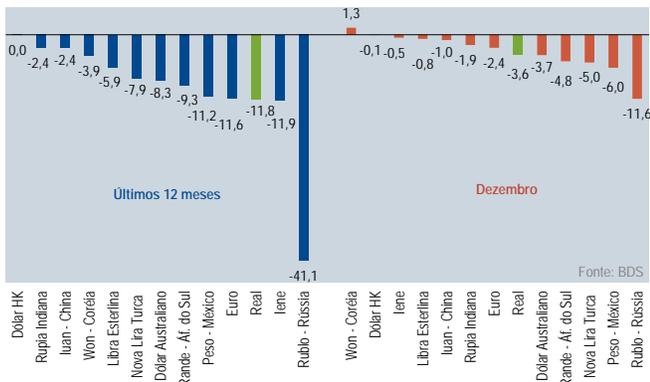


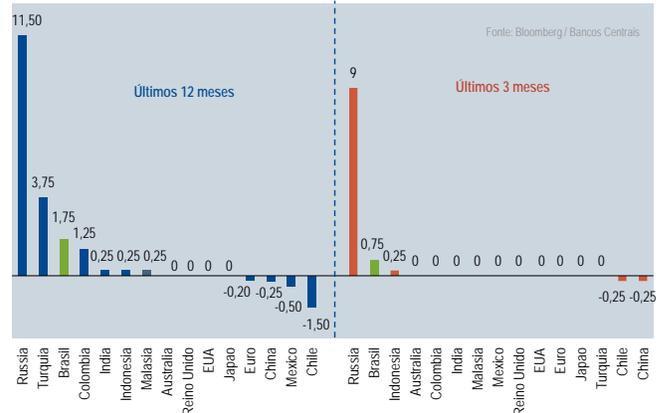
Moedas (contra o dólar)

No ano do dólar, o real desvalorizou-se em linha com as principais moedas globais. O rublo foi o destaque negativo.



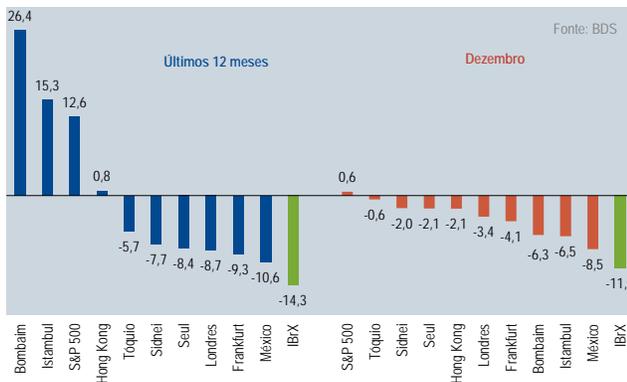
Taxas básicas de juros - variação

A Rússia tomou do Brasil a liderança dos juros internacionais.



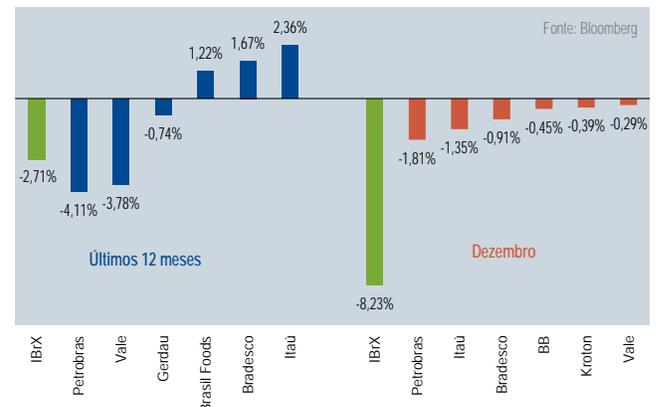
Bolsas do mundo (em dólar)

A bolsa brasileira liderou as perdas (em dólar) tanto em dezembro quanto no ano. Destaque positivo para a bolsa da Índia, após a eleição de um governo pró-mercado.



Principais contribuições para o IBRX

Petrobras e Vale foram os vilões da bolsa em 2014, contrabalançados pelos bancos.



Renda fixa local - I

Apesar do mês de dezembro com perdas, o ano foi positivo para os índices IMA.



Renda fixa local - II

As taxas subiram em dezembro com o aumento da aversão global a risco. No ano, uma política monetária mais apertada do que o esperado fez a curva de juros se inverter.



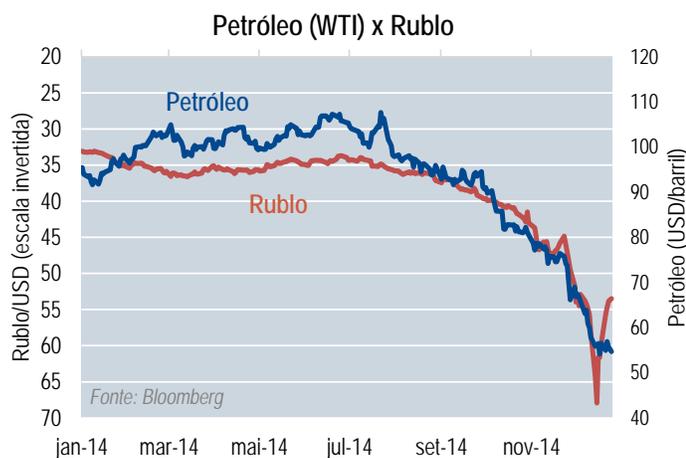
FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM DEZEMBRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O derretimento dos preços do petróleo causou um movimento global de aversão ao risco, punindo principalmente as moedas e bolsas de mercados emergentes.			
Petrobras adiou novamente a publicação de balanço não auditado.			
Depois do derretimento do rublo, o BC da Rússia decidiu dar um choque de juros, elevando a taxa básica de 10,5% para 17%.			
O resultado primário do governo decepcionou mais uma vez, fechando novembro com déficit de R\$8,1 bilhões, fechando o acumulado de 12 meses com déficit de 0,78% do PIB.			
O comunicado que se seguiu à decisão (esperada) do COPOM de elevar a SELIC para 11,75% veio com a palavra “parcimônia”, o que desmontou as apostas de aceleração do ritmo do aperto monetário.			
O Relatório de Inflação trouxe um tom mais duro do que a ata do COPOM, afirmando que o BC fará “todo o necessário” para levar a inflação para a meta até o final de 2016.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional

