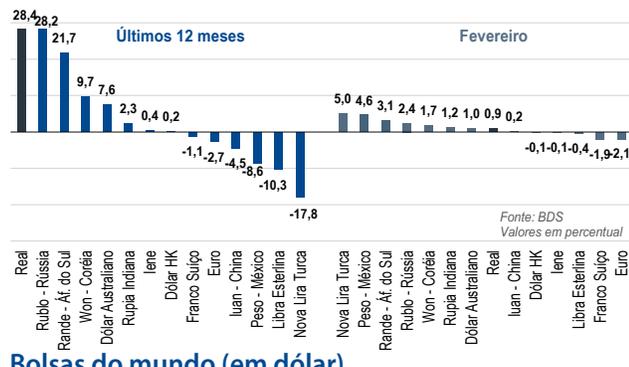


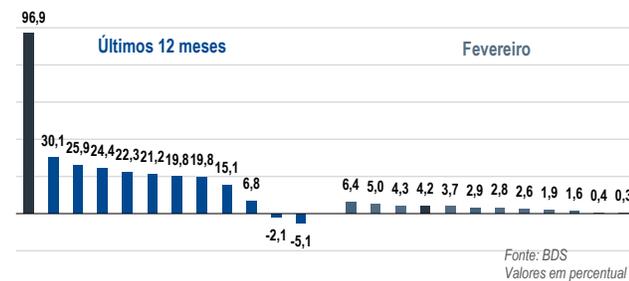
Moedas (contra o dólar)

Rublo e Real de um lado, Lira Turca, Libra e Peso Mexicano do outro. O movimento das moedas nos últimos 12 meses foi marcado principalmente por fatores domésticos.



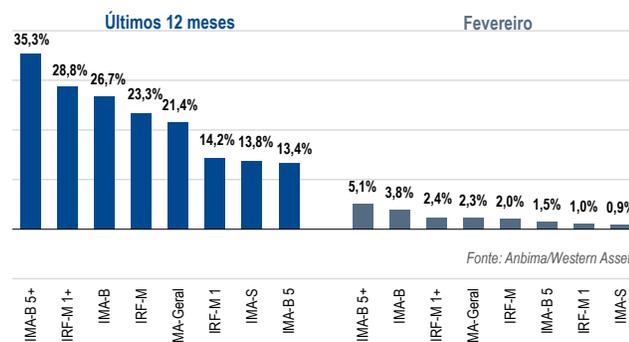
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira dobrou de valor em dólares nos últimos 12 meses, fruto da virada política. No mês, as bolsas continuaram a performar bem, na cola das bolsas dos EUA..



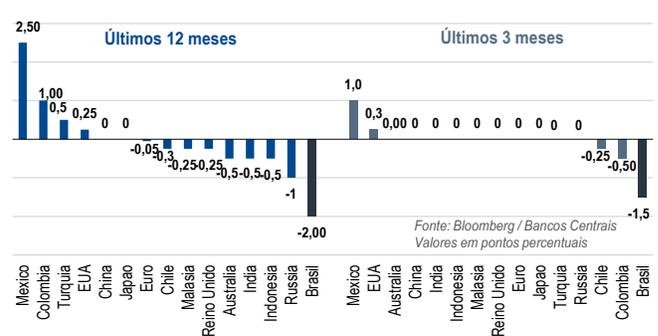
Renda fixa local

O movimento das taxas de juros vem refletindo uma queda significativa da inflação esperada. Por isso, os maiores beneficiados foram os títulos prefixados, o que acabou se traduzindo em uma melhor relação performance/risco dos IRF-Ms em relação aos IMA-Bs.



