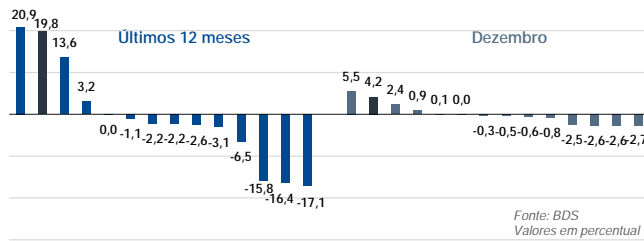


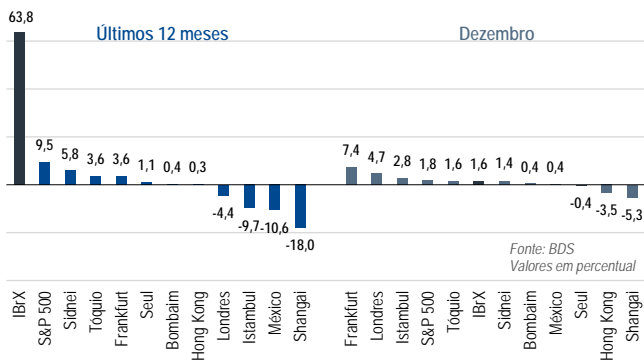
### Moedas (contra o dólar)

Rublo e Real de um lado, Lira Turca, Libra e Peso Mexicano do outro. O movimento das moedas em 2017 foi marcado principalmente por fatores domésticos.



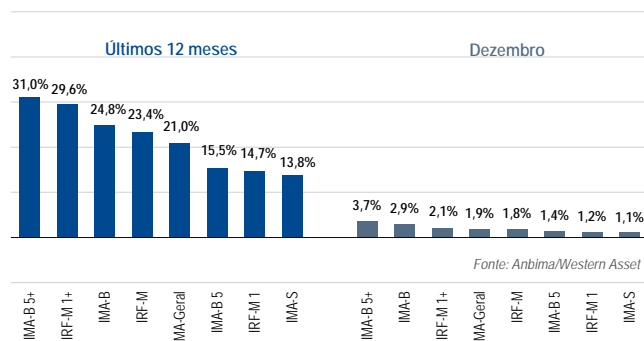
### Bolsas do mundo (em dólar)

Não teve para ninguém em 2016: a bolsa brasileira foi, de longe, a campeã de rentabilidade, fruto da virada política. No mês, destaque para as bolsas europeias.



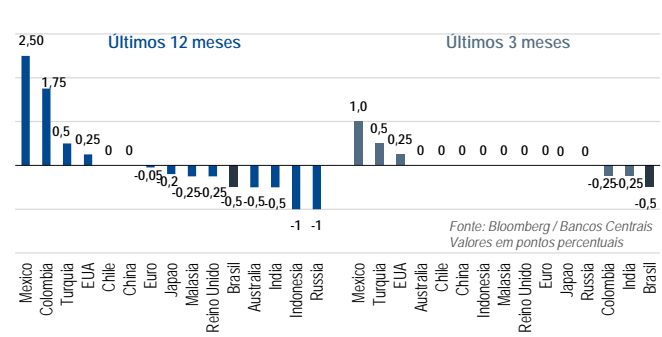
### Renda fixa local

Dezembro fechou no mesmo ritmo de 2016: taxas em queda livre. A combinação de uma atividade econômica extremamente fraca com uma política monetária dura fizeram as expectativas de inflação finalmente recuarem, abrindo espaço para a queda de toda a curva de juros, tanto nominais quanto reais. Esta queda refletiu-se na performance dos IMAs, principalmente os mais longos.



