



Relatório Trimestral

Setembro 2017

Índice

Cenário Econômico

Estratégias de Renda Fixa

CDI

Crédito CDI

Inflação

Crédito Inflação

Estratégia de Renda Variável

Dividendos

Estratégia de Multimercado

Multimercado Macro

Quadro de Desempenho

Cenário Econômico

O mês de setembro foi marcado pela sinalização de bancos centrais de países desenvolvidos na direção de prosseguir o processo de normalização monetária, ainda mantendo a mensagem de gradualismo. No Brasil, os destaques foram o PIB do 2º trimestre de 2017, com diminuição de sentimento negativo em torno da atividade econômica e a continuidade do processo de acomodação monetária pelo BCB.

Nas reuniões de bancos centrais de alguns mercados desenvolvidos – Reino Unido, EUA e zona do Euro, houve sinalizações de continuidade do processo de normalização monetária. O Banco Central Europeu (BCE) anunciou que grande parte das decisões futuras sobre o seu programa de compras de ativos deve ser feita em outubro (atualmente, o programa vai até dezembro de 2017, com compras mensais de 60 bilhões de euros de ativos). O Banco da Inglaterra (BOE) se mostrou mais inclinado a apertar a política monetária em um futuro próximo, fazendo o mercado reprecificar a alta de taxa de juros nesse ano para cima. O Banco Central Americano (FED), como esperado, anunciou a redução do seu balanço. Ademais, dado o mercado de trabalho em pleno emprego, julgou a fraca inflação atual como temporária. Assim, não descartou a possibilidade de novo aumento de taxa de juros até o fim do ano, algo que o mercado já estava retirando do radar. Apesar da movimentação desses bancos centrais, a mensagem geral ainda é de uma normalização de maneira bastante gradual

Além disso, outros destaques no cenário internacional foram: as eleições alemãs e os dados de inflação (CPI) e as discussões sobre reforma tributária nos EUA.

As eleições alemãs mostraram uma perda de poder dos partidos que compunham a última coalizão (CDU/CSU, o partido de Merkel, e SPD), porém com o CDU/CSU ainda

apresentando maior fração dos votos. O próximo governo ainda deve apresentar Merkel como liderança do governo. Apesar disso, é esperada uma nova coalizão, envolvendo o CDU/CSU, o FDP (partido liberal) e o partido verde, com algum poder de barganha maior desses partidos, mas sem nenhuma ruptura grande das atuais políticas de Merkel.

Nos EUA, após cinco meses vindo abaixo do esperado, o CPI veio ligeiramente acima do esperado (1,9% contra 1,8% pelo consenso da Bloomberg, Núcleo: 1,7% contra 1,6% pelo consenso da Bloomberg). Além disso, as atenções voltaram à reforma tributária, com discussões e divulgação do plano da reforma, que tem como foco principal o corte de impostos tanto para pessoas físicas quanto para empresas. Acreditamos que o governo americano conseguirá aprovar algumas medidas da reforma, porém nada que faça o FED alterar seu discurso de gradualismo na condução da política monetária.

No Brasil, a divulgação do PIB do 2º trimestre e o fluxo de dados de atividade contribuíram para a elevar a confiança no cenário de retomada gradual da atividade. O PIB do 2º trimestre de 2017 cresceu 0,2% tri/tri, acima do esperado. Do lado da demanda, esse crescimento foi, em grande parte, puxado por consumo doméstico. O consumo foi beneficiado por um crescimento da massa salarial real mais vigoroso (resultante do processo desinflação), pela política monetária em terreno expansionista e pelos saques do FGTS. Apesar disso, os investimentos permaneceram fracos. A taxa de desemprego continuou caindo, indo de 12,8% para 12,6% em agosto. Diante de cenário melhor que esperado, algumas instituições, inclusive nós, revisaram para cima o crescimento de 2017 e 2018. Nós projetamos um crescimento do PIB de 0,7% em 2017 e 2,7% em 2018.

Em relação à política monetária, o BCB decidiu por uma redução de 100 pontos-base na taxa SELIC (de 9,25% para 8,25%), como amplamente esperado pelo mercado. A

instituição sinalizou que, mantendo-se o cenário básico e considerando o atual estágio do ciclo de flexibilização, deve reduzir moderadamente a magnitude de cortes de taxa de juros na próxima reunião. Além disso, demonstraram uma preferência pelo encerramento gradual do atual ciclo de acomodação monetária. Considerando o cenário externo favorável, as expectativas de inflação ancoradas, o comportamento benigno da inflação, a retomada gradual da atividade e a comunicação do BCB, atualmente projetamos a taxa Selic em 7% ao final de 2017 e em 6,75% ao final de 2018.

Olhando à frente, permanecemos esperando um cenário internacional favorável para a economia brasileira. O crescimento global está sincronizado e saudável, a inflação em países desenvolvidos ainda está sem sinais claros de aceleração mais abrupta e os bancos centrais de mercados desenvolvidos mantêm discurso de gradualismo na política monetária. Do lado doméstico, o cenário de inflação deve continuar benigno, embora com algumas pressões de alimentos no curto prazo. A retomada da atividade deve ser gradual, ainda requerendo que o banco central brasileiro continue adotando uma postura monetária expansionista. Os principais riscos para nosso cenário são: uma aceleração mais abrupta da inflação nos países desenvolvidos, exigindo uma normalização da política monetária mais rápida que a esperada e a incapacidade de aprovar reformas necessárias para a sustentabilidade fiscal do país.

