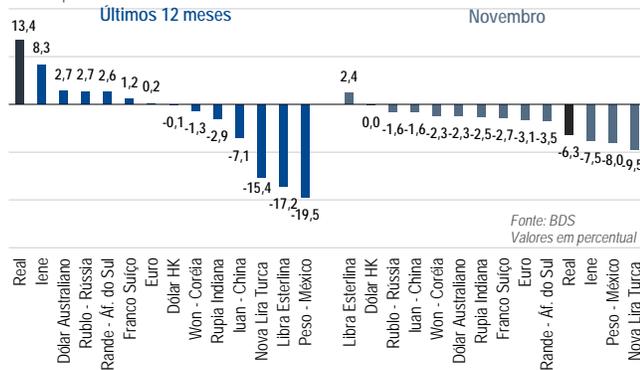


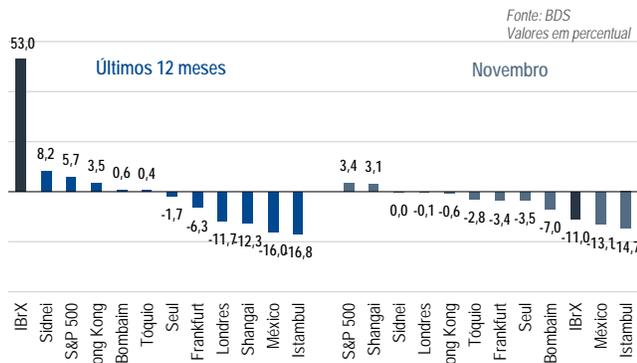
### Moedas (contra o dólar)

O Real continua líder de valorização nos últimos 12 meses, graças à virada política. O Peso Mexicano sofreu após a eleição de Donald Trump nos EUA.



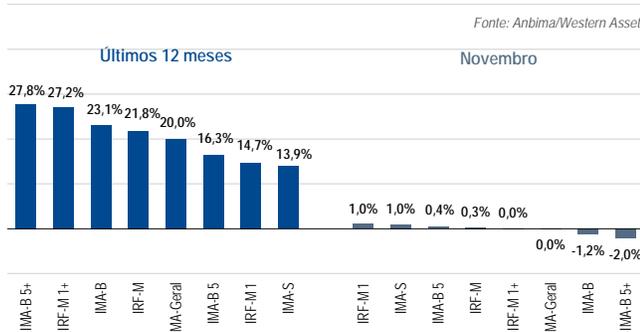
### Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira é, de longe, a campeã de rentabilidade nos últimos 12 meses, fruto da virada política. No mês, sofreu junto com outras bolsas de economias emergentes.



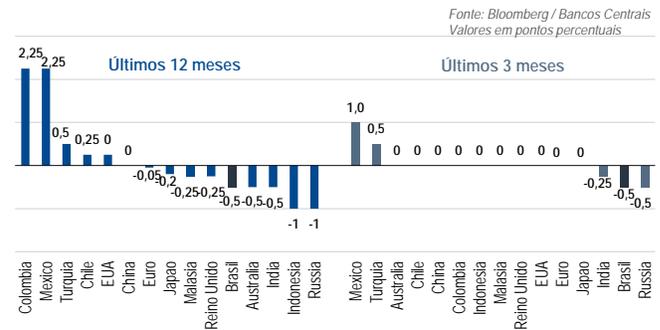
### Renda fixa local

A eleição de Donald Trump fez os prêmios de risco aumentarem de maneira generalizada nas economias emergentes. Não foi diferente com os vencimentos mais longos, tanto nos juros prefixados quanto naqueles atrelados à inflação. Tivemos, portanto, rentabilidade negativa nos IMAs mais longos, rentabilidade zero no IMA-Geral.