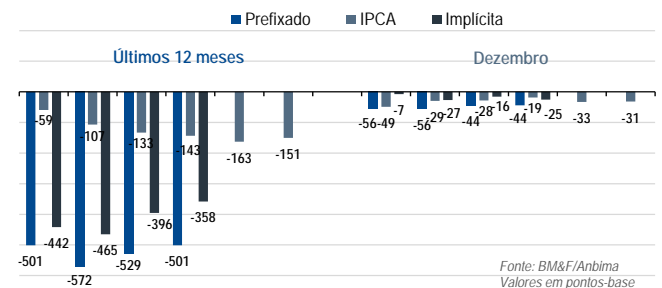
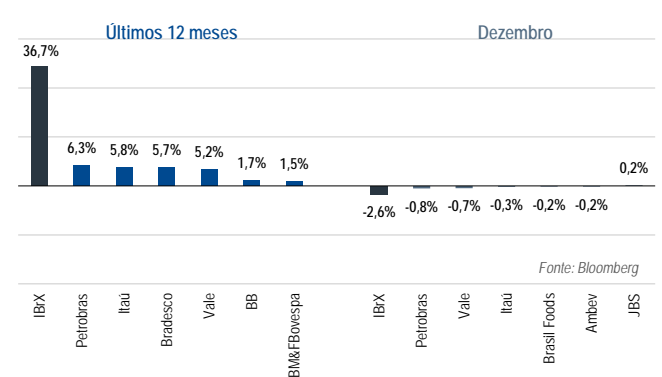
### Taxas básicas de juros - variação

O Brasil lidera o corte de juros no curto prazo, e deve assumir logo a liderança em prazos mais longos. Na outra ponta, o México corre atrás do Fed.












### Principais contribuições para o IBRX

2016 foi um ano positivo para a bolsa, puxada principalmente pelos bancos, Petrobras e Vale.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM DEZEMBRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
Vários eventos envolvendo os Presidentes da República e do Congresso aumentaram as incertezas sobre as possibilidades do avanço da agenda de reformas.			
O Banco Central Europeu anunciou diminuição do montante de compra mensal de títulos, de €80 bilhões para €60 bilhões.			
O Comitê de Política Monetária dos EUA decidiu elevar a taxa básica de juros em 25 pontos-base, para 0,5%. A previsão dos diretores do Fed para os juros em 2017 aumentou em 25 pontos-base, e para 2018, em 50 pontos-base.			
Apesar de tudo, as taxas das Treasuries subiram pouco no mês, mostrando que, talvez, o impacto das novas previsões do Fed e da eleição de D. Trump estejam já precificadas.			
O IPCA abaixo das expectativas e as constantes revisões para baixo do PIB fizeram crescer a convicção de que o BC pode aumentar a velocidade de corte da SELIC.			

## O QUE ESPERAMOS

### Cenário Global:

*Leia a seguir a análise de John Bellows, Portfolio Manager/Research Analyst da Western Asset, sobre a decisão do Fed de subir a taxa de juros, e suas implicações para o crescimento dos EUA.*

O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) aumentou a taxa de juros em 0,25%, como amplamente esperado. A queda da taxa de desemprego (agora em 4,6%), a ligeira aceleração do crescimento (as estimativas do Fed apontam para um crescimento acima de 2% no 2º semestre deste ano) e a recuperação das expectativas de inflação, que aumentaram em 50 pontos-base desde meados do ano, são os fatores que justificaram o aumento da taxa.

Os pontos mais interessantes da reunião que decidiu pelo aumento vieram na avaliação prospectiva do Comitê de Política Monetária. O Comitê não alterou materialmente a sua previsão de crescimento, embora o mercado pareça ter reavaliado esta perspectiva significativamente desde as eleições. O Comitê provavelmente decidiu que era prematuro fazer quaisquer mudanças relevantes em suas previsões de crescimento para 2017 ou mais adiante. Para este grupo de economistas cuidadosos, orientados empiricamente, há ainda muita incerteza sobre o tamanho, o escopo e as especificidades da política fiscal do novo governo, sem mencionar o que essas políticas podem efetivamente fazer pelo crescimento. Há uma preocupação real com uma política comercial mais dura, que pode afetar a demanda e o sentimento de risco. Finalmente, o Comitê está bem consciente das dificuldades de gerar uma recuperação no crescimento. A luta dos países em todo o mundo para encontrarem uma combinação de políticas bem sucedidas, que levem a um crescimento mais rápido, coloca em evidência este ponto.