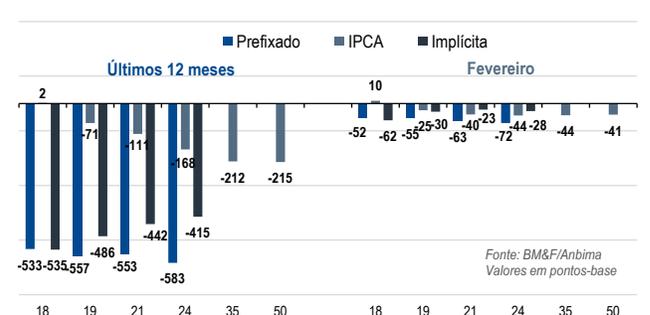
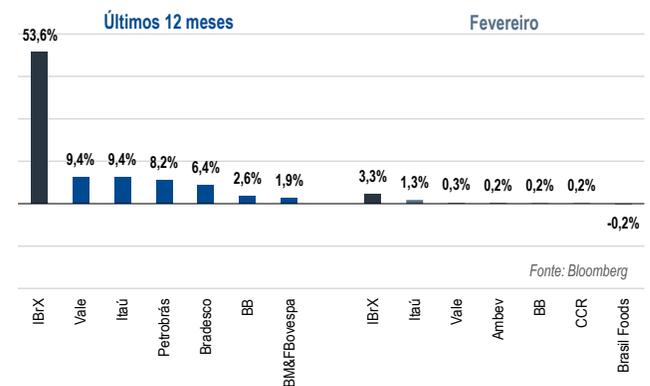
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil lidera o corte de juros no mundo. Na outra ponta, o México corre atrás do Fed.



Principais contribuições para o IBrX

Em mais um mês positivo para a bolsa, Itaú e CCR foram os destaques, com altas de 9,6% e 16,6%. Bons resultados e quedas das taxas de juros ajudaram.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM FEVEREIRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O Copom, desta vez, não surpreendeu o mercado, e voltou a cortar a Selic em 75 pontos-base. No entanto, deixou a porta aberta para um ciclo mais longo e para cortes maiores no futuro.			
A inflação continuou surpreendendo positivamente, ainda que em menor intensidade.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Global:

Desde que Donald Trump foi confirmado como o 45º presidente dos EUA, no dia 09/11 do ano passado, até o fim de fevereiro, o S&P500 subiu 9,3%, o dólar se valorizou 2,5% contra uma cesta de moedas ponderada pelo comércio exterior americano, enquanto a Treasury de 10 anos subiu 29 pontos-base. Cada mercado reagiu à eleição de Trump de maneira diversa. Vejamos.

O S&P500 vinha em tendência de alta desde 2011, que foi interrompida em 2015, quando passou a ter comportamento lateral (entre 1.800 e 2.100 pontos). Este comportamento lateral foi claramente deixado para trás após a eleição de Trump: o S&P500 atingiu a marca de 2.364 pontos no final de fevereiro, marcando alta de 3,7% em fevereiro e, como dissemos, 9,3% desde a eleição.

O mercado de taxas de juros apresentou um comportamento diferente: depois de bater a mínima de 1,37% em julho/16, a Treasury de 10 anos vinha subindo, e atingiu o patamar de 1,88% na véspera da eleição de Trump. Logo depois da eleição, no entanto, a taxa deu um salto, atingindo a máxima de 2,57% no final de 2016. Desde então, no entanto, a taxa da Treasury de 10 anos começou a ceder, e fechou fevereiro em 2,36%.

Por fim, o câmbio. O movimento pós-Trump foi bastante modesto, se compararmos com a valorização de 25% do dólar entre julho/2014 e março/2015. De fato, hoje a moeda americana está somente 3% acima do patamar que estava em março/2015, data a partir da qual o dólar se manteve em movimento lateral.