No mês de dezembro, as atenções se voltaram para a espetacular queda dos preços do petróleo, e as suas consequências para as economias petrodependentes. No gráfico a seguir, podemos observar o comportamento dos preços do petróleo e da moeda da Rússia, país profundamente dependente da exportação da commodity:



Vamos, em primeiro lugar, analisar a questão do preço do petróleo: o que levou a esta queda, o que podemos esperar daqui para frente, e qual o impacto deste novo nível de preços na economia global? Temos duas hipóteses: 1) os preços do petróleo estão antecipando uma nova recessão global e 2) os preços do petróleo estão apenas ajustando-se a um novo balanço de demanda e oferta.

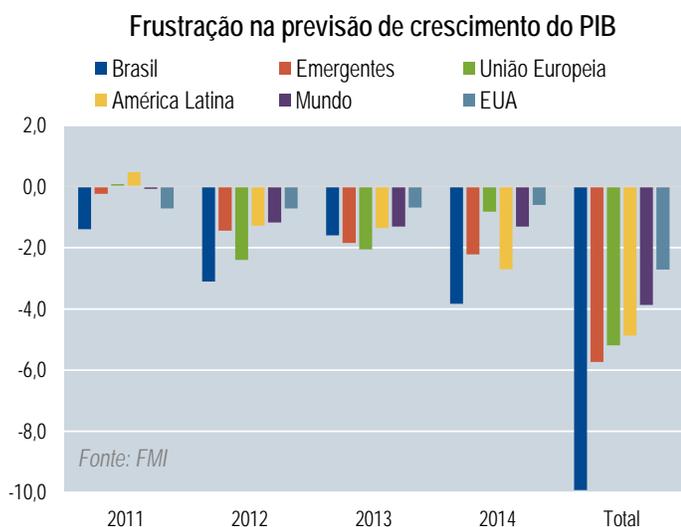
Nossa avaliação é de que a segunda hipótese é mais provável: a oferta subiu com a entrada de novos poços nos EUA e Líbia, e a demanda vem recuando, com a frustração de crescimento na China, Europa e Japão. Isso não explica, claro, a magnitude e velocidade do movimento, que deve ser debitado na conta da dinâmica dos mercados. Não avaliamos que o mundo esteja à beira de um colapso, conforme a primeira hipótese: os preços de todos os outros ativos de risco estão longe de indicarem um cenário deste tipo.

Em algum momento, ao longo dos próximos meses, o petróleo encontrará um novo patamar de equilíbrio, quando a oferta se adequar pela diminuição da produção por parte de produtores menos eficientes. Vale lembrar que preços mais baixos do petróleo funcionam como fator expansionista da atividade econômica, e ao mesmo tempo amortecem a inflação, o que se configura como um cenário positivo tanto para os mercados desenvolvidos como para os emergentes de maneira geral. No entanto, algumas economias emergentes são afetadas de maneira bastante negativa, entre as quais destacamos a Rússia e a Venezuela - e, em menor escala, o México. Para o Brasil, os preços mais baixos do petróleo são positivos no curto prazo, pois atualmente somos deficitários em petróleo em nossa balança comercial. No entanto, a lucratividade dos poços do pré-sal é colocada em cheque, o que prejudica especificamente o valuation da Petrobras.

Em resumo, uma vez que a aversão ao risco volte ao normal, os preços mais baixos do petróleo devem ser vistos como um fator positivo para o crescimento da economia mundial. Isto nos remete à questão da Rússia: quanto uma derrocada do rublo e da economia russa poderia iniciar uma crise sistêmica que afetasse todo o mundo emergente, à moda de 1998? Como sempre, é difícil dizer a priori, mas as condições atuais são bem diferentes das daquela época, principalmente porque estamos saindo de um superciclo de commodities, o que permitiu a várias economias emergentes, inclusive a brasileira, construir sólidas reservas internacionais. Mais importante ainda: com exceção da China, temos regime de câmbio flutuante funcionando em todos esses países, panorama bem distinto dos regimes de câmbio fixo adotados na década de 90. Por fim, a Rússia adotou uma resposta ortodoxa à crise, anunciando um choque de juros, reação bem diferente daquela adotada em 1998, quando a "solução" adotada foi um calote na dívida interna. Assim, avaliamos que esta crise deve ter efeito passageiro sobre os mercados emergentes, a exemplo do que ocorreu em janeiro de 2014, quando a Turquia também sofreu ataque especulativo, e o efeito contágio sobre outros mercados foi limitado.

