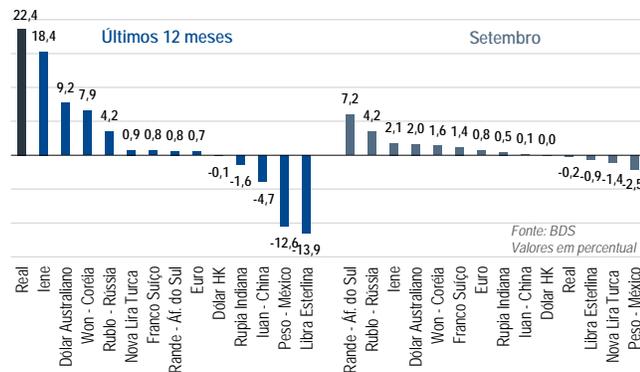


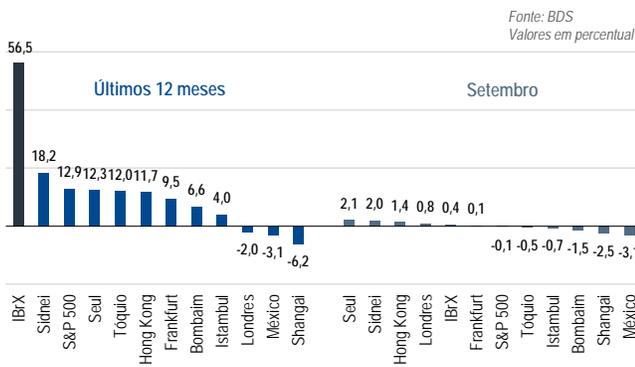
Moedas (contra o dólar)

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



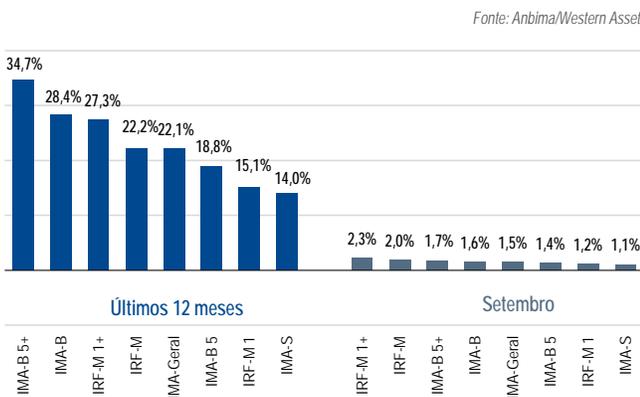
Bolsas do mundo (em dólar)

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



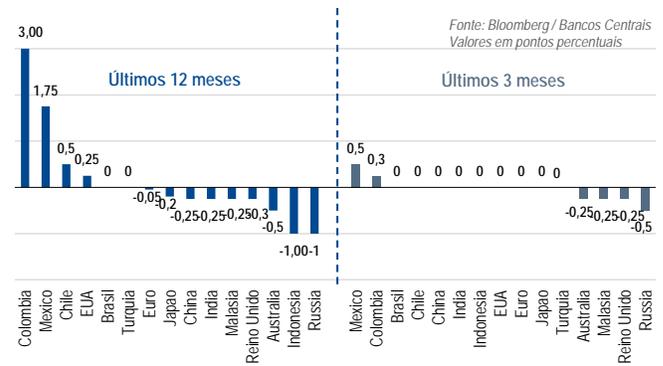
Renda fixa local - I

A queda das taxas de juros, em função de fatores externos e domésticos, continuaram a beneficiar os IMAs.