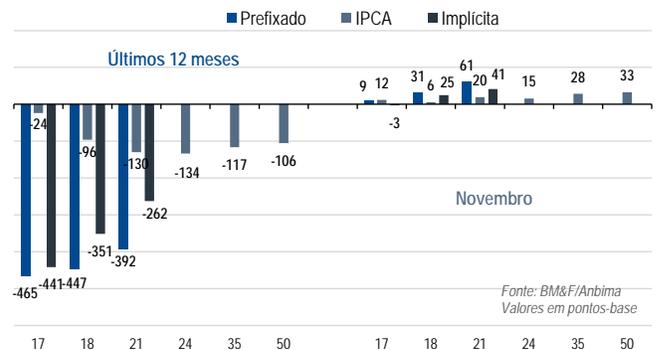
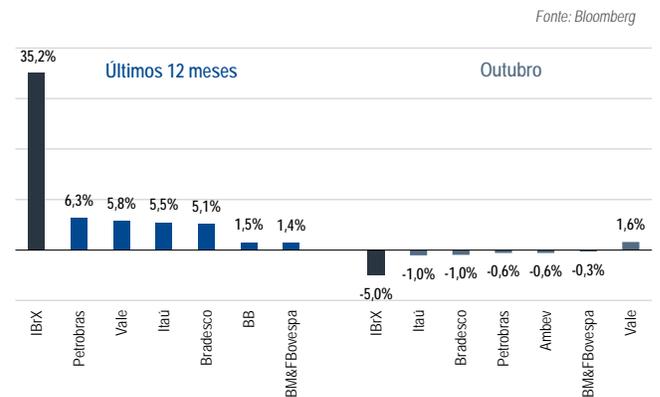
### Taxas básicas de juros - variação

O Brasil finalmente juntou-se ao grupo de países que está derrubando as taxas de juros, na direção inversa de seus pares latino-americanos (Colômbia, México e Chile).



### Principais contribuições para o IBRX

Com o rally do minério de ferro, o único destaque positivo da bolsa foi Vale.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM NOVOEMBRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Contra todos os prognósticos, Donald Trump foi eleito presidente dos EUA. As incertezas com relação às suas políticas fez aumentar o risco sistêmico.			

## O QUE ESPERAMOS

### *Cenário Global:*

*A seguir, a análise de nosso Chief Investment Officer, Ken Leech, a respeito das possíveis implicações da eleição de Donald Trump.*

Começaremos esta nota com o elefante recentemente eleito no quarto (Donald Trump). Em seguida, analisaremos a reação do mercado, a razão potencial por trás dos movimentos de preços observados, e nossa própria visão. Primeiro, revisaremos nossa tese antes da eleição.

Pensávamos que o crescimento lento, mas estável, continuaria, tanto nos EUA quanto no mundo. Nossa premissa de trabalho tem sido uma taxa de crescimento estrutural de aproximadamente 1,5% para os EUA e pouco menos de 3% para a economia global.

Tal como o Brexit, esta eleição era um potencial evento divisor de águas. Embora alguns tenham sugerido que o Brexit deveria ter feito o resultado das eleições mais fácil de ser previsto, resistimos, até certo ponto, a esse tipo de conclusão. A enormidade do trabalho que os analistas políticos e modeladores estatísticos colocaram em seu esforço para não cometer o mesmo erro de avaliação por ocasião do Brexit, levou-os a alargar a distribuição de resultados possíveis, testando uma maior variedade de cenários. Em nossa opinião, isso torna o resultado eleitoral ainda mais notável.

Realizamos uma quantidade substancial de trabalho pré-eleitoral, avaliando as probabilidades de vários possíveis resultados eleitorais e suas implicações para os mercados. Ken Winston, nosso *Chief Risk Officer*, desenhou os cenários de vitória de D. Trump, assim como havia preparado os cenários do Brexit. Ele mostrou como esse processo era difícil, uma vez que a gama de resultados potenciais era muito ampla, reforçada por grandes diferenças de opinião nos relatórios produzidos por Wall Street e outras empresas de pesquisa. Embora houvesse grandes divergências entre os cenários, a característica predominante de uma vitória de Trump era a expectativa de um evento de risco-off, motivado por temores de restrições comerciais e anti-globalização em geral. Como no Brexit, os pesquisadores erraram por muito. Ao contrário do Brexit, o pânico durou apenas uma hora.

Tanto minha expectativa pessoal quanto da Western Asset era de que Hillary Clinton ganharia, ainda que de maneira razoavelmente apertada. Em nosso Comitê de Estratégia dos EUA, composto de 12 membros, apenas o Portfolio Manager Mark Lindbloom cravou a vitória de D. Trump. Minha pergunta para as pessoas ultimamente tem sido: quando caiu a sua ficha? Quando você percebeu que Donald Trump poderia realmente ganhar?