Renda Fixa - Estratégias CDI

IV Gold FI Renda Fixa LP

(Benchmark: CDI)

IV Renda Fixa FI Plus LP

(Benchmark: CDI)

IV FIC de FI Renda Fixa Plus

(Benchmark: CDI)

Nesse trimestre continuou o fechamento de juros real e nominal da curva de juros. O movimento ocorreu majoritariamente na parte curta, com as inclinações em patamares historicamente altos. Esse movimento foi possível por conta do cenário externo tranquilo e da continuidade do ciclo de afrouxamento monetário brasileiro, que pôde prosseguir por conta de um cenário de inflação benigno, continuidade das reformas e recuperação econômica gradual.

No que se refere ao IPCA, as expectativas dos economistas seguem caindo e os dados mensais vem surpreendendo para baixo a mediana das projeções. Os modelos do banco central também continuam mostrando inflação abaixo da meta mesmo embutindo o cenário de corte de juros do mercado da pesquisa FOCUS.

No que tange as reformas, a aprovação da TLP foi mais uma boa notícia desse governo. Essa medida diminui os subsídios e aumenta a eficácia da política monetária. No entanto, o cenário político ainda é desafiador, Michel Temer recebeu a segunda denúncia. Apesar de atrapalhar o andamento das reformas, a denúncia pouco afetou os preços dos ativos.

Recentemente, os dados de crescimento se mostraram melhores que o esperado, tanto por conta da liberação do FGTS como por conta da massa salarial. No entanto, esse crescimento ainda não está alterando o cenário econômico de maneira a afetar a política monetária do Banco Central, que ainda considera uma recuperação gradual da economia e o hiato

ainda muito aberto, que possibilita a continuação do afrouxamento monetário.

O cenário externo ainda permanece favorável aos emergentes. No entanto, o crescimento consistente das principais economias está levando os Banco Centrais a uma mudança de postura, indicando a diminuição do balanço e aumento de juros. Essa liquidez abundante irá diminuir ao longo do tempo e isso pode afetar os emergentes. O discurso é de um movimento gradual, mas temos que ficar atentos ao impacto disso.

Outro risco para se monitorar é a relação entre EUA e Coreia do Norte. Ao longo do trimestre as declarações de Trump e os testes balísticos da Coreia do Norte aumentaram as tensões entre os dois países. Por enquanto, apenas embargos econômicos foram feitos e uma guerra ainda parece evento de cauda. No entanto, é importante monitorar esse imbróglio, pois um evento mais drástico afetaria os preços dos ativos de forma significativa.

Estratégia

Seguimos com a estratégia de aplicar o juro curto, onde achamos que há ainda prêmio de risco e que o Banco Central irá cair mais do que está precificado na curva. No entanto, ao longo do trimestre fomos alterando o instrumento de acordo com o risco/retorno.

Chegamos a ficar com risco bem concentrado em opções que venciam em jan/18 que possuíam uma boa alavancagem. Porém, após comunicado e ata do Banco Central, em que se mostrou mais propenso a reduzir o pace de corte de juros, resolvemos trocar a posição para opções de IDI e contrato de DI futuro um pouco mais longas, com vencimento em jan/19.

O racional dessa mudança foi não ficar com essa parcela do risco dependente de um banco central mais dovish, ou seja, não manter na carteira ativos que dependam de um corte mais agressivo nas próximas duas reuniões para ter um ganho interessante. Preferimos ativos que se beneficiam, tanto de diminuição de prêmio de risco quanto de cortes mais agressivos nas duas últimas reuniões do ano.

Carregamos também posição em juro real brasileiro, pois acreditamos que esses níveis indicam um bom investimento de médio/longo prazo e que os juros reais ainda têm espaço para ganhos de capital. Inclusive, ao longo do trimestre aumentamos as posições em NTN-B 2022 e NTN-B 2050.

	dez/16	jul/17	ago/17	set/17
F19	11,05%	8,10%	7,76%	7,26%
F21	11,34%	9,28%	9,18%	8,78%
NTN-B 2022	5,96%	4,80%	4,61%	4,40%
NTN-B 2050	5,73%	5,31%	5,29%	5,11%

Crédito CDI

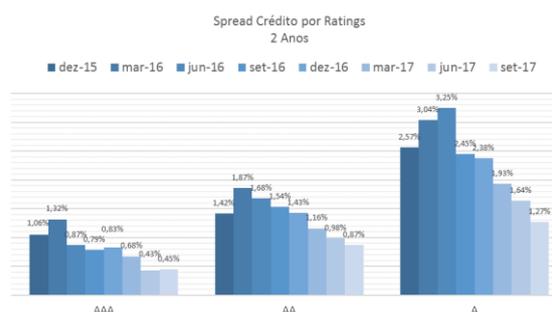
IV Crédito Privado FIRF LP

(Benchmark: CDI)

Conforme comentado nas cartas anteriores, o ambiente ainda é de fechamento de spreads de crédito e o terceiro trimestre terminou com a continuidade desse cenário, como pode ser observado no gráfico 1.

Esse cenário é o resultado de uma maior liquidez por parte dos investidores e a redução do volume de captação dos bancos e das empresas em menor escala.

Gráfico 1 – Spread Crédito por Ratings (Trimestral)



Fonte: ANBIMA, Icatu Vanguarda

Algumas emissões primárias já começam a chamar atenção pelo nível de taxa. Abaixo alguns exemplos de emissões que ocorreram ao longo do terceiro trimestre:

- FIDC Cielo, oferta de R\$ 5 bilhões com prazo de 3 anos e taxa teto do book 105,25% CDI. A emissão teve R\$ 8,6 bilhões de demanda e saiu a 102,95% CDI.
- LF Banco Toyota, oferta de R\$ 300 milhões com prazo de 2 anos e taxa teto do book 105% CDI. A emissão teve R\$ 2,6 bilhões de demanda e saiu a 103% CDI.
- LF Banco RCI, oferta de R\$ 300 milhões com prazo de 2 anos e taxa teto do

book 105% CDI e 3 anos a 106%. A emissão teve R\$ 2,2 bilhões de demanda e saiu a 102,50% CDI a série de 2 anos e 103,25% a série de 3 anos.