O Comitê, no entanto, aumentou moderadamente sua previsão de quantos aumentos podem ser apropriados no próximo ano (a mediana das expectativas está agora em três aumentos, acima, portanto, dos dois aumentos previstos anteriormente). Isto é interessante, especialmente à luz das previsões inalteradas de crescimento. Embora seja impossível saber com certeza, alguns membros do Comitê podem estar preocupados com o impacto sobre a inflação decorrente de eventuais estímulos fiscais, que chegam em um momento em que a taxa de desemprego já se encontra em nível muito baixa. Fica evidente que a possibilidade do Comitê realmente subir a taxa de juros três vezes no próximo ano dependerá dos dados da economia daqui para frente. Mas, neste momento, o Comitê parece estar pronto para compensar alguns dos eventuais estímulos fiscais com uma política monetária mais restritiva. Se o Comitê procurasse, de fato, compensar alguns dos efeitos expansionistas dos estímulos fiscais, isso seria mais uma razão para ser cauteloso sobre as expectativas de crescimento dos EUA para o próximo ano.

### Cenário Doméstico

#### Renda Fixa

O mês de dezembro coroou um ano de ouro para a renda fixa, somente comparável a 2012. Naquele ano, o IMA-B subiu 26,7%, enquanto em 2016 subiu 24,8%. Para os juros prefixados, no entanto, foi ainda melhor: em 2012, o IRF-M1+ (benchmark que reúne os títulos prefixados com vencimentos superiores a um ano) subiu 17,2%, contra 29,6% neste ano. Apesar de estarem comemorando, alguns investidores podem estar sendo assombrados por um fantasma chamado 2013. Naquele ano, o IMA-B perdeu nada menos do que 10,0% de seu valor, contra um CDI de 8,5%. Foi um ano para esquecer na renda fixa. A pergunta muito justa de alguns investidores é se não haveria chance da repetição deste padrão: depois de um ano excepcional, com queda relevante das taxas de juros, não viria um ano ruim, ou mesmo desastroso, como foi 2013.

Para exorcizar este fantasma, precisamos entender o que levou ao aumento das taxas de juros em 2013 e se essas mesmas condições estariam presentes em 2017. Para começar, vejamos, na tabela a seguir, a variação da taxa de um título prefixado com vencimento em 5 anos e de um título indexado ao IPCA (a NTN-B), também com vencimento em 5 anos, tanto em 2012 quanto em 2016:

Tabela 1  
Variação das Taxas de Títulos Públicos

Título Público	2012	2016
Prefixado	-264 pontos-base	-546 pontos-base
NTN-B	-293 pontos-base	-122 pontos-base
Inflação Implícita	+29 pontos-base	-424 pontos-base

Fonte: Anbima, Western Asset. Em 30 dez 16.

Observe como as taxas das NTN-B recuaram um pouco mais em 2012 do que em 2016, justificando uma performance melhor do IMA-B naquele ano, comparado com este que acaba de terminar. O comportamento das taxas prefixadas, no entanto, foi inverso: as taxas recuaram muito mais em 2016 do que em 2012, fazendo com que o IRF-M1+ apresentasse rentabilidade muito melhor neste ano. O efeito desta diferença de comportamento pode ser observado na linha “inflação implícita”, que é a diferença entre a taxa prefixada e a taxa da NTN-B: enquanto em 2012 a inflação implícita subiu ligeiramente, em 2016 despencou mais de 400 pontos-base. Isto significa que o mercado aposta em uma queda significativa da inflação nos próximos

anos, o que não aconteceu em 2012.

Vamos relembra aquele ano: o governo Dilma estava implementando várias medidas heterodoxas de estímulo à economia, entre as quais reinava a queda da taxa SELIC mesmo com a inflação perto do teto da meta. As taxas de juros de prazos mais longos acompanharam a queda da SELIC em 2012, mas na medida em que a inflação voltou a subir, e a SELIC teve que ser elevada a partir do 2º semestre de 2013, as demais taxas acompanharam. A história deste ano de 2016 é completamente diferente: as taxas caíram não porque a SELIC caiu, mas porque espera-se uma inflação muito menor no futuro. Temos, assim, um movimento de queda de juros mais robusto e embasado em fundamentos, que será ratificado somente a posteriori pela queda da taxa SELIC. Assim, a possibilidade de um novo 2013 parece remota.