No dia da eleição, fiz uma breve pausa às 17:00 (20:00 na costa leste), quando as pesquisas de boca de urna sugeriam que Hillary estava

excedendo as expectativas iniciais, e os modelos apontavam chance de 92-8 em seu favor. Meu filho, que é o especialista estatístico e político da nossa família, me enviou uma mensagem de texto: "Pai, você precisa voltar, as chances de Donald Trump acabaram de saltar para 70-30."

Eu respondi: "O quê, por quê?"

"Os primeiros resultados nos condados não estão nem perto das pesquisas de boca de urna – ele está vivo."

E, na medida em que a probabilidade de vitória de Trump aumentava, o mercado percorreu um dos dois caminhos possíveis: risk-off versus risk-on. A reação inicial de risk-off fez o S&P500 cair 100 pontos e as Treasuries ultra-longas subirem 4 pontos. No dia seguinte, no entanto, os mercados tomaram o outro caminho: risk-on. O mercado acionário subiu, e as Treasuries caíram 7 pontos, uma oscilação de 11 pontos em menos de 24 horas.

Hoje, a narrativa do mercado está se desenvolvendo em torno da ideia de um crescimento maior dos EUA, em função de um impulso de estímulo fiscal. Espera-se que isto, combinado com a retirada de regulamentos anti-crescimento, forneça um clima muito mais favorável para negócios e crescimento. Se os erros anti-globalização e de política externa forem evitados, a adição de estímulos fiscais significativos a uma economia substancialmente fechada como a dos EUA – que já está operando perto do pleno emprego – poderia ser um *game changer*. O crescimento poderia se acelerar, e o Federal Reserve (Fed), já desejoso de aumentar as taxas, iria abandonar a política de "taxas baixas por muito tempo", e apertar a política monetária mais significativamente. Além disso, o contexto de desinflação reverteria em inflação, também ajudando a impulsionar as taxas de juros. Títulos atrelados à inflação seriam muito melhores que as Treasuries prefixadas. Bancos, energia e empresas de defesa iriam prosperar, o dólar iria se valorizar, e os mercados emergentes ficariam sob pressão.

Mas os outros caminhos possíveis devem ser descartados a priori? Acelerar o crescimento dos EUA no contexto de um ambiente global muito fraco já se provou extremamente difícil. As políticas comerciais prometidas por Trump são potencialmente negativas para o crescimento global. As implicações de rotular a China como um manipulador de moeda e o estabelecimento de barreiras comerciais podem reforçar os episódios de aumento de risco global que vimos intermitentemente nos últimos cinco anos.

Mais importante ainda, a expectativa otimista do mercado a respeito do crescimento econômico é baseada em políticas que podem ser implementadas ao longo dos próximos 12 meses. Mas o mercado de títulos já aumentou as taxas de juros hoje. Não faz um ano que o

otimismo sobre o crescimento dos EUA levou o Fed a prever quatro altas de taxas em 2016, apenas para ver os temores vindos da China e preocupações sobre o crescimento global levarem a um resultado muito diferente. Avaliamos que o mercado de títulos se moveu rápido demais. A evolução das políticas econômicas de Trump será crucial. Nossa opinião é que é ainda muito cedo para saber o que vai acontecer.

Estamos otimistas em relação à recuperação global, e dos EUA em particular, mas essa melhora provavelmente será gradual. Ainda esperamos um crescimento lento, mas sustentável. Discutimos os parâmetros para a mudança potencial nas perspectivas de crescimento dos EUA. Lembre-se, no entanto, que esta mudança está apenas no campo das conjecturas neste momento. Nosso cenário base para o crescimento dos EUA permanece na tendência central de 1,5%, e ainda que estejamos prestando atenção a possíveis mudanças na política econômica, precisamos ainda ver mais evidências.

Sobre o crescimento global ex-EUA, estamos mais preocupados. Preocupamo-nos com a desaceleração do crescimento chinês, que foi atenuado este ano pela retirada de estímulos. A melhora em países emergentes ex-China pode agora ficar sob o estresse das políticas comerciais mais restritivas dos EUA e da possível mudança na política do Fed. O crescimento europeu, um ponto de destaque nos dois últimos anos, está agora confrontado com a incerteza tanto do Brexit quanto do potencial de continuação das políticas anti-globalização, com o referendo na Itália sendo o próximo passo.