Cenário Doméstico

No momento em que se espera os primeiros atos da nova equipe econômica liderada por Joaquim Levy, vamos tentar ver um pouco mais adiante, para entender o que podemos esperar dos próximos quatro anos do segundo mandato do governo Dilma Rousseff. Para iniciar a nossa reflexão, observe o gráfico a seguir:



Neste gráfico, comparamos as previsões do FMI para o crescimento do PIB em outubro de 2010 com os crescimentos efetivamente observados nos quatro anos seguintes. Podemos observar, em primeiro lugar, que o crescimento econômico global frustrou as expectativas do FMI nos últimos quatro anos em aproximadamente 4 pontos percentuais. Ou seja, o FMI esperava, no final de 2010, um crescimento global, na média, um ponto percentual por ano a mais do que efetivamente observamos nos quatro anos seguintes. Portanto, ao jogar a culpa sobre o baixo crescimento econômico do Brasil na crise mundial, o governo não está de todo errado. Mas o mesmo gráfico mostra que esta não é toda a história.

Podemos notar que o crescimento do Brasil frustrou as previsões do FMI em 10 pontos percentuais nos mesmos últimos quatro anos, frustração bem acima da média global, da média dos emergentes e mesmo da média da América Latina. O Brasil só perde, em termos de frustração de crescimento, para países como Grécia, Ucrânia e Egito. E empata com a Índia, que, coincidentemente ou não, trocou o seu governo por outro mais “market friendly”. A frustração de crescimento do Brasil conseguiu ser maior do que em países que estiveram no centro da crise na Europa, como Itália (-9,1pp) e Espanha (-8,2pp).

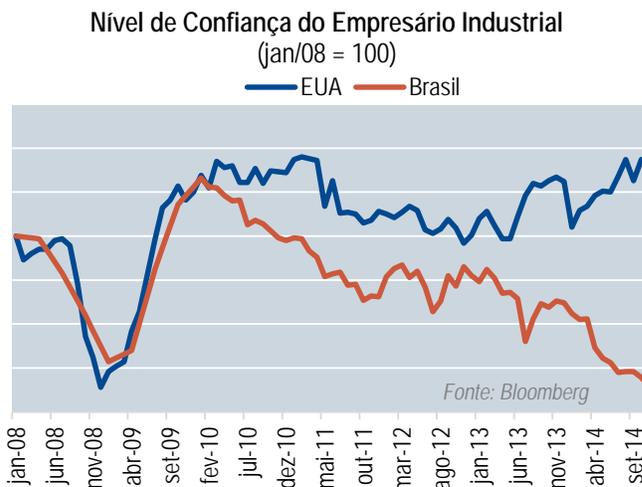
A identificação dos motores do crescimento econômico ainda causa controvérsias. De maneira geral, consegue-se correlacionar crescimento com o nível de investimentos, e este com a qualidade

das instituições de um país. Parece não restar dúvida de que o nível de investimentos do Brasil (aproximadamente 17% do PIB em 2014) é insuficiente para sustentar um crescimento razoável. E como fazer o investimento crescer?

O primeiro governo Dilma tentou a chamada “Nova Matriz Macroeconômica”, que se pode resumir, grosso modo, ao incentivo ao consumo. Ao aumento do consumo se seguiria, keynesianamente, o aumento do investimento para aumentar a oferta, dado que os empresários se sentiriam mais confiantes ao saberem que a demanda estaria lá. Para aumentar o consumo, o governo adotou uma série de medidas ao longo dos últimos 4 anos: tentou reduzir a taxa de juros, tentou reduzir a conta de energia elétrica para o consumidor final, tentou reduzir o spread bancário, manteve uma política de valorização real do salário mínimo, aumentou o alcance do bolsa-família, diminuiu impostos sobre automóveis e linha branca. De fato, o aumento da demanda veio, mas não o investimento. Grande parte dessa demanda adicional foi atendida por meio de importações, o que aumentou o déficit em conta corrente de 2,3% no final de 2010 para 3,7% do PIB atualmente.

Constatando que o aumento da demanda não havia sido suficiente para aumentar o investimento, o governo procurou incentivar a indústria por meio de programas específicos capitaneados pelo BNDES, que aumentou sua participação no PIB de 1% no início deste governo para quase 10% agora. Além disso, interveio no setor elétrico, de modo a reduzir a tarifa de energia elétrica para a indústria. Por fim, usou a Petrobras como vetor para o investimento, ao impor uma política de conteúdo nacional e um plano de investimentos bastante agressivo.

Nada disso funcionou. Pelo contrário: o nível de investimento da economia brasileira recuou de 20% do PIB em 2010 para 17% do PIB agora em 2014 (dados do FMI). O que aconteceu? Uma pista pode ser obtida no gráfico a seguir:



Comparando-se o nível de confiança do empresário industrial brasileiro com o seu par norte-americano, podemos observar um descolamento relevante a partir do início de 2010, tendência que se acentuou durante todo o primeiro mandato de Dilma Rousseff. Hoje, o nível de confiança está abaixo do pior momento da recessão global de 2009. Aliás, quando comparado às principais economias do planeta, o Brasil é um dos poucos países que apresenta nível de confiança do seu empresário em patamares inferiores àqueles observados no início de 2009.

Voltamos então ao início: o crescimento econômico depende de investimentos, que por sua vez depende de instituições. E, aparentemente, a implantação da “Nova Matriz Macroeconômica” passou pela fragilização das instituições que garantem a confiança dos agentes econômicos. Alguns exemplos:

- AMP579, que tinha a boa intenção de reduzir o preço da energia elétrica, acabou por trazer imensas incertezas jurídicas aos participantes do sistema. Além disso, a obsessão por manter baixas as tarifas fez com que o sistema operasse no prejuízo, acumulando dívidas de montante ainda incerto, e camufladas através de vários mecanismos.
- O congelamento do preço da gasolina minou a capacidade de investimento da Petrobras, além de desorganizar o setor de etanol.
- A falta de decisão do BC de trazer a inflação para a meta de 4,5% fez com que os agentes começassem a trabalhar com “metas informais” de inflação, o que é o começo do fim do sistema de metas de inflação.
- A discricionariedade na redução e aumento de impostos sobre o consumo mina a capacidade de planejamento de longo prazo das empresas.
- A atuação do BNDES como financiador de infraestrutura cria um “orçamento público paralelo”, em que projetos somente saem do papel por meio de juros subsidiados, e não pelo retorno ao acionista gerado pelas tarifas a serem cobradas dos usuários. Este modelo se mantém em pé tanto tempo quanto o orçamento público puder pagar pelos subsídios.
- O orçamento público foi vítima de “manobras” que pretendiam torná-lo opaco ao escrutínio dos agentes econômicos.