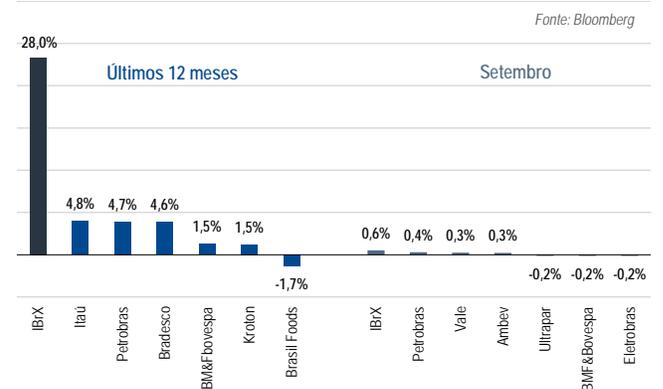
Taxas básicas de juros - variação

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



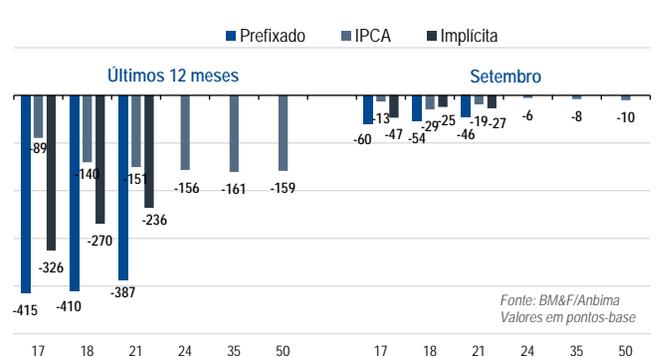
Principais contribuições para o IBrX

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



Renda fixa local - II

A surpresa positiva com o IPCA-15 fez a inflação implícita recuar no mês, acompanhando o recuo das taxas prefixadas.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM SETEMBRO

| | Renda Fixa | Câmbio | Bolsa |
|--|---|---|---|
| O comunicado do Copom foi interpretado como mais "dovish". Em contraste com o comunicado anterior, que fechava completamente as portas para corte de juros, este estabeleceu as condições sob as quais os juros começariam a ser cortados. |  |  |  |
| O "payroll" veio abaixo das expectativas (151 mil postos de trabalho criados em agosto, contra expectativa de 180 mil), tirando um pouco de pressão sobre o Fed.. |  |  |  |
| Mario Draghi, presidente do Banco Central Europeu, não anunciou novas medidas de estímulo monetário, preferindo esperar o efeito das medidas já anunciadas. |  |  |  |
| O Banco Central do Japão anunciou que vai continuar sua política de easing monetário com vistas a elevar a inflação para acima de 2%. |  |  |  |
| Em sua reunião de setembro, o FOMC , apesar de reconhecer que as condições da economia melhoraram, sinalizou que o aumento dos juros continuará a ser parcimonioso. |  |  |  |
| O IPCA-15 veio bem abaixo das expectativas, com a baixa liderada pelos preços dos alimentos, que vinham preocupando a autoridade monetária. |  |  |  |

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional:

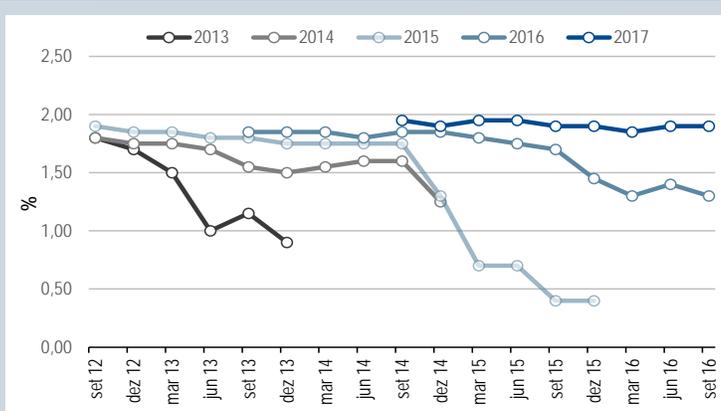
As treasuries de 10 anos iniciaram o mês de setembro em 1,58%, subiram até o pico de 1,73% no dia 13/09, e terminaram o mês em 1,56%. Esta vai-e-volta reflete bem o humor dos mercados em relação à política monetária nos EUA. No primeiro terço do mês, declarações de dirigentes do Fed pré-FOMC, indicando que um aumento dos juros estava no radar, e o fato de Mario Draghi não ter anunciado novas medidas de estímulo monetário, fizeram com que as treasuries embutissem alguma probabilidade de endurecimento da política monetária. Depois do FOMC, no entanto, o humor dos mercados mudou: apesar de conceder que a atividade econômica vem se normalizando, Janet Yellen não foi enfática na necessidade de aumento dos juros, principalmente porque a inflação não mostra sinais de que esteja subindo de maneira consistente.