Como explicar esses movimentos? Vamos revisitar os cenários que tínhamos logo após as eleições, e que podemos ver no Quadro 1 a seguir:

Quadro 1
Cenário após as eleições dos EUA

Medidas	“Republicanomics”	“Trumpnomics”
Redução de Impostos	Sim	Sim
Investimentos governamentais	Sob condições	Sim
Desregulamentação	Sim	Sim
Protecionismo comercial	Não	Sim

↓

Efeitos (em relação à situação anterior)	“Republicanomics”	“Trumpnomics”
Inflação	↑ ↓	↑ ↑
Taxa de Juros	↑	↑ ↑
Dólar x G3	↑	↓
Dólar x EM	↑	↑
Bolsa americana	↑	↑ ↓

Fonte: Western Asset

Chamamos o primeiro cenário de “Republicanomics”. Neste cenário, Trump conseguiria implementar apenas a agenda do Partido Republicano, tendo dificuldade de avançar com a sua agenda de campanha, principalmente no que se refere ao protecionismo comercial. Este cenário implicaria em um maior crescimento da economia americana, com a inflação um pouco mais alta. O reflexo deste cenário no mercado seriam taxas de juros um pouco mais altas, dólar e bolsa mais valorizados.

No segundo cenário, que chamamos de “Trumpnomics”, a agenda de campanha seria implementada 100%, incluindo o protecionismo comercial. Neste cenário, a taxa de juros deveria subir de maneira relevante, para compensar uma inflação bem mais alta, mas o efeito sobre a bolsa seria dúbio, pois muitas empresas seriam prejudicadas pelo protecionismo. Já o dólar poderia se desvalorizar em relação às moedas do G3 (países desenvolvidos), em função do aumento da percepção de risco sobre a economia americana.

Analisando o comportamento dos mercados financeiros até o momento, e com a ressalva de que ainda é muito cedo para tirar conclusões definitivas, o mercado parece ter comprado o cenário “Republicanomics”, principalmente quando observamos a bolsa. A taxa de juros também é um indicador de moderação: subiu, mas somente até certo ponto, quando passou a recuar.

Ou seja, até o momento, o discurso de campanha de Trump, no entender dos mercados, ainda é só discurso. Se os mercados estiverem corretos nesta percepção, poderemos ter, em 2017, um cenário ainda benigno para a economia global, com retomada do crescimento econômico americano, mas ainda com taxas de juros em patamares baixos, mesmo que se elevando moderadamente ao longo do ano. Este cenário, que o presidente do BC brasileiro chamou de “interregno benigno”, continuaria sendo bastante positivo para mercados emergentes.

*Cenário Doméstico***Renda Fixa**

Com a divulgação do IPCA-15 de fevereiro, pela primeira vez desde fevereiro de 2010 (portanto exatos 7 anos depois) temos todos os principais componentes da inflação – preços administrados, *tradables*, serviços e alimentação – no teto ou abaixo do teto da meta da inflação. O comportamento da inflação de serviços é o mais notável, dado que é o único componente que depende inteiramente da política monetária e do hiato do produto: depois de atingir o pico de 9,1% em junho/14, fechou em 6,1% em fevereiro. Portanto, 300 pontos-base de desinflação em dois anos e meio. É a primeira vez que o BC consegue este nível de desinflação neste componente do IPCA desde o ano 2000. E o atual nível é o menor desde agosto/2008.

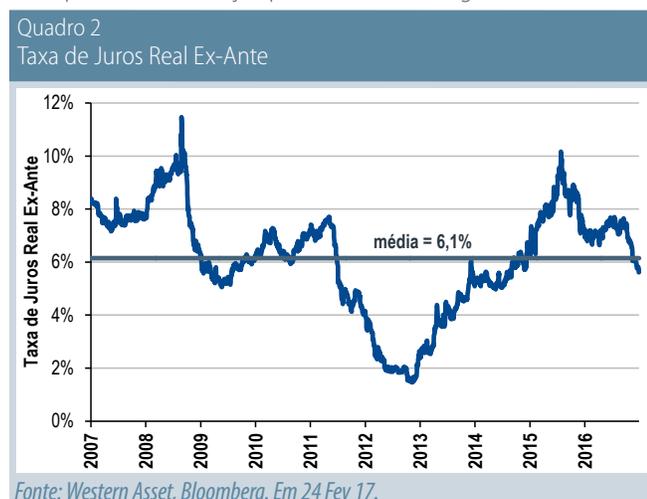
Em maio de 2016, quando a atual diretoria do BC tomou posse, a expectativa para o IPCA de 2017 estava em 5,5%. Aliás, este era o nível padrão para a inflação futura, dado o histórico do BC anterior. Hoje, esta mesma expectativa está em 4,35%. Abaixo, portanto, da meta.