Isto é o passado. Aparentemente, a nomeação de Joaquim Levy para o Ministério da Fazenda sinaliza para uma mudança de postura. No entanto, é preciso muito mais do que “fechar a porta do cofre” e produzir superávit primário para a retomada do crescimento econômico. Em nossa newsletter de outubro, listamos seis iniciativas que sinalizariam uma mudança de postura neste segundo mandato. São elas:

- Ritmo e efetividade do programa de concessões: a TIR dos projetos deve ser suficiente para pagar o CAPEX dos projetos sem subsídios.
- Micro reformas (mudanças em leis infraconstitucionais), com o objetivo de tornar o país um lugar onde “fazer negócios” tenha como risco apenas a competição do mercado, e não a burocracia e as incertezas jurídicas.
- Macro reformas (previdência, tributária, trabalhista), com o objetivo de equilibrar o orçamento de maneira permanente.
- Diminuição do papel do BNDES no funding para grandes empresas, dando espaço para o financiamento privado.
- Ajuste do Setor Elétrico: tarifas definidas segundo regras de mercado, com regras claras e estáveis.
- Regras claras de reajuste dos preços dos combustíveis, de preferência correlacionadas com o preço do petróleo nos mercados internacionais.

Uma sétima iniciativa, que não foi listada acima, seria extremamente bem vinda mas, reconhecemos, de execução pouco provável por este governo: a retomada das privatizações, incluindo Petrobras e o setor elétrico. Ao passar para a iniciativa privada essas empresas, teríamos um aumento sensível da eficiência nesses setores tão importantes para qualquer economia, aumentando a sua produtividade e as condições para o crescimento econômico. Além disso, como mostram os casos de sucesso como Vale, Embraer e o setor de telecomunicações, as empresas privatizadas geram muito mais em impostos para o setor público do que geravam em dividendos antes de serem transferidas ao setor privado.

Note que são todas iniciativas que vão muito além de um ajuste fiscal. A questão fundamental é: estará o segundo governo Dilma disposto a conduzir um choque de expectativas nos mesmos moldes que operou na mudança do Ministério da Fazenda? Se a resposta for negativa, dificilmente a confiança dos agentes se recuperará, tampouco o crescimento econômico.

Mercados Locais

Renda Fixa

Uma no cravo, outra na ferradura. Assim podemos definir a comunicação do BC com o mercado durante o mês de dezembro.

No comunicado que acompanhou a esperada decisão do COPOM do início do mês, de elevar a SELIC em 50 pontos-base para 11,75%, o BC sacou do seu repertório a palavra “parcimônia”, que foi logo entendida como um recado de que o ciclo de alta estaria já muito próximo do fim. No final do mês, no entanto, o Relatório de Inflação (RI) trouxe a seguinte sentença: “o Comitê irá fazer **o que for necessário** para que no próximo ano a inflação entre em longo período de declínio, que a levará à meta de 4,5% em 2016” (grifo nosso). Há aqui uma promessa bastante forte: a de trazer a inflação para a meta em 2016 custe o que custar. Não combina com “parcimônia”, a não ser que se entenda que esse nível de SELIC, ou um pouco mais, já será suficiente para esse objetivo. Com um forte ajuste fiscal, e consequente desaceleração adicional da atividade, é até possível. Mas, de qualquer forma, se a sinalização do COPOM havia tirado do horizonte um aumento de 0,75% na próxima reunião, a declaração do RI recolocou firmemente a continuidade do ciclo de alta, com 0,50% na próxima reunião.

Além das idas e vindas da comunicação do BC, influenciou também a curva de juros o choque monetário na Rússia, que elevou a sua taxa básica de 10,5% para 17% ao ano para tentar estancar um ataque especulativo contra o rublo. Houve aumento generalizado das taxas de juros nas economias emergentes, e no Brasil não foi diferente: o Jan17 e o Jan 21 subiram, respectivamente, 70 e 65 pontos-base. Os juros reais também foram afetados, ainda que em menor escala: o cupom da NTN-B 2050 aumentou 39 pontos-base, para 6,17%.

Câmbio

Assim como os juros, o câmbio também foi afetado pela crise russa. O real chegou a se desvalorizar 6,6% em relação ao dólar no mês no auge da crise, fechando com desvalorização de 3,6%.

A combinação de câmbio próximo a R\$/US\$ 2,70 e taxa de juros real acima de 5% ao ano é muito atrativa para investidores externos, mesmo considerando a deterioração das contas públicas. Provavelmente, trata-se de uma combinação que compensa o risco. Assim, consideramos que dificilmente o câmbio se desvalorizará muito acima dos atuais níveis no curto prazo, e pode até apreciar-se um pouco, com a perspectiva de políticas monetária e fiscal mais apertadas.

Bolsa

Em princípio, consideramos que a atividade econômica doméstica não vai se recuperar em 2015, dado que um ajuste fiscal relevante será necessário, além de um aperto monetário. Consequentemente, não se pode esperar um crescimento vigoroso dos resultados das empresas, que continuarão atuando em um cenário adverso.