Recuando um pouco mais no tempo, as treasuries de 10 anos começaram o ano em 2,25%, depois de passar o ano de 2015 variando entre 2,00% e 2,50%. Logo a partir de fevereiro, estes títulos passaram a pagar abaixo de 2%, não voltando a patamares superiores até o presente momento. Podemos ver, no gráfico a seguir, porque isto vem acontecendo.

Este gráfico mostra a mediana das previsões dos diretores do Fed, a cada 3 meses, para a inflação, desde o final de 2012. Podemos observar como as previsões têm sistematicamente superestimado a inflação em cada um dos últimos 4 anos. Na tabela a seguir, resumimos estes dados, mostrando como a inflação real se compara com as previsões feitas em setembro do ano anterior.

Não é à toa que os mercados se tornaram mais e mais céticos com relação à necessidade de normalização das condições monetárias, ainda mais em um contexto global de baixíssimo crescimento, taxas de juros negativas e deflação. Este tem sido, aliás, a nossa visão há já algum tempo: o Fed deseja subir as taxas de juros para um patamar mais próximo do neutro, mas não encontra espaço para tanto.

Quadro 1
Previsões do Fed para Inflação



Fonte: Federal Reserve, Western Asset.

Em princípio, tudo está pronto e arrumado para mais um aumento das taxas dos Fed Funds na reunião do FOMC em dezembro, de 0,25% para 0,50%. Seria o segundo aumento desde que as taxas foram reduzidas a zero, em dezembro de 2008. Mas mesmo este aumento, em nossa opinião, não é 100% certo. Como dissemos, o Fed quer aumentar as taxas, mas precisa encontrar condições para tal. E estas condições envolvem o contexto global (que precisa permanecer estável), e a continuidade de dados positivos da atividade econômica nos EUA. Mesmo que suba em dezembro, é mais do que incerto a continuidade do ciclo de alta dos juros. O mercado, e a própria pesquisa entre os diretores do FED, prevê apenas mais duas altas em 2017, chegando os Fed Funds, ao final do ano que vem, a 1%, ainda bem abaixo de uma suposta taxa de equilíbrio de longo prazo estimada entre 3% e 4% ao ano.

Se este cenário se confirmar, teremos um ano de 2017 ainda favorável para ativos de risco, o que deve continuar beneficiando mercados emergentes, como o brasileiro

Quadro 2
Previsão de Inflação x Inflação observada

| Ano | Previsão para a inflação em setembro do ano anterior | Inflação observada |
|------|--|--------------------|
| 2013 | 1,75% | 1,00% |
| 2014 | 1,50% | 1,25% |
| 2015 | 1,75% | 0,40% |
| 2016 | 1,75% | 1,25% (estimativa) |
| 2017 | 1,90% | ? |

Fonte: Federal Reserve, Western Asset.

Mercados Locais

Renda Fixa

A exemplo do que ocorreu nos mercados globais, as taxas de juros de longo prazo também recuaram no Brasil, depois de atingirem o pico no dia 13/09. Mas aqui a queda foi mais intensa, ajudada por fatores locais. Dentre estes, podemos listar a surpresa positiva com a inflação de alimentos, as novas previsões de inflação contidas no Relatório de Inflação, e a sensação de que a PEC do teto dos gastos ganhou momento no Congresso.