Tanto quando olhamos para a inflação corrente, como quando olhamos para as expectativas, o quadro é bastante benigno, o que escancara as portas para um super-ciclo de afrouxamento monetário. É o que sugere o comunicado da última reunião do COPOM, realizada em 22/02. As menções tanto à “extensão do ciclo” quanto a uma “possível intensificação do ritmo de flexibilização monetária” sugerem um BC aberto a qualquer trajetória de cortes da Selic.

E do que depende esta trajetória? Basicamente da avaliação que o BC fará, ao longo do tempo, do nível da “taxa de juros estrutural da economia brasileira”. Este conceito, bastante discutido entre os economistas, foi introduzido explicitamente pelo BC, pela primeira vez, neste último comunicado.

O conceito é simples: trata-se da taxa de juros real que equilibra inflação e crescimento econômico. Em outras palavras, é o nível da taxa de juros que não é nem expansionista, nem contracionista. Se o conceito é simples, a sua estimativa é bastante complexa e controversa. Não conseguimos observar diretamente a taxa de juros estrutural, mas conseguimos inferir o seu nível através da observação do efeito das taxas de juros sobre a inflação e o crescimento econômico. Observando estas duas variáveis, podemos dizer, ex-post, que a taxa de juros praticada teve efeito contracionista ou expansionista sobre a economia.

Uma sensibilidade muito grosseira sobre o que tem sido a taxa de juros estrutural da economia brasileira pode ser obtida a partir da média das taxas de juros reais praticadas no Brasil nos últimos, digamos, 10 anos. É o que mostramos no gráfico a seguir, onde podemos observar o comportamento da taxa de juros real ex-ante de 1 ano, ou seja, a diferença entre a taxa prefixada de 1 ano em uma determinada data, e a expectativa de inflação para os 12 meses seguintes.



A média foi de 6,1%, o que parece indicar que a autoridade monetária se movimentou em torno deste patamar nos últimos 10 anos.

No entanto, a avaliação do nível da taxa de juros estrutural vai, certamente, muito além de uma média histórica. Este nível muda com o tempo, dependendo das condições do país. O nível de ociosidade da economia tem o seu papel, e quanto mais alto este nível, menor será a taxa de juros estrutural. Assim, é bem possível que a taxa de juros estrutural, hoje, esteja abaixo da média dos últimos 10 anos. Nossa avaliação é de que esta taxa esteja próxima dos 5%, podendo ser até menos.

Isto significa que, considerando uma inflação projetada de 4,5%, a taxa nominal estrutural seria algo como 9,5%. No entanto, é provável que o BC persiga uma taxa de juros real expansionista. Ou seja, abaixo da taxa de juros estrutural. Por isso, a nossa avaliação é de que a Selic seja derrubada até 8,5% ao final do processo de afrouxamento monetário. Isto significa que o BC teria mais 3,75% de espaço para cortes. Uma avenida, que permitiria, inclusive, a aceleração do passo para 1% na próxima reunião, a depender dos dados correntes de inflação e atividade.

Câmbio

Em fevereiro, o Real valorizou-se em relação às moedas das economias desenvolvidas, mas perdeu para os seus pares emergentes, como o peso mexicano, a lira turca e o rublo. O BC rolou apenas um terço dos swaps vencendo no mês, o que pode explicar o comportamento mais comedido da moeda brasileira em relação aos emergentes.

O comportamento do Real continuará dependendo 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, e a atuação do BC até o momento, avaliamos que o Real pode continuar em sua tendência de valorização real.

Bolsa

Os comentários sobre a bolsa brasileira estão disponíveis em nossa [Carta Mensal de Renda Variável](#).