Avaliamos que a bolsa brasileira terminou o mês de novembro sendo negociada a um múltiplo P/L para 2015 de 13, considerando crescimento de lucros de 2015 em relação a 2014 de 5% (o consenso Bloomberg está em 15%). Este nível de P/L está próximo da média histórica. Para projetar alguma valorização a partir deste ponto, seria necessária pelo menos uma de duas condições: uma surpresa positiva nos lucros ou um aumento de múltiplos. Como não vemos recuperação consistente da atividade econômica em 2015, a única fonte de valorização seria um aumento dos múltiplos, em função de uma sinalização forte de mudança de política econômica. Grosso modo, para cada ponto de aumento do P/L, teríamos cerca de 10% de valorização da bolsa. Assim, por exemplo, se o P/L migrasse para o patamar de 14, a bolsa se valorizaria cerca de 10% a partir dos atuais patamares.

Mas, para tanto, seria necessária, por parte do governo, a continuidade da agenda ortodoxa iniciada com a indicação de Joaquim Levy para o posto de Ministro da Fazenda. Trata-se apenas de um primeiro sinal, e que deveria ser acompanhado de outros, principalmente no que se refere a medidas e reformas que aumentassem a produtividade da economia.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IMA-GERAL (ou outras combinações de seus subíndices): de maneira geral, apresentaram performance abaixo do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o anúncio de uma equipe econômica mais ortodoxa foi positivo, porém, o mercado poderia se decepcionar caso houvesse falta de perseverança do governo na implementação das medidas anunciadas.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um aumento das taxas de juros de longo prazo em conjunto com uma posição aplicada em juros curtos, que se beneficiaria em caso de redução das perspectivas de crescimento econômico, ou de redução da inflação. A duration da carteira permaneceu acima do benchmark.	...apesar da confirmação da equipe econômica mais ortodoxa, a percepção de risco global aumentou com a queda acentuada do petróleo e o aumento do temor de contágio entre emergentes dos efeitos da maxidesvalorização da moeda russa, que sofreu muito com a redução do preço do petróleo.
...por conta do elevado grau de incerteza que predominava no mercado doméstico de juros.	...mantivemos a exposição neutra à classe de juros reais. A exposição total ao fim do mês era igual ao IMA-B.	= ...neutros pois não mantivemos apostas em juros reais.
...dada a ausência de liquidez dos títulos atrelados ao IGP-M, precisaríamos manter os atuais títulos na carteira.	...mantivemos os títulos atrelados ao IGP-M na carteira de modo a gerar um duration bem próximo ao IMA-C.	= O resultado para o portfólio foi praticamente neutro dada a proximidade da composição do fundo em relação ao IMA-C.
...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	+ O resultado dessa estratégia favoreceu o portfólio no mês.
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	+ O prêmio de carregamento dos títulos de crédito voltou a beneficiar o desempenho do portfólio.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK CDI: de maneira geral, apresentaram performance abaixo do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o anúncio de uma equipe econômica mais ortodoxa foi positivo, porém, o mercado poderia se decepcionar caso houvesse falta de perseverança do Governo na implementação das medidas anunciadas.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um aumento das taxas de juros de longo prazo em conjunto com uma posição aplicada em juros curtos, que se beneficiaria em caso de redução das perspectivas de crescimento econômico, ou de redução da inflação.	...apesar da confirmação da equipe econômica mais ortodoxa, a percepção de risco global aumentou com a queda acentuada do petróleo e o aumento do temor de contágio entre emergentes dos efeitos da maxidesvalorização da moeda russa, que sofreu muito com a redução do preço do petróleo. -
...por conta do elevado grau de incerteza que predominava no mercado doméstico de juros.	...mantivemos a exposição neutra à classe de juros reais.	= ...neutros pois não mantivemos apostas em juros reais.
...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	+ O resultado dessa estratégia favoreceu o portfólio no mês.
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	+ O prêmio de carregamento dos títulos de crédito voltou a beneficiar o desempenho do portfólio.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK COMPOSTO CDI (ou IMA-S) + IMA-B: de maneira geral, apresentaram performance abaixo do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o anúncio de uma equipe econômica mais ortodoxa foi positivo, porém, o mercado poderia se decepcionar caso houvesse falta de perseverança do Governo na implementação das medidas anunciadas.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um aumento das taxas de juros de longo prazo em conjunto com uma posição aplicada em juros curtos, que se beneficiaria em caso de redução das perspectivas de crescimento econômico, ou de redução da inflação.	- ...apesar da confirmação da equipe econômica mais ortodoxa, a percepção de risco global aumentou com a queda acentuada do petróleo e o aumento do temor de contágio entre emergentes dos efeitos da maxidesvalorização da moeda russa, que sofreu muito com a redução do preço do petróleo.
...por conta do elevado grau de incerteza que predominava no mercado doméstico de juros.	...mantivemos a exposição neutra à classe de juros reais. A exposição total ao fim do mês era igual ao IMA-B.	= ...neutros pois não mantivemos apostas em juros reais.
...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	+ O resultado dessa estratégia favoreceu o portfólio no mês.
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	+ O prêmio de carregamento dos títulos de crédito voltou a beneficiar o desempenho do portfólio.