A inflação de alimentos surpreendeu positivamente, com deflação de -0,24% no IPCA-15. O acumulado dos últimos 12 meses continua bastante alto (16,5%), mas ao menos parou de subir. Vamos lembrar que, na última reunião do Copom, o BC listou três fatores a serem monitorados na condução da política monetária: o primeiro deles era justamente a inflação de alimentos, ou, mais precisamente, a persistência do choque de alimentos na inflação. Esta surpresa positiva, apesar de precisar ser confirmada por mais dados, já foi o suficiente para o mercado dar um “check” na primeira condição para o BC iniciar o corte dos juros.

O Relatório de Inflação, por sua vez, trouxe informações para todos os gostos. Os mais “hawkish” viram no texto do relatório todas as ressalvas sobre as condições necessárias para o início da queda dos juros, principalmente no que se refere à velocidade do processo de desinflação da economia, considerada muito lenta pelo BC. Os mais “dovish” focaram nas projeções do BC para a inflação de 2017: 3,8% no cenário de referência (Selic constante em 14,25%) e 4,65% no cenário de mercado (Selic caindo para 11,50% até o final de 2017). Estes números indicam que a inflação de 2017, segundo os modelos do BC, já está muito próxima da meta, mesmo que o BC derrube a Selic de maneira relevante ao longo do ano que vem. Obviamente, modelos são imprecisos por natureza, e seus resultados precisam ser lidos com parcimônia. Mas, para um mercado que quer acreditar, um número vale mais que mil palavras.

O terceiro fator que influenciou o mercado de renda fixa em setembro, e que também faz parte das condições estabelecidas pelo BC para começar a aliviar a política monetária, foi o andamento da PEC do teto dos gastos. Não houve nada de concreto, mas informações divulgadas até o momento nos leva a crer na ideia de que o governo conseguirá votar a emenda mais rapidamente, e concedendo menos do que inicialmente se imaginava.

Resta saber se até 19/10, data do próximo Copom, estes fatores serão suficientes para que o BC realmente inicie o processo de afrouxamento monetário. A curva de juros embutia, no final de setembro, um corte entre 25 e 50 pontos-base. Nossa visão é de que, apesar das condições para o início do ciclo de corte estarem

se acumulando, ainda não serão suficientes para que o BC atue já em outubro, a não ser que a PEC do teto dos gastos realmente caminhe celeremente no Congresso.

De qualquer forma, parece cada vez mais claro que, independentemente do início do ciclo de corte, se outubro ou novembro, o espaço para redução da Selic parece ser grande, maior do que o que hoje está precificado na curva de juros. Portanto, acreditamos que o posicionamento em vencimentos mais longos pode continuar se beneficiando deste ciclo.

Câmbio

O real permaneceu praticamente estável pelo segundo mês consecutivo, reforçando a percepção de que a moeda brasileira encontrou um patamar de equilíbrio. O BC diminuiu o nível de intervenção no mercado, reduzindo as compras de swap de US\$ 500 milhões/dia para US\$ 250 milhões/dia quando o câmbio ultrapassou o nível de R\$/US\$ 3,30, revelando uma certa preferência por não deixar o real ultrapassar este patamar. De qualquer forma, a reversão dos swaps continua, e o estoque, neste ritmo, estimamos que deve ser liquidado em 6 meses.

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 ainda altos mesmo que se inicie um processo de corte da Selic, e melhora do ambiente político. 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

Mais um mês morno para a bolsa, que voltou a apresentar retorno positivo, mas um pouco abaixo do CDI. Destaque novamente para Petrobras e bancos, a primeira continuando a se beneficiar da perspectiva de uma melhor governança, e os bancos pela perspectiva de que a atividade econômica esteja se estabilizando, o que beneficiaria as carteiras de crédito.

Em nosso cenário atual, os lucros devem crescer 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 setembro, considerando o crescimento de lucros estimado pela Western Asset para os próximos 12 meses, estava em aproximadamente 15. Para manter este mesmo nível de P/L daqui a um ano (em setembro de 2017), considerando o crescimento de lucros para os 12 meses seguintes (até setembro de 2018), a bolsa deveria subir 27% nos próximos 12 meses, o que nos parece razoável.