As emissões descritas, em nossa avaliação, são créditos com baixo risco de default, no entanto se for feita uma equivalência dessas taxas para CDI + Spread o resultado são taxas entre CDI + 0,18% e CDI + 0,28%. Nesses níveis de taxa alocamos apenas 10% do nosso limite no FIDC Cielo e não compramos as LFs de RCI e Toyota por achar que o risco retorno não era atraente.

Com relação aos fundamentos das empresas que compõe o portfólio do fundo os destaques no terceiro trimestre foram:

Em julho a Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) aprovou o aumento médio de 9,34% das tarifas da distribuidora Espírito Santo Centrais Elétricas S.A. (EDP Espírito Santo), concessionária controlada pela EDP Energias do Brasil.

Também em julho o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) aprovou, sem restrições, a aquisição da Hertz Brasil pela Localiza, anunciada em dezembro 2016. Em 27 de junho, a Superintendência-Geral do Cade já havia dado parecer favorável à operação. A transação foi feita pela subsidiária da locadora de veículos, a Localiza Fleet, e inclui também uma aliança estratégica com a Hertz Corporation. A compra da Hertz Brasil foi anunciada por valor estimado na época em R\$ 337 milhões. O negócio inclui outros acordos globais de longo prazo, como cooperação de marcas e intercâmbio de reservas.

Em agosto a Aneel aprovou o aumento médio de 12,88% das tarifas da distribuidora Cia. Energética do Maranhão - CEMAR, concessionária controlada pela Equatorial Energia.

Em setembro ocorreu a aprovação da Lei 16.525 de 15/09/2017 para constituição da holding que exercerá controle da Sabesp. Essa alteração abre espaço para a entrada de um

novo sócio em parceria com o Governo de São Paulo.

Ao longo do terceiro trimestre reduzimos nosso caixa de 19,9% do patrimônio do fundo para 9,1%, capturando algumas oportunidades pontuais, principalmente no mercado secundário.

Como exemplo dessas operações, compramos aproximadamente 2% do PL do fundo em TAEE23, ativo que tem como emissor a Transmissora Aliança de Energia Elétrica S/A - Taesa e duration de 1,84 anos. Como o ativo é originalmente emitido em IPCA + Taxa, fizemos um swap do indexador para CDI + spread. Como resultado do swap o fundo ficou com uma debênture com taxa equivalente a 112% do CDI. Apenas como comparação, em setembro/17 a Taesa fez uma emissão primária com 2,64 anos de duration a 105% CDI.

Outra operação realizada ao longo do terceiro trimestre foi a compra de 1,4% do patrimônio do fundo em ENMA24, ativo que tem como emissor a CEMAR e duration de 1,64 anos. Como o ativo também é em IPCA + spread, fizemos o swap do indexador para CDI + spread. Como resultado do swap o fundo ficou com uma debênture com taxa equivalente a 125% do CDI. Como referência, a CEMAR fez uma emissão primária no início de outubro/17 com 2,65 anos de duration a 107% CDI.

O fundo encerrou o trimestre com uma carteira de crédito correspondente a 90,9% do patrimônio líquido (PL) e 9,1% em caixa. A carteira possui 44,1% do PL em bancos, 39,8% em empresas e 6,9% em FIDC.

Considerando apenas os 90,9% investidos, o yield médio do portfólio é de CDI + 0,67% com uma duration de 1,76 anos, incluindo o caixa o yield do fundo encerrou o trimestre em CDI + 0,61% e a duration em 1,60 anos.

Inflação

IV FI Inflação Curta Renda Fixa

(Benchmark: IMA-B 5)

IV FIC FI Inflação Curta Renda Fixa

(Benchmark: IMA-B 5)

IV FI Inflação Longa Renda Fixa

(Benchmark: IMA-B 5+)

IV FIC FI Inflação Longa Renda Fixa

(Benchmark: IMA-B 5+)

Nesse trimestre permaneceu a tônica de fechamento dos juros, tanto reais como nominais. A aprovação da TLP foi mais um passo das reformas conquistadas por essa equipe econômica. Essas reformas diminuem o juro estrutural da economia e possibilita ao Banco Central continuar o ciclo de afrouxamento monetário e/ou vai contribuindo para a diminuição prêmio de risco da curva.

Houve uma mudança no discurso na ata do banco central brasileiro, sugerindo que na próxima decisão do COPOM haverá uma redução moderada na condução da política monetária. Isso se as condições se mantiverem de acordo com o cenário previsto.

No que tange o cenário de inflação, ele permanece benigno com os dados de IPCA do trimestre surpreendendo para baixo as projeções dos economistas. Além disso, as expectativas para o ano de 2017 e 2018 na pesquisa FOCUS, continuam caindo, abaixo da meta de inflação. As projeções do modelo do Banco Central que utilizam juros do FOCUS permanecem indicando a possibilidade de continuar o ciclo de afrouxamento monetário.

As implícitas de 2022, por exemplo saíram de um patamar de 5% para 4,5% no fim de setembro. Isso é mais um indicio de credibilidade do banco central e do cenário mais tranquilo de inflação.

É importante notar que as inflações dos próximos meses serão mais altas, principalmente por fatores sazonais. Dessa forma estamos mantendo o fundo com o mínimo de caixa possível e iniciamos posição via DAP, derivativo de juro real, para aumentar a exposição do fundo ao IPCA.