Apenas uma última observação, referente ao cenário global: em 2013, os mercados foram pegos de surpresa com o anúncio, por parte do Fed, do fim do *Quantitative Easing*. Quando Ben Bernanke avisou, em maio, que iria descontinuar este programa de compra de títulos até dezembro daquele ano, as Treasuries subiram até o nível de 3%, espalhando o pânico nos mercados de renda fixa ao redor do planeta, afetando também as taxas de juros no Brasil. Alguns investidores podem ter receio de que o mesmo ocorra em 2017, com a prevista elevação das taxas básicas de juros nos EUA. No entanto, é importante salientar a diferença entre os dois cenários: enquanto em 2013 Bernanke pegou os mercados de surpresa, o Fed de Janet Yellen faz questão de ser o mais previsível possível, anunciando com antecedência os seus prováveis passos. Tanto é assim que duas ou três elevações das taxas dos Fed Funds em 2017 já estão nas contas do mercado, enquanto o *tapering*<sup>1</sup> estava longe do radar dos agentes econômicos no início de 2013. A não ser que haja uma surpresa em termos de intensidade da subida dos juros ao longo do ano, não deveríamos ver impacto relevante deste movimento nos juros locais.

## Câmbio

Com exceção do Rublo, o Real foi a moeda que mais se valorizou no mundo em dezembro, coroando um ano de ouro para a moeda brasileira, que se valorizou 19,8% em relação ao Dólar em 2016, na sua melhor performance desde 2009. A virada política teve papel central nesta performance, mas a recuperação, ainda que tímida, dos preços das commodities, também ajudou.

O comportamento do Real dependerá basicamente da interação entre os fatores que já vêm sendo importantes para a moeda: 1) se o aumento das taxas de juros nos EUA ficar dentro do que está sendo precificado pelo mercado (dois aumentos neste ano e três aumentos

em 2018), o efeito sobre a moeda deve ser neutro; 2) o andamento positivo do ajuste fiscal no Brasil, com a consequente redução do risco-país, deve continuar a ser um fator positivo para a moeda; 3) a continuidade da recuperação dos preços das commodities, em função da perspectiva de recuperação da atividade econômica global, também pode ajudar na valorização do Real; 4) um risco para as moedas de emergentes em 2017 seria uma “guerra comercial” entre EUA e China, com “desvalorizações competitivas” por parte desta última.

Analisando em conjunto estes fatores, avaliamos que o Real pode continuar em sua tendência de valorização real, ainda que em ritmo muito menor do que no ano que passou.