Performances Brutas de Taxa de Administração

| | Pensávamos que... | Portanto nós... | E os resultados foram... |
|-----------------|--|--|---|
| Sovereign | ...os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam a taxa Selic. | ...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando os vencimentos mais líquidos. | - ...negativos, na medida em que o spread das operações swapadas prejudicou a performance do fundo durante o mês. |
| Fundos DI | ...o carregamento dos títulos de crédito em conjunto com os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam o CDI. | ...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando o setor curto da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre Debêntures, Letras Financeiras. | - ...negativos, na medida em que o spread das operações swapadas prejudicou a performance do fundo durante o mês. |
| Fundos DI Max | ...o carregamento dos títulos de crédito em conjunto com os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam o CDI. | ...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando o setor médio da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre CDB's, Debêntures, Letras Financeiras. | + ... positivos. O carregamento dos títulos privados adicionou valor no mês. |
| Crédito Privado | ...os títulos privados seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo. | ...mantivemos a posição relevante em títulos privados distribuída entre Debêntures, Letras Financeiras, CDB's, DPGE's e FIDC's. | + ... positivos. O carregamento dos títulos privados adicionou valor no mês. |
| Price | ...seria mais adequado manter uma carteira concentrada em títulos de curto prazo para uma maior aderência ao IPCA. | ...mantivemos o posicionamento em NTN-B's com vencimento em até 5 anos. | + ... positivos, o fundo apresentou performance positiva no período. |
| Fundos Cambiais | ... as taxas de juros das operações atreladas ao Dólar não se modificariam significativamente na parte mais curta da curva de juros. | ...mantivemos posição em operações de mais curto prazo, procurando uma maior aderência da carteira ao Dólar. | + ... positivos, pois o fundo foi favorecido pelo fechamento das taxas de juros atreladas às operações cambiais. |

Rentabilidade bruta de taxa de administração em linha com os respectivos benchmarks.

| Pensávamos que... | Portanto nós... | E os resultados foram... |
|--|---|---|
| ...os fracos fundamentos econômicos e o provável recuo adicional da percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento das medidas de ajuste fiscal e da continuidade dos estímulos monetários por parte dos bancos centrais principais, poderiam levar as taxas de juros a ceder, principalmente em suas porções mais longas. | ... mantivemos as exposições pré-fixadas e atreladas ao IPC-A em vencimentos mais longos. | ...positivos. As taxas de juros de longo prazo recuaram no mês em função da redução da inflação de alimentos e das expectativas inflacionárias de médio prazo. Tais recuos abrem espaço adicional para o BC cortar a SELIC em suas próximas reuniões, principalmente se o cenário externo permanecer tranquilo e as medidas de ajuste fiscal avançarem no Brasil. |
| ...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. |

Rentabilidade bruta de taxa de administração abaixo do CDI

| Pensávamos que... | Portanto nós... | E os resultados foram... |
|---|---|--|
| ... os fracos fundamentos econômicos e o provável recuo adicional da percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento das medidas de ajuste fiscal e da continuidade dos estímulos monetários por parte dos bancos centrais principais, poderiam levar as taxas de juros a ceder, principalmente em suas porções mais longas. | ... mantivemos as exposições pré-fixadas e atreladas ao IPC-A em vencimentos mais longos. Adicionalmente, mantivemos uma posição que se beneficiaria caso a parcela longa da curva cedesse mais do que a parcela curta. | ... positivos. As taxas de juros de longo prazo recuaram no mês em função da redução da inflação de alimentos e das expectativas inflacionárias de médio prazo. Tais recuos abrem espaço adicional para o BC cortar a SELIC em suas próximas reuniões, principalmente se o cenário externo permanecer tranquilo e as medidas de ajuste fiscal avançarem no Brasil. |
| ... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da grande exposição às taxas de juros. | ... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar e uma posição comprada em volatilidade de dólar. | ... negativos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio subtraiu valor do portfólio. |
| ... o Dólar poderia se valorizar frente às demais moedas globais em função de seu crescimento econômico um pouco mais resiliente e da possibilidade de subida de juros pelo FED | ... mantivemos um exposição comprada em Dólar frente a outras moedas. | |
| ... exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio. | ... movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs | ... negativos. Os posicionamentos em renda variável subtraíram valor do portfólio. |
| ... as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas. | ... mantivemos posições aplicadas em juros globais de longo prazo | ... as estratégias no exterior subtraíram valor ao longo do mês. |