No mês de agosto, houve pagamento de cupom das NTN-Bs cujos vencimentos ocorrem nos anos pares, aproximadamente 89 reais por papel. Os recursos foram reinvestidos no fundo de forma proporcional. Além disso, terminou a transição da NTN-B 2022 dos fundos de benchmark IMA-B 5+ para os de IMA-B 5. Isso ocasionou um aumento na duration tanto dos fundos de inflação curta quanto dos de inflação longa.

A estratégia adotada tanto nos fundos de inflação curta como nos de inflação longa foi de ficar mais longo que o benchmark via juro nominal e uma posição de venda implícita que carregamos desde o ano passado.

Taxa de juros do final do mês					
	dez/16	jul/17	ago/17	set/17	Variação YTD
NTN-B 2019	5,87%	3,49%	3,38%	3,06%	-281 bps
NTN-B 2022	5,96%	4,80%	4,61%	4,40%	-156 bps
NTN-B 2050	5,73%	5,30%	5,29%	5,11%	-62 bps
IPCA					
	jul/17	ago/17	set/17	Variação YTD (E)	
	0,24%	0,19%	0,16%	1,77%	

Os fundos de inflação curta no final do mês de setembro estavam com uma duration de 2,95 anos e yield médio de 3,84%. Já os fundos de inflação longa, fecharam com uma duration de 11,84 anos e yield médio de 4,96 %.

Crédito Inflação

IV IMA-B 5 Crédito Privado FIRF (Benchmark: IMA-B 5)

No terceiro trimestre houve uma continuidade do ambiente de poucas emissões em IPCA. Entre as empresas que acompanhamos ocorreram três emissões, conforme abaixo:

Em julho ocorreu a emissão de debentures da Sonae Sierra em duas séries, uma em CDI e outra em IPCA que somaram R\$ 250 milhões, a demanda foi perto de 850 milhões. Na série em IPCA, com prazo de 7 anos, foram emitidos R\$ 125 milhões a taxa equivalente da NTN24 + 105bps.

Em agosto a Petrobras fez uma emissão de debentures em quatro séries no montante de R\$ 5 bilhões, com uma demanda perto de R\$ 10 bilhões. Na série para investidores institucionais em IPCA, foram emitidos R\$ 250 milhões com prazo de 7 anos e taxa de emissão equivalente a NTN24 + 90bps.

Em setembro a Rio Parapanema Energia (antiga Duke) fez uma emissão de debentures em duas séries, uma em CDI e outra em IPCA que somaram R\$ 420 milhões, na série em IPCA com prazo de 5 anos foram emitidos R\$ 200 milhões a taxa equivalente a NTN24 + 130bps.

Ao longo do terceiro trimestre alongamos a duration do fundo de 2,75 anos, fechamento de junho, para 3 anos, fechamento de setembro. Duas posições contribuíram para o alongamento da duration 1) Após o vencimento de uma LF do Bradesco, adquirimos 3% do patrimônio do fundo em NTN24, e 2) Adquirimos 3,7% do patrimônio do fundo em Concessionária do Sistema Anhanguera-Bandeirantes S/A "AutoBAN" (ANHB18: vencimento em 15/07/2022) a taxa equivalente a NTN24 + 85bps. A Autoban é uma controlada do Grupo CCR.

A ANHB18 é uma debenture incentivada (Lei 12.431), com isenção de imposto de renda (IR) para pessoa física (PF). Em geral não compramos ativos incentivados, pois esses ativos costumam operar com spread de crédito baixo em função da isenção de IR para PF. Recentemente ocorreu uma abertura nos spreads em algumas debentures incentivadas, principalmente nas com vencimento mais curto, resultando em boas oportunidades de investimento.

No trimestre, mantivemos a estratégia de aplicar os juros curto, pois continuamos enxergando uma probabilidade alta do Banco Central cair mais os juros do que está sendo precificado na curva. Ao longo do trimestre alternamos o instrumento (DI e opções de IDI) de acordo com o risco/retorno.

Por fim, após um período de IPCA mensal baixo até agosto, entramos em um período de IPCA mensal mais alto, o que deixou o carregamento de ativos indexados ao IPCA mais atrativo. Na última semana de setembro elevamos a exposição do fundo a IPCA através de contratos futuro de cupom de IPCA (FUT DAP).

Com relação aos fundamentos das empresas que compõem o portfólio, os destaques no trimestre foram:

Em agosto ocorreu a conclusão da incorporação da Elektro Holding pela Neoenergia.

Também em agosto ocorreu a incorporação da Valepar na Vale e extinção da mesma, com isto BNDES Participações S/A "BNDESPAR" passa a deter participação direta na Vale e celebraram um novo Acordo de Acionistas da Vale, vinculando 20% das ações ONs da companhia por 3 anos.

Em setembro ocorreu a aprovação da Lei 16.525 de 15/09/2017 para constituição da holding que exercerá controle da Sabesp. Essa alteração abre espaço para a entrada de um novo sócio em parceria com o Governo de São Paulo.

O fundo encerrou o trimestre com uma carteira

de crédito correspondente a 77% do patrimônio líquido (63,5% crédito indexado ao IPCA e 13,5% crédito indexado ao CDI), 19% em NTNBS e 4% em caixa. A parcela da carteira de crédito indexado ao IPCA encerrou o trimestre com yield médio de 4,77% (NTNB equivalente + 100bpts) e duration de 2,43 anos, já a parcela indexada ao CDI terminou o trimestre a CDI + 65bpts com 2,2 anos de duration.

Dividendos

- IV Dividendos FIA
- IV FIC Dividendos FIA

Setembro se encerrou com os principais índices de renda variável em alta. O IBX-100 e o Ibovespa subiram 4,69% e 4,89%, respectivamente. O fundo Icatu Vanguarda Dividendos FIA, no mesmo período, valorizou 2,65%.