## Bolsa

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

<sup>1</sup> *Tapering*: nome que se deu à diminuição do ritmo de compras de títulos por parte do Fed.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... os fracos fundamentos econômicos aliados a uma possível melhora de percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento de reformas estruturais, poderia levar a uma queda das taxas de juros locais, salvo se houvesse uma deterioração da percepção de risco global por conta de declarações do recém eleito presidente americano.	... aumentamos a exposição a pré-fixados de curto prazo que poderiam se beneficiar de uma aceleração do passo de cortes da Selic.	... positivos. As taxas de juros caíram no mês em decorrência dos dados de atividade mais fracos e dos números de inflação mais baixos.
... 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...
... 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.	... aumentamos um pouco a utilização de risco dos portfólios ao incrementarmos o tamanho da posição aplicada em juros de curto prazo e remontamos uma carteira de moedas diversificadas.	+ ... positivos. O fechamento das taxas de juros e os posicionamentos em renda variável contribuíram para a performance positiva dos multimercados.
... 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, 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.	+ ... positivos. O desempenho do fundo apresentou um retorno superior 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.	+ ... positivos, na medida em que a combinação de estratégias globais acabou resultando em performance superior 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.	- ... negativos. O carregamento dos títulos privados subtraiu 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.	- ... negativos. O carregamento dos títulos privados subtraiu 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 movimento das taxas de juros atreladas às operações cambiais.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... os fracos fundamentos econômicos aliados a uma possível melhora de percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento de reformas estruturais, poderia levar a uma queda das taxas de juros locais, salvo se houvesse uma deterioração da percepção de risco global por conta de declarações do recém eleito presidente americano.	... aumentamos a exposição a pré-fixados de curto prazo que poderiam se beneficiar de uma aceleração do passo de cortes da Selic.	+ ... positivos. As taxas de juros caíram no mês em decorrência dos dados de atividade mais fracos e dos números de inflação mais baixos.
... 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 acima 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, aumentamos 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.	+ ... positivos. As taxas de juros cederam no mês por conta dos dados de atividade econômica mais fraca e de inflação mais baixa no Brasil, sinalizando que o BC teria mais espaço do que o anteriormente imaginado para cortar taxas de juros.
... um <i>hedge</i> 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 pequena posição vendida em Real em relação ao dólar e uma posição comprada em volatilidade de dólar.	
... 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	- ... negativos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio subtraiu valor do portfólio.
... uma carteira diversificada em moedas poderia ser uma fonte de retorno complementar à estratégia do produto.	... montamos uma carteira diversificada em moedas, apostando na alta do Dólar e numa continuada desvalorização do lene e do Euro frente a outras moedas como Peso Mexicano e Franco Suíço.	
... 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.	+ ... positivos. Os posicionamentos em renda variável adicionaram 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...
<p>... 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.</p>	<p>... mantivemos nossa exposição acima do ponto neutro em renda variável.</p>	<p>- ... negativos. O índice IBrX apresentou desempenho inferior à renda fixa no mês de dezembro.</p>

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA:** em geral, tiveram rentabilidade **inferior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se desvalorizou 2,71% no mês..

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a continuidade do processo de reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.	... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>Eletrobras</b> .	... negativos. As ações da empresa se depreciaram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance forte nos períodos anteriores, onde atingira a máxima histórica de cotação do papel.
... a Metalúrgica Gerdau poderia se beneficiar de uma eventual volta à normalidade da economia brasileira e uma eventual queda futura nas taxas de juros. Além disso, com a eleição de Donald Trump nos EUA, a empresa seria uma das principais beneficiadas com as novas políticas de protecionismo (aumento de preços de metais) e com o potencial aumento de gastos públicos em infraestrutura (maior demanda por seus produtos).	... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>Metalúrgica Gerdau</b> .	... negativos. As ações da empresa se depreciaram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado forte desempenho nos períodos anteriores.
... 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.	... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>lochpe-Maxion</b> .	... negativos. Os papéis sofreram grande queda após a companhia anunciar um aumento relevante de capital de R\$ 400 milhões a um preço de oferta inferior ao preço de fechamento de mercado no dia do anúncio. Além disso, o risco atrelado a implementação de novas políticas comerciais entre México e EUA prejudicou o desempenho dos papéis no período.
... a Klabin por ter grande participação no resiliente mercado latino-americano de embalagens, com boas perspectivas de crescimento através de novos projetos: desgargalamento da linha de papelão revestido, máquina de papel reciclado, e com a otimização da produção e dos custos da unidade Puma de celulose, obteria um melhor resultado em 2016 do que o projetado pelo mercado.	... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>Klabin</b> .	... positivos. As ações se apreciaram em dezembro com os analistas revisando as expectativas para o preço de celulose para 2017 e 2018. Segundo as novas análises a queda nos preços será inferior ao estimado anteriormente.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX:** em geral, tiveram rentabilidade inferior ao *benchmark*, o qual se desvalorizou 2,55% no mês