FUNDOS E CARTEIRAS MULTIMERCADOS EXCLUSIVOS CDI: desempenho abaixo do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o anúncio de uma equipe econômica mais ortodoxa foi positivo, porém, o mercado poderia se decepcionar caso houvesse falta de perseverança do governo na implementação das medidas anunciadas.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um aumento das taxas de juros de longo prazo em conjunto com uma posição aplicada em juros curtos, que se beneficiaria em caso de redução das perspectivas de crescimento econômico, ou de redução da inflação.	...apesar da confirmação da equipe econômica mais ortodoxa, a percepção de risco global aumentou com a queda acentuada do petróleo e o aumento do temor de contágio entre emergentes dos efeitos da maxidesvalorização da moeda russa, que sofreu muito com a redução do preço do petróleo. -
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	...o prêmio de carregamento dos títulos de crédito voltou a beneficiar o desempenho do portfólio. +
...a recuperação da economia americana continuaria a se mostrar mais consistente do que a recuperação das economias europeias.	...mantivemos uma posição que se beneficiaria em caso de apreciação do dólar contra o euro.	...o dólar se valorizou frente ao euro e adicionou valor ao fundo. +
...a economia mexicana apresentava uma combinação de políticas prudentes, com uma baixa vulnerabilidade externa, níveis de dívida gerenciáveis e um regime de metas de inflação confiável. Adicionalmente, uma retomada da economia americana nos próximos anos deveria beneficiar o peso mexicano em relação ao dólar.	...mantivemos uma posição comprada em peso mexicano e vendida em dólar.	...o peso mexicano se depreciou e prejudicou a performance do fundo. -

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

O Banco Central, em linha com as expectativas de mercado, elevou a taxa Selic em 50 bps na reunião de dezembro. A surpresa foi a indicação no comunicado de que “o esforço adicional de política monetária tende[ria] a ser implementado com parcimônia”, o que levou o mercado a interpretar que o ciclo de alta seria menor do que se esperava anteriormente. No entanto, no relatório trimestral de inflação divulgado semanas depois, o Banco Central voltou a endurecer o discurso, indicando que faria “o que for necessário para que no próximo ano a inflação entre em (...) declínio”. Nosso cenário base continua sendo que a nova equipe econômica promoverá ajustes na direção de conter a deterioração dos resultados fiscais e reduzir as distorções de preços relativos na economia. Por fim, pelo lado internacional, o último dado de criação de vagas de emprego nos Estados Unidos, bem como o crescimento do PIB dos EUA no terceiro trimestre surpreenderam positivamente. O Fed, por sua vez sinalizou que o início do processo de elevação da taxa de juros está se aproximando, embora tenha indicado que terá “paciência” para executar a normalização da política monetária. Por outro lado, os bancos centrais europeu e japonês vêm aumentando seus programas de afrouxamento monetário, o que aponta para a continuidade do cenário de alta liquidez internacional.

Além de colher os frutos de um balanço macroeconômico bastante ajustado, a economia mexicana deverá se beneficiar da agenda de reformas recentemente implementadas e de uma retomada da atividade econômica americana, além de manter a inflação em patamares relativamente baixos, justificando assim, uma posição comprada em peso mexicano.

Um importante risco para as posições aplicadas nos juros curtos é a continuidade do enfraquecimento do real em relação ao dólar. Portanto, uma compra de dólar vs. real constitui um hedge interessante para a carteira de renda fixa.

O rande sul-africano pode ser uma alternativa de hedge interessante para o posicionamento comprado em Peso Mexicano, à medida em que reduz a exposição da carteira a moedas de mercados emergentes e associadas a commodities.

Após o anúncio pelo Banco Central Europeu de que medidas adicionais de afrouxamento monetário estão sendo estudadas, acreditamos que as perspectivas de desvalorização do euro continuam interessantes. Os dados mais favoráveis para a economia americana também devem contribuir para esse processo.

Acreditamos que o cenário para o investimento em bolsa inspira cuidados. Teremos um ano com o crescimento doméstico sendo afetado negativamente por uma política monetária mais apertada, um quadro fiscal mais restritivo e, provavelmente, uma desaceleração do crescimento do crédito bancário, principalmente por parte dos bancos públicos.

Embora a bolsa americana esteja negociando a múltiplos elevados, uma pequena exposição comprada aos ativos de renda variável nos EUA faz sentido num ambiente econômico com crescimento robusto.

Estratégias

Esperamos um ciclo adicional de alta de 0,75 bps na taxa Selic, o que contribuirá para impedir que as taxas de inflação superem o teto da meta, considerando-se a contração fiscal que se somará ao aperto de política monetária. Mantemos posições aplicadas nas taxas de juros com vencimento em jan/17, pois acreditamos que as taxas de mercado embutem uma elevação da taxa Selic maior do que será necessária para colocar a inflação na trajetória desejada pelo BC. Mantemos também posições tomadas na inclinação da curva de juros entre os vencimentos jan/17 e jan/21, como hedge para as posições aplicadas.

Deveremos manter uma posição estratégica comprada em peso mexicano e vendida em euro, real e rande sul-africano.