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

No último Relatório Trimestral de Inflação o BC voltou a enumerar as condicionantes do início do ciclo de corte de juros e apresentou simulações em diversos cenários que nos levam a crer que a chance de um início do ciclo de cortes antes do que imaginávamos pode se materializar. 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.

Mantemos posições aplicadas em juros nominal e real de longo prazo..

A moeda brasileira ficou praticamente estável ao longo do mês de setembro. 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 ainda altos mesmo que se inicie um processo de corte da Selic, e melhora do ambiente político.

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. Após o início positivo do novo governo, o mercado aguarda a aprovação de reformas que possam levar o país a um maior nível de credibilidade perante a comunidade internacional de investidores..

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 destoa das demais. Os bancos centrais da Europa, Japão e agora pós Brexit do Reino Unido continuam as voltas com a decisão por implementar mais estímulos, enquanto o FED vem sinalizando aumentos gradativos de juros que tem sido postergados mas continuam na pauta. O mercado e o FED parecem entender que os juros de equilíbrio de longo prazo devam ser mais baixos do que se imaginava anteriormente.

Estratégias

Os fundos multimercados tem se posicionado aplicados em juros, tanto nominais, como reais. A mudança na composição do BC, adicionada a mudança na equipe econômica como um todo 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. Também temos uma posição aplicada em inclinação na taxa de juros nominais.

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. A posição vem diminuindo ao longo do tempo, mas permanece como alternativa de defesa para os portfolios. Além disso, os fundos também mantém uma exposição comprada em volatilidade de cambio via opções com vencimento em dezembro.

Os fundos Multimercados tem mantido uma posição comprada em dólares, por entendermos que a postura distinta do banco central dos EUA perante seus pares deveria justificar uma valorização de sua moeda. A tendência de valorização do Dólar não tem demonstrado força. Contudo entendemos que a posição ainda se justifique, tanto pela postura das autoridades monetárias, como pelas perspectivas positivas da economia dos EUA. Além disso, os fundos tem mantido posições aplicadas em juros internacionais que se beneficiariam de uma redução da inclinação da curva de juros internacionais.

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: i) do avanço de uma agenda parlamentar positiva, incluindo teto de despesas públicas e início dos debates sobre previdência; e ii) da consolidação da visão de que o aperto monetário nos EUA, quando se iniciar, será modesto 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 setembro

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: em geral, tiveram rentabilidade **inferior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 0,80% no mês..

