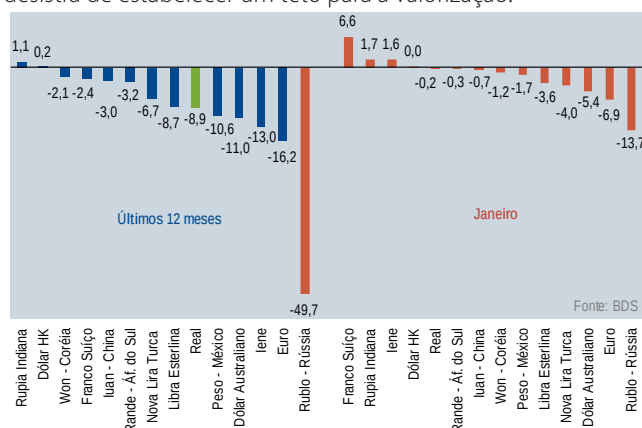




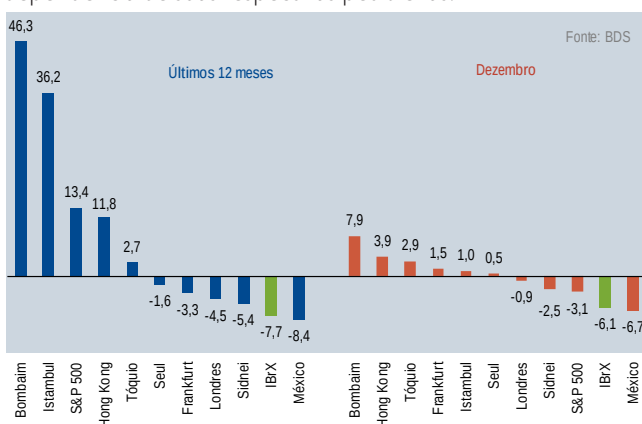
Moedas (contra o dólar)

O rublo continua sendo o destaque em desvalorização, acompanhado do euro, em função do anúncio do QE. O BC suíço desistiu de estabelecer um teto para a valorização.



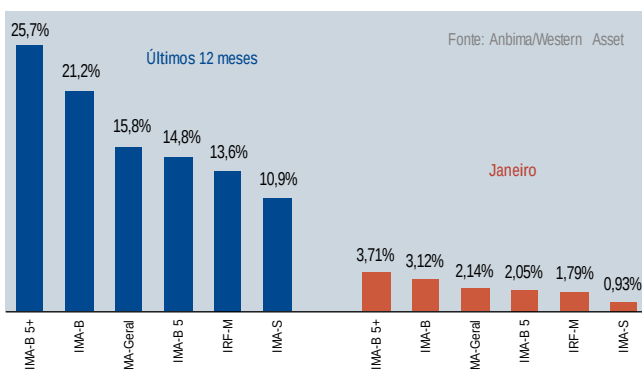
Bolsas do mundo (em dólar)

As bolsas brasileira e mexicana lideram as perdas, em função da dependência de suas respectivas petrolíferas.



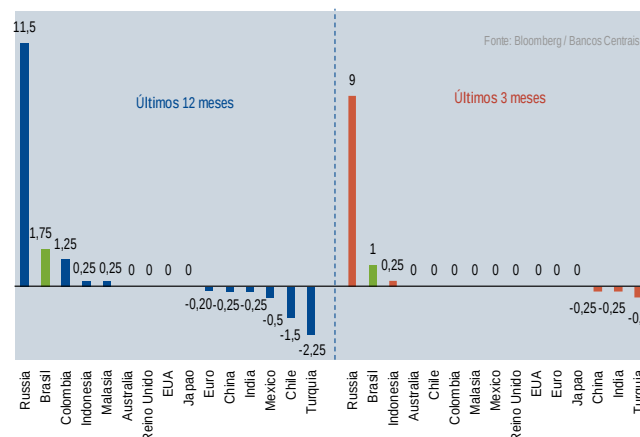
Renda fixa local - I

A crescente perspectiva de uma recessão em 2015 e o QE na zona do euro beneficiaram os índices IMA no mês.