No acumulado do ano, nosso fundo acumula alta de 18,32% contra altas de 24,29% e 23,36% do IBX-100 e Ibovespa, respectivamente.

Em termos de atribuição de resultados, seguem abaixo as principais contribuições positivas e negativas para o nosso fundo no mês passado:

Atribuição de Performance (Setembro/17)

Itau Unibanco	1,01%
BMFBovespa	0,48%
Bradesco	0,35%
Klabin	0,30%
Ambev	0,14%
Omega	0,13%
Taesa	-0,03%
Carrefour	-0,10%

No mês de setembro, os destaques ficaram por conta das movimentações que fizemos em nosso portfólio. Como parte do contínuo processo de reavaliação dos nossos investimentos, decidimos reduzir nossas posições de Cielo, Energias do Brasil e Ambev, e encerrar nossa exposição a BB Seguridade e Ultrapar. Em contrapartida, aproveitamos para aumentar nossa exposição a Equatorial Energia, IRB Brasil Re, Omega Geração e adicionar Fleury a nossa carteira de ativos.

Ao longo do mês excluímos Ultrapar do portfólio do fundo, tendo em vista a menor atratividade do papel após o CADE reprovar a aquisição da ALESAT e sinalizar com a reprovação da aquisição da Liquigás, a qual já acreditávamos apresentar uma maior complexidade,

considerando o market share da Ultragaz e Liquigás. Tal situação nos leva a crer que o crescimento dos principais businesses da companhia via aquisições se apresenta mais difícil, tendo em vista as barreiras concorrenciais. Desta forma, o caminho a ser trilhado deverá ser via crescimento orgânico, o qual, apesar da sinalização de mais investimentos, deverá ser mais lento e já nos parece precificado no patamar atual de preços. Além disso, apesar do management da companhia se mostrar confiante que o crescimento de EBITDA da Ipiranga em 2017 será semelhante ao verificado em 2016, estamos céticos quanto ao atingimento dessa meta, tendo em vista a performance apresentada pela companhia no 1º semestre de 2017.

O outro case do qual decidimos encerrar nossa posição foi BB Seguridade. Fomos acionistas da companhia durante bastante tempo e suas características nos chamam bastante atenção em nosso processo de análise, dentre as quais podemos citar o elevado retorno ao acionista (ROE), a grande geração de caixa e o elevado dividend yield. Entretanto, o cenário para os próximos anos se mostra desafiador. A companhia está tendo dificuldade para compensar o fraco resultado financeiro, consequência da queda da taxa de juros de mercado, com seu resultado de seguros. A BB Seguridade já atingiu em muitos segmentos a média de penetração do mercado para seus produtos, o que diminui o seu potencial de crescimento daqui para a frente. Além disso, a companhia enfrenta situações não favoráveis em suas parcerias e que não tem atingindo o patamar de retorno desejado, como é o caso do segmento SH2. Por último, a "joia da coroa" da companhia, segmento de previdência, que mostrou nos últimos trimestres um crescimento bastante elevado, já mostra sinais de arrefecimento. O market share de captação líquida da empresa era bastante elevado e superior ao que esperávamos para a companhia. Em função disso, já imaginávamos uma convergência para patamares inferiores, entretanto, a velocidade dessa convergência foi

muito alta, surpreendendo negativamente o mercado. Com isso, a soma de todos esses fatores nos torna cautelosos com a tese de investimento em BB Seguridade no curto prazo.

Por último, gostaríamos de comentar sobre a adição de Fleury ao nosso portfólio. A companhia atua no segmento de saúde com foco em análises clínicas voltadas para o segmento Premium. Como já comentado anteriormente em nossas cartas mensais, o mercado de análises clínicas está em forte crescimento no país por conta de fatores como o envelhecimento e mudança de hábitos da população brasileira. Além disso, a empresa possui uma das marcas mais fortes do segmento e está muito bem posicionada nos maiores mercados brasileiros. Merece destaque também, a excelente execução em seus projetos de ganhos de eficiência, resultando assim em margens cada vez maiores e elevado nível de ROIC. Durante o mês passado, a companhia passou por uma mudança em sua estrutura acionária com a venda da integralidade das ações detidas pelo private equity Advent. Acreditamos que a saída desse investidor estratégico não muda as perspectivas futuras para a companhia que ainda são bastante favoráveis.

Concentração em R\$

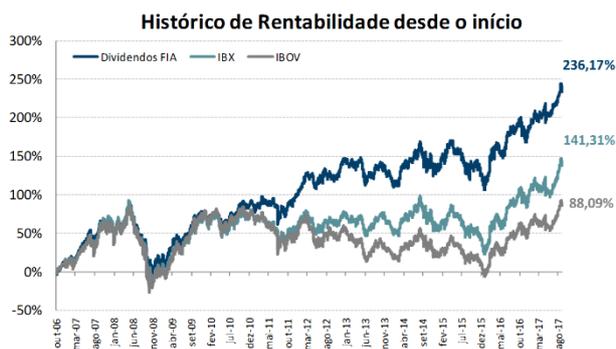
% do Fundo	# de Empresas
Até 50%	5
Até 75%	9
100%	18

Patrimônio: R\$ 203.8 MM

Liquidez (R\$ mil)

Liquidez - Volume Médio Diário *	% Ações
Menor que \$5.000	0,00%
\$5.000m - \$15.000m	18,35%
\$15.000m - \$30.000m	16,30%
Acima de R\$ 30.000m	65,35%
Total	100,00%

*Volume médio nos últimos 63 dias (3 meses).