| Pensávamos que... | Portanto nós... | E os resultados foram... |
|--|---|---|
| ... a entrada de uma nova administração e conselho com novas propostas para a Eletrobrás em conjunto com 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, poderiam dar prosseguimento à reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, impulsionando os papéis da empresa no curto prazo. | ... mantivemos posição acima do benchmark em Eletrobrás. | - ... negativos. As ações da empresa caíram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance muito forte no período anterior. |
| ... O problema da alavancagem financeira da Metalúrgica 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 Metalúrgica Gerdau é uma ação que pode se beneficiar de uma eventual volta à normalidade da economia brasileira e também de uma eventual queda futura nas taxas de juros. | ... mantivemos posição acima do benchmark em Metalurgica Gerdau. | - ... negativos. Os papéis da metalúrgica se depreciaram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance muito forte no período anterior. |
| ... as boas perspectivas para o preço do açúcar no mercado internacional poderia beneficiar a São Martinho. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um <i>valuation</i> atrativo dada 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 recentes notícias sobre a expectativa de um maior déficit de açúcar no mercado global para 2016/17 e o consequente desempenho positivo do preço desta commodity no período impactaram positivamente os papéis em setembro. |
| ... o fato das vendas do setor farmacêutico apresentarem correlação baixíssima com a atividade econômica geral, de forma que mesmo uma contração de PIB severa como a que esperamos para 2016 não deve acarretar queda de vendas para a Raia Drogasil. Acreditamos que o setor como um todo apresente crescimento de receita, enquanto redes fortes como a Raia Drogasil devem continuar liderando o movimento de consolidação. | ... mantivemos posição acima do benchmark em Raia Drogasil. | + ... positivos. A Raia teve um desempenho positivo ao longo do mês, recuperando as perdas devidas à perspectiva de vendas de ações por parte de controladores. |

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade inferior ao benchmark, o qual se valorizou 0,60% no mês

| Pensávamos que... | Portanto nós... | E os resultados foram... |
|--|---|--|
| ... a entrada de uma nova administração e conselho com novas propostas para a Eletrobrás em conjunto com 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, poderiam dar prosseguimento à reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, impulsionando os papéis da empresa no curto prazo. | ... mantivemos posição acima do benchmark em Eletrobrás. | - ... negativos. As ações da empresa caíram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance muito forte no período anterior. |
| ... O problema da alavancagem financeira da Metalúrgica 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 Metalúrgica Gerdau é uma ação que pode se beneficiar de uma eventual volta à normalidade da economia brasileira e também de uma eventual queda futura nas taxas de juros. | ... mantivemos posição acima do benchmark em Metalúrgica Gerdau. | - ... negativos. Os papéis da metalúrgica se depreciaram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance muito forte no período anterior. |
| ... as boas perspectivas para o preço do açúcar no mercado internacional poderia beneficiar a São Martinho. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um <i>valuation</i> atrativo dada 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 recentes notícias sobre a expectativa de um maior déficit de açúcar no mercado global para 2016/17 e o consequente desempenho positivo do preço desta commodity no período impactaram positivamente os papéis em setembro. |
| ... 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 poderiam beneficiar as ações da companhia no curto prazo. | ... mantivemos posição acima do benchmark em Petrobras. | + ... positivos. Os papéis da companhia se apreciaram seguindo a performance positiva dos preços internacionais de petróleo, principalmente após o anúncio da OPEP a respeito do congelamento da oferta da commodity. Adicionalmente, o anúncio do plano estratégico para o período 2017-21, que foi visto pelo mercado como realista, factível e alinhado com a necessidade de desalavancagem da empresa, e a continuação o fluxo positivo de notícias a respeito de desinvestimentos beneficiaram o desempenho das ações. |

FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: em geral, tiveram rentabilidade **inferior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 0,80% no mês.

| Pensávamos que... | Portanto nós... | E os resultados foram... |
|--|---|---|
| ... a entrada de uma nova administração e conselho com novas propostas para a Eletrobrás em conjunto com 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, poderiam dar prosseguimento à reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, impulsionando os papéis da empresa no curto prazo. | ... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em Eletrobras | - ... negativos. As ações da empresa caíram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance muito forte no período anterior. |
| ... o investimento forte da Guararapes em suas operações através da modernização de suas fábricas e dos centros de distribuição localizados em Natal e São Paulo resultaria em uma melhor integração indústria-varejo. Além disso, a empresa estava com um valuation atrativo em relação a sua principal concorrente. | ... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em Guararapes . | - ... negativos. Os papéis da empresa se depreciaram por conta de perspectivas de resultados mais fracos para as varejistas de vestuário. |
| ... o fato da lochpe-Maxion ser atualmente a líder em produção de componentes automotivos nas Américas e na produção de equipamentos de ferroviários no Brasil tende a favorecer os resultados da companhia em um cenário de recuperação da demanda doméstica. Além disso, a empresa está caminhando em sua reestruturação da dívida, reduzindo de forma efetiva o custo da mesma. Sendo uma empresa alavancada, ela deve se beneficiar bastante da redução das taxas de juros esperada para o futuro próximo. | ... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em lochpe-Maxion . | - ... negativos. As ações da empresa caíram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance muito forte no período anterior. |
| ... o fato das vendas do setor farmacêutico apresentarem correlação baixíssima com a atividade econômica geral, de forma que mesmo uma contração de PIB severa como a que esperamos para 2016 não deveria acarretar queda de vendas para a Raia Drogasil. Acreditamos que o setor como um todo apresente crescimento de receita, enquanto redes fortes como a Raia Drogasil devem continuar liderando o movimento de consolidação. | ... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em Raia Drogasil . | + ... positivos. A Raia teve um desempenho positivo ao longo do mês, recuperando as perdas devidas à perspectiva de vendas de ações por parte de controladores. |