Em suma, o atual cenário de crescimento lento e inflação baixa, tanto nos EUA como em nível global, não mudaram. Os mercados precificaram a expectativa de uma mudança iminente e radical no ritmo de crescimento dos EUA. Não descartamos esta possibilidade, mas também avaliamos que a decepção seria dolorosa. As iniciativas que Trump delineou para seus primeiros 100 dias constituem uma clara ruptura com as políticas pró-globalização dos últimos 30 anos. Está longe de ser claro para nós como isso vai se desenvolver. Há fortes riscos potenciais e o cenário otimista que está sendo precificado nos mercados hoje pode estar exagerado.

## *Cenário Doméstico*

### **Renda Fixa**

O mês de novembro foi encerrado com a reunião do Copom, em que os diretores do BC decidiram manter o ritmo de corte da Selic em 25 pontos-base. Tudo estava preparado para um aumento deste ritmo: o projeto de teto de gastos foi aprovado por ampla maioria na Câmara, e a atividade econômica vem mostrando muita dificuldade na retomada. No entanto, o “meteoro Trump” atingiu o planeta no dia 9, introduzindo um fator significativo de volatilidade. O Copom, em seu comunicado, admite que há espaço para aumentar o ritmo de cortes, principalmente por conta da fraquíssima atividade econômica, mas coloca como condicionante a evolução do cenário externo.

Western Asset

Como foi exposto na primeira parte desta newsletter, se ainda é muito cedo para entender todos os desdobramentos das eleições nos EUA, continuamos considerando que o cenário mais provável para a economia é de que o ritmo de recuperação do crescimento continue lento, e a inflação deva continuar baixa. Neste contexto, e considerando o comunicado do Copom, avaliamos que aumentaram, de maneira relevante, as chances de aceleração do ritmo de cortes da Selic para 50 pontos-base na próxima reunião, dia 11 de janeiro.

Hoje, a curva de juros embute corte da Selic até atingir 11,50% no último trimestre de 2017. Esta mesma curva chegou a embutir cortes até 10,25%, antes da eleição norte-americana. Em linha com nossa avaliação dos cenários externo e doméstico, acreditamos que o BC possa cortar a taxa básica de juros até, pelo menos, 10,50%. Há, portanto, espaço para ganhos em posicionamento na curva de juros, inclusive na sua parte mais curta.

### **Câmbio**

No mês da eleição de Donald Trump, o dólar foi o grande campeão entre as moedas. O real, até por ser a moeda que mais havia se valorizado no ano, foi uma das que mais se desvalorizaram: em relação ao dólar, a desvalorização foi de 6,4%, só ganhando do peso mexicano e da lira turca, com desvalorizações de 8,0% e 9,5% respectivamente. Para contrapor-se a este movimento, o BC parou de oferecer swaps reversos, que vinham diminuindo o estoque de swaps cambiais, e passou a oferecer swaps, o que, na prática, significa vender dólares.

As forças que vinham atuando para a valorização do real (expectativa da continuidade de uma política monetária frouxa nos EUA e melhora do ambiente político) estão em cheque. Da retomada ou não dessas condições depende o comportamento do real. Como analisamos acima, nossa avaliação é de que as taxas de juros devem subir nos EUA, mas ainda de maneira comedida. Com relação à agenda de reformas no Congresso, avaliamos que eventual turbulência política não deve afetar de maneira relevante o seu avanço. Assim, consideramos que, apesar da turbulência atual, a tendência continua sendo de estabilidade ou, até, valorização do real.

### **Bolsa**

Os comentários sobre a bolsa brasileira serão feitos em uma newsletter à parte.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>...apesar dos fracos fundamentos econômicos e do 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, as NTN-Bs poderiam se configurar como posicionamentos mais protegidos do que os pré-fixados em caso de reversão do cenário de melhora, principalmente caso Trump fosse eleito nos EUA.</p>	<p>... reduzimos a utilização de risco ao protegermos as NTN-Bs de prazo intermediário vendendo pré-fixados e concentramos as exposições em NTN-Bs em vencimentos longos.</p>	<p>...negativos. As taxas de juros subiram no mês em função da surpresa causada pela eleição de Trump nos EUA, gerando incertezas sobre a continuidade das políticas macro econômicas e potenciais desdobramentos para as demais economias do globo.</p>
<p>...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.</p>	<p>...mantivemos exposição a títulos de crédito.</p>	<p>... positivos, uma vez que os movimentos dos prêmios dos ativos de crédito favoreceram a performance do portfólio.</p>