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... 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 dos rumos adotados por Trump na condução de seu governo.</p>	<p>... aumentamos a exposição a pré-fixados e juros reais de curto prazo que poderiam se beneficiar de uma aceleração do passo de cortes da Selic.</p>	<p>... positivos. As taxas de juros recuaram no mês em decorrência dos dados de atividade mais fracos e dos números de inflação mais baixos no Brasil, que levaram o BC a acelerar o passo de corte da Selic. Adicionalmente, no cenário externo, o mercado absorveu as declarações polêmicas de Trump sem penalizar os preços dos ativos.</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...
... os fracos fundamentos econômicos e o provável recuo adicional da percepção de risco Brasil decorrente do encaminhamento das medidas de ajuste fiscal poderiam levar a uma redução das taxas de juros locais. Uma deterioração no exterior poderia se configurar como fonte de risco para as posições.	... mantivemos posição aplicada em juros locais, principalmente através de NTN-Bs e juros nominais curtos e exposição à renda variável. Como forma de proteção, mantivemos uma carteira de moedas diversificada e posição vendida em juros longos.	+ ... positivos. Os posicionamentos em taxas de juros 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.	- ... 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.	+ ... positivos, na medida em que a combinação de estratégias globais acabou resultando em performance superior à do CDI.
... um fundo de ações globais diversificado poderia ser uma excelente forma de aumentar a exposição ao mercado de renda variável, sem concentrar a exposição a empresas listadas no Brasil.	... mantivemos alocação em um fundo de ações globais, indexado ao MSCI como forma de diversificação.	- ... negativos. O desempenho do fundo ficou abaixo do MSCI Global, corrigido pela variação cambial.

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.	- ... negativos, pois o fundo foi prejudicado 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 dos rumos adotados por Trump na condução de seu governo.

... aumentamos a exposição a pré-fixados e juros reais de curto prazo que poderiam se beneficiar de uma aceleração do passo de cortes da Selic

+

... positivos. As taxas de juros recuaram no mês em decorrência dos dados de atividade mais fracos e dos números de inflação mais baixos no Brasil, que levaram o BC a acelerar o passo de corte da Selic. Adicionalmente, no cenário externo, o mercado absorveu as declarações polêmicas de Trump sem penalizar os preços dos ativos.

... 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 e uma combinação de exposições aplicadas em pré-fixados de curto prazo e vendidas em pré-fixados de longo prazo	... positivos. As taxas de juros recuaram no mês em decorrência dos dados de atividade mais fracos e dos números de inflação mais baixos no Brasil, que levaram o BC a acelerar o passo de corte da Selic. Adicionalmente, no cenário externo, o mercado absorveu as declarações polêmicas de Trump sem penalizar os preços dos ativos.
... 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 a uma política de incentivo a atividade empresarial e a possibilidade de implantação de restrições ao comércio internacional.	... montamos uma carteira diversificada em moedas, apostando na alta do Dólar contra moedas asiáticas, e numa desvalorização de moedas de Europa e de países mais ligados a commodities.	... negativos. Os posicionamentos em renda variável subtraíram valor do portfólio.
... 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	... as estratégias no exterior subtraíram valor ao longo do mês.
... 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.	

ASSET ALLOCATION: em geral, **efeito positivo** 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 cenário benigno para a inflação.</p>	<p>... mantivemos nossa exposição acima do ponto neutro em renda variável.</p>	<p>+ ... positivos. O índice IBrX apresentou desempenho superior à renda fixa no mês de fevereiro.</p>

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: em geral, tiveram rentabilidade **em linha** com o benchmark, o qual se valorizou 3,08% no mês..

