  | <p>Nossa principal aposta neste macro-setor é em Cosan (CSAN) por conta das melhores perspectivas do mercado de etanol e os melhores preços internacionais de açúcar. Mantemos também posição em Klabin, que tem forte presença no resiliente mercado latino-americano de embalagens. A empresa tem boas perspectivas sobretudo devido à recente entrada em operação do projeto Puma de celulose, que deve aumentar seu EBITDA em mais de 70% já no ano que vem. 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.</p>   |
| Cíclicos Domésticos | Abaixo do benchmark | <p>Zeramos as posições de Lojas Renner e Randon por conta do forte desempenho dessas ações. A evolução favorável do cenário político doméstico, a perspectiva do início do ciclo de redução de juros pelo BC, e a provável manutenção de política monetária acomodatória pelos bancos centrais das principais economias sugerem um cenário ainda favorável para os setores cíclicos domésticos. Em contatos frequentes com empresas dos setores industriais e de varejo, já se notam sinais de estabilização e mesmo início de recuperação de vendas. Entretanto, as altas relevantes que essas ações apresentaram nos últimos meses reduziram seus potenciais de ganho e recomendam uma realização parcial de lucros.</p>  |

## Renda Variável (cont.)

### Regulados

Abaixo do benchmark

Nossa posição se divide em dois grandes blocos. Acima do benchmark em Telecom, via Vivo (VIVT), por acreditarmos que a companhia apresenta valuation ainda atrativo, que não reflete os potenciais de ganho com a consolidação da GVT. Continuamos com uma posição abaixo do benchmark no setor elétrico como um todo, pois 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. Mantemos Eletrobras como veículo de exposição ao processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL, os quais serão incorporados aos resultados das companhias em 2017.

### Defensivos Domésticos

Abaixo do benchmark


Mantemos nossa posição neste segmento através, principalmente, de BB Seguridade (BBSE). Acreditamos que os fundamentos do setor de seguros continuam sólidos, com destaque para a baixa penetração destes produtos no país. 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.

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

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

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

**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.