## Investimentos Estruturados

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...apesar dos fracos fundamentos econômicos e do 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, as NTN-Bs poderiam se configurar como posicionamentos mais protegidos do que os pré-fixados em caso de reversão do cenário de melhora, principalmente caso Trump fosse eleito nos EUA.	...reduzimos a utilização de risco dos produtos multimercados, mantendo a exposição aos ativos locais que poderiam se beneficiar da melhora de percepção de risco Brasil, 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. As taxas de juros subiram no mês em função da surpresa causada pela eleição de Trump nos EUA, gerando incertezas sobre a continuidade das políticas macro econômicas e potenciais desdobramentos para as demais economias do globo.
...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. Reduzimos marginalmente a utilização de risco como forma de proteger o portfólio.	... positivos, na medida em que o fundo rendeu acima do CDI no mês, favorecido 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 a variação cambial.	...mantivemos posições compradas em BDRs de empresas "Large Caps" que julgamos ter potencial de crescimento.	...negativos. O desempenho do fundo apresentou um retorno inferior ao do índice S&P corrigido pela variação cambial.
...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.	... negativos, na medida em que a combinação de estratégias globais acabou resultando em performance inferior à do CDI

## 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.	+ ...positivos, na medida em que o spread das operações swapadas favoreceu 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.	+ ... positivos. O carregamento dos títulos privados adicionou valor no 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.	- ... negativos, pois o fundo foi prejudicado pelo movimento das taxas de juros atreladas às operações cambiais.

Rentabilidade bruta de taxa de administração abaixo dos respectivos *benchmarks*.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...apesar dos fracos fundamentos econômicos e do 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, as NTN-Bs poderiam se configurar como posicionamentos mais protegidos do que os pré-fixados em caso de reversão do cenário de melhora, principalmente caso Trump fosse eleito nos EUA.	... reduzimos a utilização de risco ao protegermos as NTN-Bs de prazo intermediário vendendo pré-fixados e concentramos as exposições em NTN-Bs em vencimentos longos.	- ...negativos. As taxas de juros subiram no mês em função da surpresa causada pela eleição de Trump nos EUA, gerando incertezas sobre a continuidade das políticas macro econômicas e potenciais desdobramentos para as demais economias do globo.
...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 atreladas ao IPC-A em vencimentos mais longos. Adicionalmente, reduzimos as exposições aplicadas em pré-fixados, mas mantivemos uma posição que se beneficiaria caso a parcela longa da curva cedesse mais do que a parcela curta.	...negativos. As taxas de juros de longo prazo subiram no mês em função do aumento da incerteza global com a eleição de Trump e deterioração da estabilidade política 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.
... a moeda chinesa poderia se desvalorizar por conta do discurso de Trump, recém eleito presidente dos EUA, sobre a possibilidade de implantação de restrições ao comércio internacional.	... mantivemos apenas uma posição vendida na moeda chinesa frente ao dólar.	
...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.

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 novembro.

---

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA:** em geral, tiveram rentabilidade **inferior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se desvalorizou 4,65% no mês..

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... o fato da lochpe-Maxion ser atualmente uma das líderes em produção de componentes automotivos nas Américas e líder 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>lochpe-Maxion</b>.</p>	<p>... negativos. A empresa reportou seus resultados referentes ao 3º Trim. 16, com a apreciação do real resultando em queda de receita, mas com melhora no controle de custos e resultado financeiro. Apesar dos números em linha com as expectativas, o cenário ainda desafiador para a demanda doméstica e a necessidade de uma redução da alavancagem impactaram negativamente os papéis da companhia.</p>
<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 <b>Vale</b>.</p>	<p>... negativos. Os papéis da companhia tiveram uma forte performance ao longo do mês seguindo o rally dos preços do minério de ferro no mercado internacional.</p>
<p>... a entrada de uma nova administração e conselho com novas propostas para a Eletrobras 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Eletrobras</b>.</p>	<p>... positivos. A performance das ações foi positiva no período, atrelada a privatização bem-sucedida de uma de suas distribuidoras, CELG-D. O leilão teve apenas um <i>bid</i> da Enel Brasil, entretanto o valor a ser pago será de cerca de 28% de prêmio sobre o valor mínimo.</p>
<p>... 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Metalúrgica Gerdau</b>.</p>	<p>... positivos. As ações se apreciaram após a publicação dos resultados referentes ao 3º Trim. 16. Apesar de um trimestre desafiador, a empresa compensou o forte declínio no volume de vendas com queda nos custos e preços acima das expectativas no Brasil, resultando em uma margem EBITDA de 20%, bem acima do esperado pelos analistas.</p>