	Ano		12M		36M		60M		Desde o início*	
	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade
IV DIVIDENDOS	18,32%	13,50%	16,74%	14,69%	33,90%	18,53%	50,38%	16,87%	236,17%	22,44%
IBX-100	24,29%	18,79%	25,32%	19,99%	31,17%	23,73%	44,95%	21,24%	141,31%	26,75%
IBOVESPA	23,36%	19,25%	25,17%	20,55%	29,86%	24,86%	22,80%	22,91%	88,09%	27,92%

* Início do fundo: 24/10/2006

Multimercado Macro

IV Macro FIM

Cenário sem grandes novidades. A inflação continua surpreendendo positivamente (para baixo), o que tem permitido a manutenção do processo de queda da Taxa Selic. O crescimento mostra sinais mais otimistas de recuperação. As contas externas seguem saudáveis. O quadro fiscal de longo-prazo ainda preocupa, mas a arrecadação federal de agosto mostrou sinais mais animadores, sugerindo que a recuperação cíclica da economia poderá ajudar até mesmo no front fiscal.

A agenda micro avança de forma positiva e as notícias em torno da Cessão Onerosa, como um possível acordo entre a Petrobras e a União, é um exemplo importante do caminho que está sendo seguido por esta administração (não entrando aqui nas questões políticas, que hoje parecem ser muito mais ruído do que motivos de mudanças substanciais de cenário).

O Banco Central (BCB) parece disposto a reduzir o ritmo de queda da taxa de juros, no atual estágio do ciclo. Apesar destes sinais, a mensagem é de que os juros poderão se manter baixos por mais tempo, o que não está totalmente precificado no mercado de juros. Acreditamos que haja espaço para a extensão do ciclo de corte da Taxa Selic, mesmo que em ritmo mais moderado. Contudo, para a curva de juros, os ganhos de capital devem se concentrar, a partir de agora, nas perspectivas de juros baixos por mais tempo, ou seja, favorecendo a parte intermediária da curva.

O Brasil parece estar no meio a um "Bull Market" clássico. Isso não significa que movimentos de correção/realização de lucros não irão ocorrer, mas que devem ser rápidos, pouco acentuados e estimulados apenas por eventos pontuais e inesperados.

A dinâmica do Ibovespa é um exemplo claro deste processo. O mercado está passando por uma realocação que parece mais estrutural do que cíclica, e ainda parece longe do final, talvez ainda nem no meio deste processo.

O cenário externo é um vetor que precisa ser acompanhado de perto para avaliarmos a probabilidade de eventuais movimentos pontuais de correção.

Gostamos das teses de investimentos positivas em relação ao Brasil. Acreditamos que estamos em uma tendência, mas temos o receio de que o mercado esteja taticamente esticado, especialmente vis-à-vis o que vemos do cenário externo. Em linhas gerais, vemos espaço para alguma acomodação no curto-prazo que, de fato, já está ocorrendo desde a última semana de setembro.

EUA - O cenário continua a ser de crescimento moderado, acima do potencial. Os desastres naturais que assolaram o país (e adjacências) devem afetar os dados de curto-prazo, mas não a trajetória da economia. O mercado de trabalho segue robusto. A inflação está baixa, mas deve manter trajetória ascendente.

O Comitê de Mercado Aberto (FOMC) trouxe poucas novidades em relação às expectativas, mas acabou sendo mais hawkish do que o esperado, dado o histórico passado (não recente) deste comitê. O Fed parece convicto na manutenção do processo de normalização monetária, diante do cenário exposto acima. Apenas mudanças substanciais serão capazes de tirá-los do "piloto automático" de 3 altas de 25bps este ano nos juros, e na redução previsível de seu balanço, anunciado oficialmente este mês, mas amplamente esperado.

A grande novidade dos últimos dias, ao nosso ver, foi a mudança de dinâmica no Congresso, e sua relação com o Governo Trump. Hoje temos sinais mais positivos de cooperação, o que pode colocar a agenda legislativa novamente na rota imaginada após as eleições de novembro passado. Neste momento, pouco disso parece

precificado, o que poderia dar sustentação às taxas futuras de juros americanos e, conseqüentemente, ao dólar no mundo.

Temos defendido a tese de que o cenário de "Goldilocks" que prevaleceu ao longo de todo o ano, até meados de setembro, poderia estar se tornando um cenário de "Reflation". Este roteiro parece estar sendo seguido à risca nas últimas duas semanas. O "Reflation" não necessariamente será negativo para os ativos de risco, mas pode se tornar pontualmente mais desafiador se a velocidade de abertura de juros for muito acelerada. Este não é o cenário base, mas precisa ser monitorado. Por hora, trabalhamos com uma "Reflation" que tenha apenas o potencial de desestabilizar momentaneamente, e pontualmente, os ativos de risco, e muito mais por questões de posicionamento técnico e preços/valuation.

Mundo ex-EUA – Os sinais da economia global continuam positivos. Apenas para citar alguns indicadores, vemos PMIs nas máximas deste ciclo econômico (e, em muitos casos, nas máximas históricas); dados de exportações de economias abertas como a Coreia do Sul e Taiwan ainda bastante robustos, apontando para uma corrente de comércio global saudável; quedas recorrentes nas taxas de desemprego de importantes economias mundiais, como os EUA e a Europa como um todo; robustez da economia chinesa, mesmo em face a desafios estruturais e de curto-prazo, etc.

Conclusão – Em suma, vemos um cenário econômico muito parecido com aquele que prevaleceu ao longo do ano, mas com algumas mudanças de dinâmica que, diante dos preços e da posição técnica, podem gerar movimentos um pouco diferentes neste último trimestre do ano.