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... a Metalúrgica Gerdau poderia se beneficiar de uma eventual volta à normalidade da economia brasileira e uma eventual queda futura nas taxas de juros. Além disso, com a eleição de Donald Trump nos EUA, a empresa seria uma das principais beneficiadas com as novas políticas de protecionismo (aumento de preços de metais) e com o potencial aumento de gastos públicos em infraestrutura (maior demanda por seus produtos).</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>Metalúrgica Gerdau.</b></p>	<p>... negativos. As ações da empresa se depreciaram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado forte desempenho nos períodos anteriores.</p>
<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 <i>benchmark</i> em <b>lochpe-Maxion.</b></p>	<p>... negativos. Os papéis sofreram grande queda após a companhia anunciar um aumento relevante de capital de R\$ 400 milhões a um preço de oferta inferior ao preço de fechamento de mercado no dia do anúncio. Além disso, o risco atrelado a implementação de novas políticas comerciais entre México e EUA prejudicou o desempenho dos papéis no período.</p>
<p>... a continuidade do processo de reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>Eletrobras.</b></p>	<p>... negativos. As ações da empresa se depreciaram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance forte nos períodos anteriores, onde atingira a máxima histórica de cotação do papel.</p>
<p>... a Klabin por ter grande participação no resiliente mercado latino-americano de embalagens, com boas perspectivas de crescimento através de novos projetos: desgargalamento da linha de papelão revestido, máquina de papel reciclado, e com a otimização da produção e dos custos da unidade Puma de celulose, obteria um melhor resultado em 2016 do que o projetado pelo mercado.</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>Klabin.</b></p>	<p>... positivos. As ações se apreciaram em dezembro com os analistas revisando as expectativas para o preço de celulose para 2017 e 2018. Segundo as novas análises a queda nos preços será inferior ao estimado anteriormente.</p>

**FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO:** em geral, tiveram rentabilidade **inferior** ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se desvalorizou 2,71% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... a Metalúrgica Gerdau poderia se beneficiar de uma eventual volta à normalidade da economia brasileira e uma eventual queda futura nas taxas de juros. Além disso, com a eleição de Donald Trump nos EUA, a empresa seria uma das principais beneficiadas com as novas políticas de protecionismo (aumento de preços de metais) e com o potencial aumento de gastos públicos em infraestrutura (maior demanda por seus produtos).</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>Metalúrgica Gerdau.</b></p>	<p>... negativos. As ações da empresa se depreciaram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado forte desempenho nos períodos anteriores.</p>
<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 <i>benchmark</i> em <b>lochpe-Maxion.</b></p>	<p>... negativos. Os papéis sofreram grande queda após a companhia anunciar um aumento relevante de capital de R\$ 400 milhões a um preço de oferta inferior ao preço de fechamento de mercado no dia do anúncio. Além disso, o risco atrelado a implementação de novas políticas comerciais entre México e EUA prejudicou o desempenho dos papéis no período.</p>
<p>... a continuidade do processo de reestruturação da estatal e consequente privatização dos ativos, poderia impulsionar os papéis da empresa no curto prazo.</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>Eletrobras.</b></p>	<p>... negativos. As ações da empresa se depreciaram devido à realização de lucros, visto que havia apresentado performance forte nos períodos anteriores, onde atingira a máxima histórica de cotação do papel.</p>
<p>... a Klabin por ter grande participação no resiliente mercado latino-americano de embalagens, com boas perspectivas de crescimento através de novos projetos: desgargalamento da linha de papelão revestido, máquina de papel reciclado, e com a otimização da produção e dos custos da unidade Puma de celulose, obteria um melhor resultado em 2016 do que o projetado pelo mercado.</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em <b>Klabin.</b></p>	<p>... positivos. As ações se apreciaram em dezembro com os analistas revisando as expectativas para o preço de celulose para 2017 e 2018. Segundo as novas análises a queda nos preços será inferior ao estimado anteriormente.</p>

FUNDO LONG & SHORT: rentabilidade superior com o CDI.