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX:** em geral, tiveram rentabilidade inferior ao *benchmark*, o qual se desvalorizou 5,00% no mês

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... o fato da lochpe-Maxion ser atualmente uma das líderes em produção de componentes automotivos nas Américas e líder 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>lochpe-Maxion</b>.</p>	<p>... negativos. A empresa reportou seus resultados referentes ao 3º Trim. 16, com a apreciação do real resultando em queda de receita, mas com melhora no controle de custos e resultado financeiro. Apesar dos números em linha com as expectativas, o cenário ainda desafiador para a demanda doméstica e a necessidade de uma redução da alavancagem impactaram negativamente os papéis da companhia.</p>
<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 <b>Vale</b>.</p>	<p>... negativos. Os papéis da companhia tiveram uma forte performance ao longo do mês seguindo o rally dos preços do minério de ferro no mercado internacional.</p>
<p>... a entrada de uma nova administração e conselho com novas propostas para a Eletrobras 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 conseqüente privatização dos ativos, impulsionando os papéis da empresa no curto prazo.</p>	<p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Eletrobras</b>.</p>	<p>... positivos. A performance das ações foi positiva no período, atrelada a privatização bem-sucedida de uma de suas distribuidoras, CELG-D. O leilão teve apenas um <i>bid</i> da Enel Brasil, entretanto o valor a ser pago será de cerca de 28% de prêmio sobre o valor mínimo.</p>
<p>... 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do benchmark em <b>Metalúrgica Gerdau</b>.</p>	<p>... positivos. As ações se apreciaram após a publicação dos resultados referentes ao 3º Trim. 16. Apesar de um trimestre desafiador, a empresa compensou o forte declínio no volume de vendas com queda nos custos e preços acima das expectativas no Brasil, resultando em uma margem EBITDA de 20%, bem acima do esperado pelos analistas.</p>

**FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO:** em geral, tiveram rentabilidade **inferior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se desvalorizou 4,65% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... o fato da lochpe-Maxion ser atualmente uma das líderes em produção de componentes automotivos nas Américas e líder 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em <b>lochpe-Maxion</b>.</p>	<p>... negativos. A empresa reportou seus resultados referentes ao 3º Trim. 16, com a apreciação do real resultando em queda de receita, mas com melhora no controle de custos e resultado financeiro. Apesar dos números em linha com as expectativas, o cenário ainda desafiador para a demanda doméstica e a necessidade de uma redução da alavancagem impactaram negativamente os papéis da companhia.</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 área, 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>... negativos. As ações caíram fortemente após a empresa reportar resultados fracos referentes ao 3º Trim. 16. Apesar da resiliente geração de fluxo de caixa, esta não foi suficiente para compensar os números piores relacionados as despesas financeiras e as perdas no e-commerce de sua subsidiária B2W. Adicionalmente, por se tratar de uma companhia alavancada, as notícias referentes a possibilidade da compra da BR Distribuidora ou da Via Varejo e a forte subida da curva de juros ao longo do mês também prejudicaram o desempenho dos papéis, com os investidores receosos a respeito da necessidade de um aumento de capital.</p>
<p>... a entrada de uma nova administração e conselho com novas propostas para a Eletrobras 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em <b>Eletrobras</b>.</p>	<p>... positivos. A performance das ações foi positiva no período, atrelada a privatização bem-sucedida de uma de suas distribuidoras, CELG-D. O leilão teve apenas um <i>bid</i> da Enel Brasil, entretanto o valor a ser pago será de cerca de 28% de prêmio sobre o valor mínimo.</p>
<p>... 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em <b>Metalúrgica Gerdau</b>.</p>	<p>... positivos. As ações se apreciaram após a publicação dos resultados referentes ao 3º Trim. 16. Apesar de um trimestre desafiador, a empresa compensou o forte declínio no volume de vendas com queda nos custos e preços acima das expectativas no Brasil, resultando em uma margem EBITDA de 20%, bem acima do esperado pelos analistas.</p>