No Brasil, trabalhamos com um pano de fundo de juros baixos por mais tempo, sinais mais claros de recuperação do crescimento e uma mudança clara de dinâmica por parte dos investidores, em busca de ativos alternativos ao CDI.

Nos EUA, vemos a possibilidade de estarmos entrando em uma tendência de abertura de taxas de juros. Este processo deve ser saudável, mas pode causar períodos de aumentos pontuais da volatilidade.

Alocação/Estratégia:

Gostamos de estar “comprados em ativos brasileiros” em geral, mas admitimos um receio de preços “esticados” taticamente. Como acertar correções pontuais é sempre muito difícil, o ideal é manter uma posição "core" e buscar assimetrias nos preços de cada classe de ativo, em cada momento do tempo.

Fundo Icatu Vanguarda Macro Fundo de Investimento Multimercado:

O Fundo manteve posição na parte curta da curva local de juros, administrando tamanho e instrumentos. Continuamos com exposição nesta classe de ativos. Ainda vemos espaço para o fechamento das taxas curtas de juros no país, ajudadas por um cenário de inflação baixa, expectativas de inflação ancoradas, crescimento fragilizado e demais variáveis estáveis.

Mantemos posição comprada em bolsa local na maior parte do mês. Reduzimos a posição na metade final de setembro. Devemos continuar buscando posições nesta direção.

Continuamos sem exposição estrutural relevante nos mercados locais de câmbio. Mantivemos pequena posição vendida em Dólar Australiano.

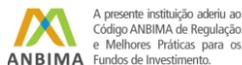
Mantemos posição tomada nas curvas longas de juros de alguns países de G10. Adicionamos pequenas posições compradas em volatilidade tanto no mercado de juros dos EUA quanto no mercado de bolsa do país. Acreditamos que o processo de normalização monetária nas principais economias do mundo irá continuar, mesmo que de forma gradual. Acreditamos que pouco disso esteja precificado nas curvas longas de juros. Além disso, vemos uma assimetria razoável na compra de volatilidade em algumas classes de ativos do exterior.