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... a CCR poderia se beneficiar com as perspectivas de queda de juros e boas perspectivas de crescimento de seu portfólio. O Governo Federal está preparando uma rodada de concessões para destravar o investimento em infraestrutura no Brasil e a CCR tem boas chances de arrematar rodovias, aeroportos e ativos de mobilidade urbana. Além disso, a empresa está muito bem posicionada para adquirir ativos no mercado secundário que devem ser colocados à venda.	... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em CCR positivos. Os papéis seguiram se apreciando ao longo de fevereiro, após a empresa concluir com sucesso seu aumento de capital. O excesso de demanda pelos papéis proporcionou o volume de emissão 15% maior que o esperado inicialmente. O aumento de capital permite a companhia a melhorar seu nível de alavancagem e dá suporte para participar em oportunidades de investimentos futuras.
... existia uma oportunidade de investimento na International Meal Company, com a expectativa de que a recondução do business somado a entrega de melhora em vendas e margens levaria a uma valorização dos papéis.	... mantivemos posição abaixo do <i>benchmark</i> em IMC positivos. A ação se valorizou no período mas sem notícias relevantes.
... o fato das vendas do setor farmacêutico apresentarem correlação baixíssima com a atividade econômica geral, de forma que mesmo uma contração severa do PIB não deveria acarretar em 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 <i>benchmark</i> em Raia Drogasil	... negativos. Os papéis da empresa se depreciaram após a publicação dos resultados referentes ao 4º Trim. 16. Os números foram impactados por alguns resultados não recorrentes levando a um crescimento de lucro inferior ao 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 valuation atrativo dada a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.	... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em São Martinho negativos. As ações foram impactadas negativamente pelo resultado da companhia inferior às estimativas dos analistas. Os números mostraram queda na receita líquida e no EBITDA na comparação ano a ano apesar do aumento de preços de açúcar e etanol no período.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade inferior ao *benchmark*, o qual se valorizou 3,30% no mês

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... o fato das vendas do setor farmacêutico apresentarem correlação baixíssima com a atividade econômica geral, de forma que mesmo uma contração severa do PIB não deveria acarretar em 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em Raia Drogasil</p>	<p>... negativos. Os papéis da empresa se depreciaram após a publicação dos resultados referentes ao 4º Trim. 16. Os números foram impactados por alguns resultados não recorrentes levando a um crescimento de lucro inferior ao esperado pelos analistas.</p>
<p>... 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 valuation atrativo dada a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em São Martinho.</p>	<p>... negativos. As ações foram impactadas negativamente pelo resultado da companhia inferior às estimativas dos analistas. Os números mostraram queda na receita líquida e no EBITDA na comparação ano a ano apesar do aumento de preços de açúcar e etanol no período.</p>
<p>... o crescimento, mesmo que desacelerado da frota de veículos, as melhores perspectivas do mercado de etanol e os melhores preços internacionais de açúcar mostravam a Cosan como uma boa opção de investimento.</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em Cosan</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>... a CCR poderia se beneficiar com as perspectivas de queda de juros e boas perspectivas de crescimento de seu portfólio. O Governo Federal está preparando uma rodada de concessões para destravar o investimento em infraestrutura no Brasil e a CCR tem boas chances de arrematar rodovias, aeroportos e ativos de mobilidade urbana. Além disso, a empresa está muito bem posicionada para adquirir ativos no mercado secundário que devem ser colocados à venda.</p>	<p>... mantivemos posição acima do <i>benchmark</i> em CCR.</p>	<p>... positivos. Os papéis seguiram se apreciando ao longo de fevereiro, após a empresa concluir com sucesso seu aumento de capital. O excesso de demanda pelos papéis proporcionou o volume de emissão 15% maior que o esperado inicialmente. O aumento de capital permite a companhia a melhorar seu nível de alavancagem e dá suporte para participar em oportunidades de investimentos futuras.</p>

FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: em geral, tiveram rentabilidade inferior ao parâmetro de referência (Ibovespa), o qual se valorizou 3,08% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... o fato das vendas do setor farmacêutico apresentarem correlação baixíssima com a atividade econômica geral, de forma que mesmo uma contração severa do PIB não deveria acarretar em 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.</p>	<p>... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em Raia Drogasil</p>	<p>... negativos. Os papéis da empresa se depreciaram após a publicação dos resultados referentes ao 4º Trim. 16. Os números foram impactados por alguns resultados não recorrentes levando a um crescimento de lucro inferior ao esperado pelos analistas.</p>
<p>... 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 valuation atrativo dada a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.</p>	<p>... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em São Martinho.</p>	<p>... negativos. As ações foram impactadas negativamente pelo resultado da companhia inferior às estimativas dos analistas. Os números mostraram queda na receita líquida e no EBITDA na comparação ano a ano apesar do aumento de preços de açúcar e etanol no período.</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 parâmetro de referência em Klabin.</p>	<p>... negativos. As ações se depreciaram após a divulgação dos resultados da companhia referente ao último trimestre de 2016. Os números foram impactados pela fraqueza da demanda doméstica assim como pelas exportações menos lucrativas no período, o que se traduziu em uma revisão da previsão da velocidade de desalavancagem por parte dos analistas para 2017.</p>
<p>... a CCR poderia se beneficiar com as perspectivas de queda de juros e boas perspectivas de crescimento de seu portfólio. O Governo Federal está preparando uma rodada de concessões para destravar o investimento em infraestrutura no Brasil e a CCR tem boas chances de arrematar rodovias, aeroportos e ativos de mobilidade urbana. Além disso, a empresa está muito bem posicionada para adquirir ativos no mercado secundário que devem ser colocados à venda.</p>	<p>... mantivemos posição acima do parâmetro de referência em CCR.</p>	<p>... positivos. Os papéis seguiram se apreciando ao longo de fevereiro, após a empresa concluir com sucesso seu aumento de capital. O excesso de demanda pelos papéis proporcionou o volume de emissão 15% maior que o esperado inicialmente. O aumento de capital permite a companhia a melhorar seu nível de alavancagem e dá suporte para participar em oportunidades de investimentos futuras.</p>

FUNDO LONG & SHORT: rentabilidade superior com o CDI.

Pensávamos que...	Portanto nós...		E os resultados foram...
... as ações da Smiles poderiam se beneficiar com a consolidação do produto Smiles & Money (compra de passagens usando uma combinação de milhas e dinheiro), a expansão da oferta para aéreas parceiras e ainda forte acúmulo de pontos, o que culminaria em um forte crescimento de lucros.	... montamos posição <i>long</i> em SMLE3 .	+	... positivos. As ações reagiram positivamente à divulgação do sólido resultado da empresa referente ao 4º Trim. 16. O crescimento na receita líquida, EBITDA e lucro líquido superou as estimativas dos analistas.
... o fluxo de notícias positivas relacionadas a Rumo poderia beneficiar o papel no curto prazo, principalmente com relação a renovação da concessão da Malha Paulista.	... montamos posição <i>long</i> em RUMO3 .	+	... positivos. Apesar do fraco resultado publicado pela companhia referente ao último trimestre de 2016, as ações se apreciaram ao longo de fevereiro devido a possíveis catalisadores de curto prazo para o papel, dentre eles a renovação da concessão da Malha Paulista, a obtenção de empréstimo do BNDES e a melhor previsão para safra de 2017.
... a CCR poderia se beneficiar com as perspectivas de queda de juros e boas perspectivas de crescimento de seu portfólio. O Governo Federal está preparando uma rodada de concessões para destravar o investimento em infraestrutura no Brasil e a CCR tem boas chances de arrematar rodovias, aeroportos e ativos de mobilidade urbana. Além disso, a empresa está muito bem posicionada para adquirir ativos no mercado secundário que devem ser colocados à venda.	... montamos posição <i>long</i> em CCRO3 .	+	... positivos. Os papéis seguiram se apreciando ao longo de fevereiro, após a empresa concluir com sucesso seu aumento de capital. O excesso de demanda pelos papéis proporcionou o volume de emissão 15% maior que o esperado inicialmente. O aumento de capital permite a companhia a melhorar seu nível de alavancagem e dá suporte para participar em oportunidades de investimentos futuras.
... dentro do setor bancário acreditávamos que as ações do Santander eram os papéis com o valuation mais esticado e portanto poderiam sofrer uma deterioração do curto prazo.	... montamos posição <i>short</i> em SANB11 .	-	... negativos. Os papéis se apreciaram ao longo do mês refletindo o forte movimento de recompra e o aluguel caro da ação.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

O Banco Central sinalizou na ata de sua última reunião que poderá intensificar a velocidade do ciclo de afrouxamento monetário a depender da evolução da economia.