## FUNDO LONG &amp; SHORT: rentabilidade em linha com o CDI.

Pensávamos que...	Portanto nós...		E os resultados foram...
... A companhia poderia apresentar resultados fracos, com menor nível de atividade e geração de caixa mais fraca do que o mercado esperava.	... montamos posição <i>short</i> em <b>CYRE3</b> .	+	... positivos. Os papéis foram negativamente impactados pelos resultados fracos divulgados pela companhia referentes ao terceiro trimestre. O destaque negativo ficou por conta da menor margem bruta e o quarto trimestre consecutivo de queima de caixa, levando a um aumento de alavancagem.
... 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.	... montamos posição <i>long</i> em <b>GOAU4</b> .	+	... positivos. As ações se apreciaram após a publicação dos resultados referentes ao 3º Trim. 16. Apesar de um trimestre desafiador, a empresa compensou o forte declínio no volume de vendas com queda nos custos e preços acima das expectativas no Brasil, resultando em uma margem EBITDA de 20%, bem acima do esperado pelos analistas.
... 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.	... montamos posição <i>long</i> em <b>SMT03</b> .	+	... negativos. As ações foram impactadas negativamente após a divulgação de seus resultados referentes ao 3º Trim. 16 aquém das expectativas. Os custos e estoques maiores que o esperado resultaram em um EBITDA inferior as projeções dos analistas. Além disso, a companhia revisou para baixo o <i>guidance</i> de 2016/17 por conta das recentes geadas que afetaram plantações de cana.
... 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.	... montamos posição <i>long</i> em <b>PETRA4</b> .	+	... negativos. Os papéis foram fortemente impactados após a eleição de Donald Trump para presidência dos EUA, seguindo o mal humor geral no mercado brasileiro de ações. Adicionalmente, as ações também sofreram com a divulgação de resultados da companhia mostrando o terceiro pior prejuízo de sua história atrelado a um <i>impairment</i> de R\$ 15,7 bi, e outros resultados não recorrentes.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

O Banco Central sinalizou na ata da reunião de novembro que está prestes a acelerar o ritmo de cortes na taxa Selic. Além disso, o comitê indicou que o orçamento total da flexibilização deve ter aumentado. Pelo lado fiscal, a PEC do teto de gastos está com trâmite avançado no Senado, e um amplo projeto de reforma da previdência foi enviado ao Congresso. Esperamos que a negociação flexibilize itens do projeto enviado, porém o ponto de partida é bastante adequado, representando uma economia da ordem de R\$700 bilhões em 10 anos. Pelo lado do cenário global, aumentaram as incertezas após a vitória de Donald Trump nas eleições americanas, o que colocou pressão sobre os ativos de países emergentes.

Reduzimos adicionalmente o risco da carteira através de posições tomadas em taxas pré-fixadas com vencimento em 2021. Continuamos com posições aplicadas em títulos IPCA com vencimento em 2021 e 2050, porém estamos taticamente mais cautelosos em função do cenário internacional incerto.

A moeda brasileira apresenta boas perspectivas com a melhora dos fundamentos locais.

Mantemos posições defensivas em Real através de uma operação comprada em volatilidade e saímos taticamente das posições compradas.

Apesar do cenário positivo para a economia mexicana, o resultado da eleição nos EUA deverá deixar o Peso sob pressão.

Continuamos taticamente fora de posições 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.

Apesar disso, saímos taticamente das posições vendidas em Rand.

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 e com notícias negativas vindas dos diversos processos eleitorais dos próximos meses.

Mantemos a posição 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. No entanto, a frustração com a velocidade da recuperação econômica tornou as perspectivas de curto prazo mais incertas.

Reduzimos a posição comprada em Ibovespa, mas mantemos a proteção através de venda de S&P 500.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

**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.

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.

**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.

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 portfólios. Além disso, os fundos também mantém uma exposição comprada em volatilidade de cambio via opções com vencimento em dezembro.

**Autoridade monetária dos EUA destoa das demais.** Os bancos centrais da Europa, Japão e agora pós Brexit do Reino Unido continuam às 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.

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.

*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](http://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](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, 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.**