Quadro de Desempenho



Data de Início	RENTABILIDADE ACUMULADA				RENTABILIDADE ANUAL			RENTABILIDADE MENSAL			INFORMAÇÕES ADICIONAIS				
	Últimos 12 Meses	Últimos 24 Meses	Últimos 36 Meses	Últimos 60 Meses	Acum. 2017	2016	2015	set/17	ago/17	jul/17	Patrimônio Líquido	Tx Adm. (a.a.)	Tx Perf. (a.a.)**		
Renda Fixa															
ICATU VANGUARDA SIMPLES SOBERANO FI RF	01/03/2016	11,38%	-	-	-	7,90%	11,17%	-	0,61%	0,76%	0,79%	R\$	38.521.865	0,25%	-
% CDI		97,50%	-	-	-	98,21%	95,99%	-	95,48%	95,08%	98,85%				
Icatu Vanguarda Renda Fixa FI Plus	03/11/2003	12,42%	29,29%	43,36%	68,72%	8,84%	15,05%	11,67%	0,74%	0,89%	1,07%	R\$	102.984.875	0,30%	20% s/CDI
% CDI		106,49%	106,69%	99,81%	98,23%	109,89%	107,49%	88,19%	115,49%	110,96%	133,96%				
ICATU Vanguarda FIC RF PLUS	28/12/2011	11,94%	28,14%	41,50%	65,15%	8,49%	14,55%	11,19%	0,70%	0,85%	1,04%	R\$	48.636.174	0,35%	-
% CDI		102,32%	102,54%	95,53%	93,12%	105,51%	103,91%	84,55%	109,84%	105,75%	129,51%				
Icatu Vanguarda Crédito Privado RF LP	17/05/2006	12,13%	28,31%	45,03%	73,32%	8,30%	14,59%	13,48%	0,67%	0,86%	0,87%	R\$	514.323.581	0,50%	-
% CDI		103,95%	103,14%	103,68%	104,79%	103,18%	104,17%	101,93%	104,00%	106,71%	108,32%				
Icatu Vanguarda GOLD FI Renda Fixa	26/06/2009	11,82%	27,66%	43,65%	70,73%	8,18%	14,20%	13,07%	0,65%	0,83%	0,85%	R\$	333.194.030	0,15%	20% s/CDI
% CDI		101,28%	100,78%	100,49%	101,10%	101,62%	101,40%	98,80%	101,53%	102,95%	106,58%				
Icatu Vanguarda Inflação Curta FI Renda Fixa	23/07/2009	13,61%	36,25%	50,19%	75,86%	11,02%	15,54%	15,29%	1,02%	1,26%	2,86%	R\$	198.882.006	0,25%	-
Versus IMA - B 5		0,04%	0,12%	-0,13%	-1,38%	0,08%	0,06%	-0,17%	0,01%	0,00%	0,01%				
ICATU Vanguarda FIC Inflação Curta Renda Fixa	02/12/2010	12,97%	34,72%	47,69%	71,06%	10,54%	14,90%	14,65%	0,97%	1,20%	2,81%	R\$	52.536.079	0,50%	-
Versus IMA - B 5		-0,60%	-1,41%	-2,63%	-6,19%	-0,40%	-0,58%	-0,81%	-0,03%	-0,06%	-0,04%				
Icatu Vanguarda FIRF Inflação Crédito Privado	25/04/2014	15,61%	42,49%	57,31%	-	12,50%	19,10%	15,41%	1,24%	1,36%	2,56%	R\$	96.592.831	0,40%	20% s/ IMA-B 5
Versus IMA-B 5		2,04%	6,36%	6,99%	-	1,56%	3,62%	-0,04%	0,23%	0,11%	-0,29%				
Icatu Vanguarda Pré Fixado FIRF LP	11/04/2014	20,13%	60,00%	53,00%	-	16,43%	23,00%	-1,80%	1,99%	1,05%	3,40%	R\$	145.535.753	0,30%	20% s/ IRFM1+
Versus IRFM 1+		0,89%	5,00%	-3,02%	-	1,26%	3,36%	-5,07%	0,26%	-0,06%	0,64%				
ICATU Vanguarda Inflação Longa FI Renda Fixa	26/06/2009	17,23%	61,05%	57,54%	65,89%	14,43%	31,03%	5,20%	2,39%	1,34%	4,68%	R\$	376.038.051	0,25%	-
Versus IMA - B 5+		-0,29%	-0,51%	-1,06%	-1,49%	-0,19%	-0,50%	-0,01%	-0,01%	-0,02%	0,00%				
ICATU Vanguarda FIC Inflação Longa Renda Fixa	23/05/2007	16,61%	59,34%	55,05%	61,57%	13,97%	30,36%	4,66%	2,35%	1,30%	4,63%	R\$	213.288.535	0,50%	-
Versus IMA - B 5+		-0,91%	-2,22%	-3,55%	-5,81%	-0,65%	-0,68%	-1,05%	-0,05%	-0,07%	-0,05%				
Multimercados															
ICATU VANGUARDA MACRO FIM	21/08/2015	13,43%	28,90%	-	-	9,61%	14,96%	3,21%	1,82%	0,84%	1,16%	R\$	40.209.466	2,00%	20% s/CDI
% CDI		115,12%	105,30%	-	-	119,48%	106,82%	66,45%	284,41%	105,00%	144,98%				
ICATU VANGUARDA ESTRATEGIA FIM	28/12/2016	-	-	-	-	7,36%	0,09%	-	0,83%	0,67%	1,42%	R\$	28.255.082	1,00%	20% s/CDI
% CDI		-	-	-	-	91,46%	89,12%	-	128,69%	84,18%	177,82%				
Ações															
Icatu Vanguarda Ações IBX FI	18/05/2004	21,35%	58,72%	25,27%	39,42%	19,84%	35,35%	-12,21%	5,20%	6,58%	4,09%	R\$	35.830.759	0,55%	20% s/ IBx100
Versus IBX Fechamento		-3,97%	-8,08%	-5,90%	-5,53%	-4,45%	-1,35%	0,20%	0,51%	-0,77%	-0,82%				
Icatu Vanguarda Dividendos FI em Ações	24/10/2006	16,74%	53,15%	33,90%	50,38%	18,32%	25,02%	-4,92%	2,65%	3,60%	2,31%	R\$	198.445.793	2,00%	-
-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
ICATU Vanguarda FIC Dividendos	28/02/2012	15,22%	48,49%	26,82%	36,65%	17,16%	22,95%	-6,64%	2,54%	3,47%	2,20%	R\$	11.418.209	1,00%	20% s/ IBx100
-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
Indicadores Financeiros															
CDI		11,67%	27,45%	43,44%	69,97%	8,05%	14,00%	13,23%	0,64%	0,80%	0,80%	-	-	-	-
IMA - C (Ref : IGPM)		8,05%	43,17%	46,27%	54,11%	10,38%	18,65%	10,77%	2,09%	1,45%	3,14%	-	-	-	-
IMA-B (Ref : IPCA)		15,95%	51,19%	54,58%	69,70%	13,16%	24,81%	8,88%	1,81%	1,34%	4,00%	-	-	-	-
IMA-B 5 (Ref : IPCA)		13,57%	36,13%	50,32%	77,24%	10,94%	28,12%	47,92%	1,01%	2,27%	5,18%	-	-	-	-
IMA-B 5 + (Ref.: IPCA)		17,52%	61,56%	58,60%	67,37%	14,62%	31,04%	5,71%	2,40%	1,36%	4,67%	-	-	-	-
IRFM 1+		19,24%	55,00%	56,01%	79,65%	15,17%	49,30%	54,19%	1,73%	2,86%	5,69%	-	-	-	-
Dólar Comercial		-2,45%	-21,00%	30,32%	56,44%	-2,80%	-16,54%	47,01%	0,66%	0,52%	-5,37%	-	-	-	-
IBX Fechamento		25,32%	66,79%	31,17%	44,95%	24,29%	36,70%	-12,41%	4,69%	7,35%	4,91%	-	-	-	-
Ibovespa Fechamento		25,17%	69,02%	29,86%	22,80%	23,36%	38,94%	-13,31%	4,88%	7,46%	4,80%	-	-	-	-

Este documento foi elaborado pela Icatu Vanguarda com fins meramente informativos. Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio das informações apresentadas, a Icatu Vanguarda não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimentos tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem inclusive ser modificadas sem comunicação. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance dos fundos é recomendável uma análise de período mínimo de 12(doze) meses. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.





O Boletim Financeiro é desenvolvido pela Icatu Vanguarda Gestão de Recursos Ltda. Para fins de circulação privada e com propósitos meramente informativo. As análises contidas neste documento foram realizadas em caráter de estrita boa-fé a partir de informações e dados obtidos de fontes consideradas confiáveis e, dessa forma, as opiniões ora demonstradas podem ser modificadas a qualquer tempo, sem prévia comunicação. A Icatu Vanguarda Gestão de Recursos Ltda. Não assume qualquer responsabilidade por quaisquer decisões de investimento, baseadas neste documento, não constituindo o mesmo em sugestão e/ou expectativa de investimento ou performance. Este documento está atualizado até a presente data, não se comprometendo a Icatu Vanguarda Gestão de Recursos Ltda. Em efetuar atualizações de novas informações ou eventos futuros.