Continuamos com posições aplicadas na parte curta da curva de juros pré fixadas, compensadas parcialmente por posições tomadas na parte longa da curva.

Subsequentemente, os números de inflação e atividade reforçaram a expectativa de que haverá condições para essa intensificação..

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, mas iniciou o ano com expressiva valorização.

Mantemos posições defensivas em Real através de operações com opções.

A retórica mais leve da Secretaria de Comércio dos EUA em relação ao Nafta traz uma maior convicção na recuperação da moeda mexicana.

Aumentamos as posições compradas em Peso Mexicano.

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

Mantemos pequena posição vendida no Rand.

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, particularmente França.

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.

Continuamos com posições vendidas na moeda japonesa, que devem proteger a carteira local em cenários de maior elevação de taxas de juros nos EUA.

A moeda australiana tem se beneficiado de um boom nos preços de commodities, o que pode não ser sustentável.

Mantemos a posição vendida em Dólar Australiano..

Com a melhora das perspectivas macroeconômicas decorrentes da mudança de governo no Brasil, as ações podem apresentar recuperação de múltiplos antecipando melhoras nos resultados.

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

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

Estratégias

Banco Central parece ter condições para aprofundar ciclo de corte de juros. A autoridade monetária pode acelerar o ritmo de corte de juros, sustentada pelos dados mais fracos de atividade econômica e de inflação. Com o intuito de estimular o crescimento o Banco Central pode levar os juros até mesmo para baixo de 9,0% a.a., a depender da tramitação das propostas de reforma fiscal (como a reforma da previdência).

Os fundos multimercados mantem posição aplicada em juros, tanto nominais, como reais. O movimento de queda dos juros no Brasil foi muito acentuado, mas entendemos que ainda haveria espaço para uma queda adicional. Como forma de tentar defender a exposição, os fundos estão comprados na inclinação da curva de juros nominais, uma vez que os juros podem cair no curto prazo, para estimular a economia, para então voltar a subir.

Incertezas quanto ao cenário internacional permanecem presentes. A nova administração nos EUA ainda não conseguiu apresentar propostas mais concretas sobre as mudanças na política econômica. Promessas de campanha, como corte de impostos e mudanças significativas na política de comércio internacional ainda permanecem como especulações.

As carteiras de multimercados mantem posição comprada em dólares, como tentativa de defesa quanto ao maior nível de incerteza global. Os riscos podem se traduzir em aumento nos prêmios dos diversos ativos de risco, o que poderia levar a uma valorização do dólar contra os diversos ativos.

EUA implementam ciclo de alta de juros. O Fed (banco central dos EUA) sinalizou que pretende dar continuidade ao ciclo de alta de juros, sustentada por uma série de indicadores de atividade econômica mais favoráveis, incluindo números do mercado de trabalho. Enquanto os EUA seguem com sua estratégia para subir os juros, outros bancos centrais estão ainda em ritmo estimulativo, como é o caso do banco central do Japão.

O cenário parece propício para a continuidade do aumento de juros nos EUA no curto prazo. Além disso, os riscos quanto a possíveis políticas inflacionistas, como um pacote de estímulo fiscal, poderiam forçar o Fed a subir juros. Com isso, os fundos mantem exposição vendida na inclinação de juros nominais dos EUA, uma vez que embora haja riscos mais relevantes no curto prazo, o ritmo de crescimento da economia americana não deve ser muito diferente no médio prazo.

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

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

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

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O 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.