FUNDO LONG & SHORT: rentabilidade inferior ao CDI.

| Pensávamos que... | Portanto nós... | E os resultados foram... |
|---|--|---|
| ... a entrada de uma nova administração e conselho com novas propostas para a Eletrobrás em conjunto com 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, poderiam dar prosseguimento à reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, impulsionando os papéis da empresa no curto prazo. | ... montamos posição <i>long</i> em ELET3 . | ... negativos. As ações da empresa caíram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance muito forte no período anterior. |
| ... por atuar nas faixas 2 e 3 do programa Minha Casa Minha Vida, a MRV seria menos afetada pela desaceleração do setor imobiliário do que empresas focadas no segmento de média e alta renda. | ... montamos posição <i>long</i> em MRVE3 . | ... negativos. As notícias acerca de distratos impactaram fortemente o setor. A MRV, apesar de bem menos afetada por este fenômeno, acabou tendo sua performance contaminada. Como esta posição era compensada por um short em Cyrela, o resultado foi neutro no mês. |
| ... o fato das vendas do setor farmacêutico apresentarem correlação baixíssima com a atividade econômica geral, de forma que mesmo uma contração de PIB severa como a que esperamos para 2016 não deveria acarretar queda de vendas para a Raia Drogasil. Acreditamos que o setor como um todo apresente crescimento de receita, enquanto redes fortes como a Raia Drogasil devem continuar liderando o movimento de consolidação. | ... montamos posição <i>long</i> em RADL3 | ... positivos. A Raia teve um desempenho positivo ao longo do mês, recuperando as perdas devidas à perspectiva de vendas de ações por parte de controladores. |
| O fechamento da curva de juros e o anúncio do novo Programa de Concessões e Privatizações seriam positivos para o setor de concessões. | ... montamos posição <i>long</i> em ECOR3 . | ... positivos. Os papéis da companhia se beneficiaram da forte queda dos vértices longos da curva de juros futura, movimento realçado após a publicação de um Relatório de Inflação do Banco Central com tom mais construtivo. |

TEMAS E ESTRATÉGIAS

| Setor | Posição Atual | Racional |
|-----------------------|------------------------|--|
| Financeiro | Acima do benchmark | Apesar de o cenário de curto prazo ser ainda desafiador para a qualidade das carteiras de crédito dos bancos, começamos a identificar sinais de recuperação de confiança que devem dar início à retomada da atividade. Acreditamos que isso acarrete retomada da atividade creditícia e melhora dos indicadores de inadimplência ao longo de 2017. Além disso, acreditamos que os spreads bancários se mantenham em níveis altos durante esse período desfavorável, atenuando os efeitos negativos acima citados... O avanço das propostas de reforma no Congresso fortalecem nossa visão positiva. |
| Cíclicos Globais | Em linha com benchmark | 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. |
| Cíclicos Domésticos | Abaixo do benchmark | 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. |
| 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 <i>valuation</i> 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 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.

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

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, 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 FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