Deveremos manter exposição vendida ao Ibovespa, pois acreditamos que esse cenário provocará revisões para baixo nas estimativas dos lucros das empresas. Pelo lado internacional, deveremos manter posições oportunistas compradas em S&P 500.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVSPA: rentabilidade acima do benchmark, que desvalorizou 8,62% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar uma possível desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica. Além disso, Klabin é uma empresa com sólida posição competitiva e boa resiliência a uma economia mais fraca.	...mantivemos posição acima do benchmark em Klabin.	+ ...positivos. As ações da Klabin avançaram, impulsionadas, pela valorização do dólar frente ao real e pelo fato de a empresa ser percebida pelo mercado como defensiva.
...ainda dentro do setor de papel e celulose, Suzano poderia se beneficiar do processo de desalavancagem financeira em função da entrada em operação de sua nova planta no Estado do Maranhão. Além disso, poderia ser uma fonte de diversificação ao portfólio, trazendo exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+ ...positivos. O papel performou bem em função do movimento de câmbio com apreciação do dólar frente ao real.
...após se tornarem públicas, as denúncias de corrupção dentro da Petrobras poderiam influenciar diretamente nos preços das ações da companhia, além disso a queda do preço do petróleo no mercado internacional poderia perdurar.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Petrobras.	+ ...positivos. As ações da Petrobras sofreram de modo expressivo no mês, impactadas pelas denúncias de problemas de governança na empresa e pelo movimento de queda acentuada do preço do barril de petróleo.
...ainda dentro do setor de Papel e Celulose, imaginamos que a Fíbria possa tomar decisões que aumentem sua alavancagem, expandir sua capacidade de produção através de aquisições ou de aumento de plantas.	...mantivemos posição abaixo do benchmark.	- ...negativos. Juntamente com os demais papéis do setor de papel e celulose, as ações da Fíbria se beneficiaram da alta do dólar em relação ao real.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram acima do benchmark, que desvalorizou 8,27% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar uma possível desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica. Além disso, Klabin é uma empresa com sólida posição competitiva e boa resiliência a uma economia mais fraca.	...mantivemos posição acima do benchmark em Klabin.	+ ...positivos. As ações da Klabin avançaram, impulsionadas, pela valorização do dólar frente ao real e pelo fato de a empresa ser percebida pelo mercado como defensiva.
...ainda dentro do setor de papel e celulose, Suzano poderia se beneficiar do processo de desalavancagem financeira em função da entrada em operação de sua nova planta no Estado do Maranhão. Além disso, poderia ser uma fonte de diversificação ao portfólio, trazendo exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+ ...positivos. O papel performou bem em função do movimento de câmbio com apreciação do dólar frente ao real.
...as ações de Oi poderiam continuar a sofrer em função de sua condição de alta alavancagem financeira e posição competitiva difícil.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Oi.	+ ...positivos. O papel sofreu no mês por conta de deterioração de perspectivas do mercado sobre o papel.
...ainda dentro do setor de Papel e Celulose, imaginamos que a Fíbria pode tomar decisões que aumentem sua alavancagem, expandir sua capacidade de produção através de aquisições ou de aumento de plantas.	...mantivemos posição abaixo do benchmark.	- ...negativos. Juntamente com os demais papéis do setor de papel e celulose, as ações da Fíbria se beneficiaram da alta do dólar em relação ao real.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX-50: em geral, tiveram rentabilidade acima do benchmark, que desvalorizou 8,70% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar uma possível desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica. Além disso, Klabin é uma empresa com sólida posição competitiva e boa resiliência a uma economia mais fraca.	...mantivemos posição acima do benchmark em Klabin.	+ ...positivos. As ações da Klabin avançaram, impulsionadas, pela valorização do dólar frente ao real e pelo fato de a empresa ser percebida pelo mercado como defensiva.
...ainda dentro do setor de papel e celulose, Suzano poderia se beneficiar do processo de desalavancagem financeira em função da entrada em operação de sua nova planta no Estado do Maranhão. Além disso, poderia ser uma fonte de diversificação ao portfólio, trazendo exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+ ...positivos. O papel performou bem em função do movimento de câmbio com apreciação do dólar frente ao real.
...após se tornarem públicas, as denúncias de corrupção dentro da Petrobras poderiam influenciar diretamente nos preços das ações da companhia, além disso a queda do preço do petróleo no mercado internacional poderia perdurar.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Petrobras.	+ ...positivos. As ações da Petrobras sofreram de modo expressivo no mês, impactadas pelas denúncias de problemas de governança na empresa e pelo movimento de queda acentuada do preço do barril de petróleo.
...ainda dentro do setor de Papel e Celulose, imaginamos que a Fibria pode tomar decisões que aumentem sua alavancagem, expandir sua capacidade de produção através de aquisições ou de aumento de plantas.	...mantivemos posição abaixo do benchmark.	- ...negativos. Juntamente com os demais papéis do setor de papel e celulose, as ações da Fibria se beneficiaram da alta do dólar em relação ao real.

FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: rentabilidade acima do parâmetro de referência (Ibovespa).

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...Valid poderia trazer uma boa diversificação ao portfólio na medida em que seu desempenho não está muito associado ao cenário macroeconômico doméstico. Além disso a empresa possui uma operação no mercado norte americano que mostra potencial de crescimento interessante.	...mantivemos posição em Valid.	+ ...positivos. No mês o papel performou bem. Recentemente houve anúncio de que a empresa ganhou uma operação de confecção de carteiras de motoristas no Estado Americano de Washington.
...o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar uma possível desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica. Além disso, Klabin é uma empresa com sólida posição competitiva e boa resiliência a uma economia mais fraca.	...mantivemos posição em Klabin.	+ ...positivos. As ações da Klabin avançaram, impulsionadas, pela valorização do dólar frente ao real e pelo fato de a empresa ser percebida pelo mercado como defensiva.
...ainda dentro do setor de papel e celulose, Suzano poderia se beneficiar do processo de desalavancagem financeira em função da entrada em operação de sua nova planta no Estado do Maranhão. Além disso, poderia ser uma fonte de diversificação ao portfólio, trazendo exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição em Suzano.	+ ...positivos. O papel performou bem em função do movimento de câmbio com apreciação do dólar frente ao real.
...o banco Itaú poderia continuar a se beneficiar do aumento de spreads bancários, num cenário de continuidade de alta de juros.	...mantivemos posição em Itaú.	- ...negativos. Os papéis sofreram em linha com a bolsa que caiu por aumento de aversão a risco.