Pensávamos que...	Portanto nós...		E os resultados foram...
... as ações de Sanepar poderiam se beneficiar de maneira substancial com a revisão da base de ativos e consequente revisão tarifária.	... montamos posição <i>long</i> em <b>SAPR4</b> .	+	... positivos. A oferta de papéis da empresa em 21/12 contou com forte demanda dos investidores o que acabou por impulsionar a ação no dia da emissão e nos dias seguintes. Além disso, o processo da revisão de base ativos avançou no período.
... uma revisão tarifária extraordinária reconhecendo as dificuldades operacionais na área de concessão da Light poderia melhorar substancialmente o resultado da empresa.	... montamos posição <i>long</i> em <b>LIGT3</b> .	+	... positivos. Os papéis da companhia passaram por um forte <i>rally</i> com a notícia de antecipação da revisão tarifária por parte da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL). Embora a revisão, a qual resulta em uma melhor remuneração de capital para empresa, já era aguardada pelo mercado, houve um avanço relevante com o início da audiência pública.
... apesar de ser uma empresa sólida, ter um bom posicionamento competitivo e resiliência de resultados, a ações da Cielo possuíam um valuation caro (bem precificadas).	... montamos posição <i>short</i> em <b>CIEL3</b> .	+	... positivos. Os papéis da empresa se depreciaram fortemente com a intensificação dos ruídos referentes a mudanças regulatórias e tributárias, exemplificadas pela reforma do Imposto Sobre Serviços (ISS).
... 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>PETR4</b> .	-	... negativos. Houve muita volatilidade no preço da ação no período, seguindo a volatilidade dos preços do petróleo. No entanto, o papel acabou fechando o mês no terreno negativo com a intensificação de ruídos políticos e um movimento de realização de lucros dos investidores.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

O Banco Central surpreendeu o mercado ao cortar a Selic em 75 pontos-base em janeiro. Embora não esperássemos tal redução, entendemos que os dados recentes de atividade e inflação realmente apontam para um ciclo mais profundo de afrouxamento monetário. Os riscos para a renda fixa local continuam, portanto, vindo pelo lado externo, com as incertezas em relação às políticas monetária, fiscal e comercial nos EUA.

Aumentamos consideravelmente as posições na parte curta da curva pré-fixada, no vencimento 2019. Para proteger a carteira contra os riscos externos, mantemos posições tomadas a partir do vencimento 2021.

Do lado dos juros reais, também mantemos posições relevantes na parte longa da curva de NTN-Bs.

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 de o resultado da eleição nos EUA manter o Peso Mexicano sob pressão, entendemos que a forte desvalorização ocorrida já incorporou parte desse cenário desafiador.

Voltamos a uma pequena 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.

Voltamos a uma pequena posição vendida no 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.

A política de meta para taxa longa de juros no Japão combinada a uma maior velocidade de normalização monetária nos EUA aponta para um cenário de desvalorização do Iene.

Montamos posições vendidas na moeda japonesa, a fim de proteger a carteira local em cenários de maior elevação de taxas de juros nos EUA.

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.

Mantemos a posição comprada em Ibovespa, com 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 alteração na composição do BC, adicionada à mudança na equipe econômica como um todo pode levar a uma queda no nível 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.** A inflação começa a surpreender positivamente e os diversos indicadores de atividade continuam a mostrar fraqueza, tornando a transição para um equilíbrio macroeconômico mais difícil. A queda na arrecadação do governo continua a assombrar as expectativas e dificultam a situação fiscal de equilíbrio.

Como forma de tentar encontrar alguma defesa para uma piora na avaliação de risco pelos investidores ou por aumento de incerteza nos mercados internacionais, os fundos multimercados permanecem com uma exposição comprada em volatilidade de câmbio via opções. Durante o segundo semestre esse foi um dos hedges utilizados substituindo a posição comprada em dólares.

**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 ou postergar os atuais, enquanto o FED vem sinalizando aumentos gradativos de juros e preocupação com possibilidade de futura expansão fiscal do novo governo. Por ora o mercado ainda aguarda sinais mais claros do novo governo.

Os fundos Multimercados têm mantido uma posição comprada em dólares contra moedas de países desenvolvidos e emergentes, por entendermos que a postura distinta do banco central dos EUA deveria justificar uma valorização de sua moeda. Além disso, os fundos têm mantido posições tomadas em juros mais curtos e aplicadas em juros de longo prazo que se beneficiariam de uma redução da inclinação da curva de juros Americanos.



*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.*

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

*© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes, seus respectivos consultores de investimentos e terceiros interessados. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.*