FUNDOS SMALL CAP: rentabilidade abaixo do parâmetro de performance (SMLL - Índice Small Cap) que desvalorizou 7,32% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...Valid poderia trazer uma boa diversificação ao portfólio na medida em que seu desempenho não está muito associado ao cenário macroeconômico doméstico. Além disso a empresa possui uma operação no mercado norte americano que mostra potencial de crescimento interessante.	...mantivemos posição acima do benchmark em Valid +	...positivos. No mês o papel performou bem. Recentemente houve anúncio de que a empresa ganhou uma operação de confecção de carteiras de motoristas no Estado Americano de Washington.
...PDG e Rossi poderiam sofrer pois enfrentam um processo de ajustes internos em um mercado que vem desacelerando.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em PDG e em Rossi. +	...positivos. Os papéis sofreram mais do que a média do benchmark, em função de perspectivas desafiadoras para as empresas nesse cenário de desaceleração setorial.
...a Direcional, que atua no setor de construção civil com foco no Faixa1 do MCMV (Minha Casa Minha Vida). Apresenta múltiplos atrativos e um dos melhores ROE do setor.	...mantivemos acima do benchmark. -	...negativos. As perspectivas de que contenção fiscal no segundo mandato da Presidente Dilma, impactaram as expectativas para o programa MCMV.

FUNDOS DIVIDENDOS: rentabilidade acima do parâmetro de performance (IDIV) que desvalorizou 10,88% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...as ações de Oi poderiam continuar a sofrer em função de sua condição de alta alavancagem financeira e posição competitiva difícil.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Oi. +	...positivos. O papel sofreu no mês por conta de deterioração de perspectivas do mercado sobre o papel.
...após se tornarem públicas, as denúncias de corrupção dentro da Petrobras poderiam influenciar diretamente nos preços das ações da companhia, além disso a queda do preço do petróleo no mercado internacional poderia perdurar.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Petrobras. +	...positivos. As ações da Petrobras sofreram de modo expressivo no mês, impactadas pelas denúncias de problemas de governança na empresa e pelo movimento de queda acentuada do preço do barril de petróleo.
...o setor elétrico poderia continuar a sofrer em função da falta de previsibilidade regulatória e da escassez de chuvas.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CESP. -	...negativos. O papel se beneficiou da melhora de perspectivas do setor com o anúncio da criação das bandeiras tarifárias e as recentes correções de tarifas no setor.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	Mantemos nossa visão construtiva para os resultados dos bancos privados, calcada na manutenção de spreads saudáveis, inadimplência baixa por conta de uma postura conservadora na concessão de crédito, bom crescimento de receitas de serviços, e melhora contínua na eficiência operacional. Temos clara preferência pelos grandes bancos privados Itaú e Bradesco.
Cíclicos Globais	Acima do benchmark	Nossa posição concentra-se em celulose. Esse setor apresenta a característica de aproveitar uma possível desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica. Os preços mundiais de celulose de fibra curta atingiram um nível de estabilidade, já tendo absorvido o aumento de capacidades das unidades brasileiras. Bons sinais de sustentação do preço vêm do fechamento de capacidades na Europa e na América do Norte. O setor é fundamentalmente exportador, com uma demanda mais distribuída geograficamente entre Europa, Ásia e América do Norte. Adicionalmente, as empresas desse setor são superavitárias em energia elétrica, o que aumenta o isolamento frente a rupturas no mercado doméstico. Preferimos a Suzano: como a empresa mais alavancada entre as listadas, ela é a que mais absorve os benefícios dessa dinâmica.
Cíclicos Domésticos	Ligeiramente abaixo do benchmark	Pretendemos manter a posição corrente no segmento, através de um neutro em incorporadoras e underweight em varejo. Entendemos que o cenário macroeconômico recomenda cautela, com vendas do varejo ainda deprimidas por conta de uma baixa confiança do consumidor. O mesmo fenômeno já se faz sentir no mercado imobiliário, com lançamentos e vendas apresentando quedas relevantes se comparados ao ano passado. Nosso neutro se justifica pelo valuation atrativo de algumas incorporadoras.
Regulados	Abaixo do benchmark	Pretendemos manter underweight no setor elétrico. Acreditamos que, além do cenário político ainda incerto, o setor elétrico nos apresenta, aos atuais preços, uma expectativa de retorno para o acionista aquém do que demandamos.
Defensivos Domésticos	Abaixo do benchmark	Mantemos esta exposição através, principalmente, de um underweight em consumo, distribuição de combustíveis e em outras empresas de serviço financeiros (ex-bancos). Apesar da maior previsibilidade de lucro em um ambiente macroeconômico adverso, acreditamos que os preços destas ações já incorporam estas características e vemos menor retorno esperado para estas companhias. Ainda neste segmento, nossa preferência está com o setor de educação, que apesar do valuation esticado, apresenta sólidas oportunidades de crescimento.

Renda Variável e Balanceados (cont.)

ASSET ALLOCATION: em geral, efeito positivo sobre os portfólios balanceados.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o cenário de curto prazo continuaria inspirando cuidados para o investimento em bolsa. Isto porque, as perspectivas ainda desanimadoras dos resultados das empresas brasileiras (por conta de uma economia fraca e pressão persistente nas margens de lucro), aliadas a um cenário de fraco crescimento no exterior, poderiam continuar impactando negativamente a bolsa.	...mantivemos nossa exposição abaixo do ponto neutro em renda variável.	+ ...positivos. O índice IbrX teve um desempenho bastante fraco no mês de dezembro, tendo sido impactado pela performance de empresas ligadas ao setor público.

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.

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, na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, 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, CEP 04543-011, São Paulo – SP.

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

 A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.