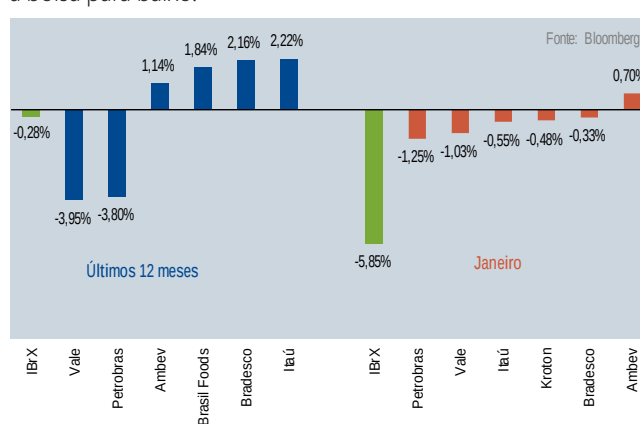
Taxas básicas de juros - variação

Turquia, Índia e China começaram um movimento de afrouxamento monetário. Brasil é o único que continua subindo a taxa básica.



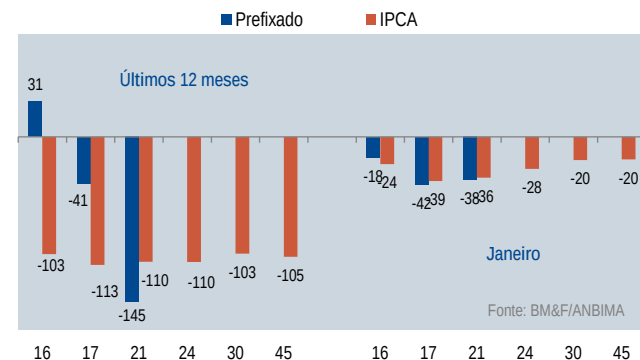
Principais contribuições para o IBRX

Petrobras e Vale entraram em 2015 como fecharam 2014: puxando a bolsa para baixo.



Renda fixa local - II

As taxas recuaram de maneira paralela em janeiro com o aumento da percepção de recessão local e as taxas globais mais baixas.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JANEIRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A Suíça abandonou a política de “teto” para a valorização do franco suíço. Imediatamente, a moeda valorizou-se 19% contra o dólar, fechando o mês com valorização de 6,6%.			
O BCE finalmente anunciou o seu pacote de quantitative easing, em valor mínimo superior a €1 trilhão.			
Alexis Tsipras, do autointitulado partido radical de esquerda Syriza, venceu as eleições na Grécia e conseguiu maioria no Congresso aliando-se a um partido radical de direita, igualmente avesso às medidas de austeridade impostas pela Troika.			
Joaquim Levy anunciou um pacote de aumento de impostos que pode aumentar a arrecadação em quase R\$21 bilhões em 2015.			
O Ministério da Educação mudou as regras de reembolso do FIES para as faculdades, o que aumenta de maneira expressiva o capital de giro necessário para estas empresas.			
O COPOM decidiu aumentar a SELIC em mais 50 pontos-base, mas não sinalizou o fim do ciclo como era esperado.			
Apagão conduzido pela ONS mostrou que o sistema elétrico está no seu limite. Os baixos índices pluviométricos de janeiro aumentaram a probabilidade de um racionamento de energia e água, principalmente nas regiões Sudeste e Nordeste.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional

Começamos o ano de 2015, e alguns fatos dominaram o noticiário financeiro: o grande plano de afrouxamento monetário patrocinado pelo BCE, a vitória do partido de esquerda Syriza na Grécia e a continuidade da queda dos preços do petróleo. Como tudo isso influenciará o que realmente importa: a política monetária nos EUA? É o que o nosso Portfolio Manager e Research Analyst, John Bellows, procura responder em seu mais recente artigo, "Cenário para o Fed em 2015", distribuído recentemente aos nossos clientes.

Neste artigo, são discutidos quatro dos mais importantes riscos para o cenário de inflação do Fed: (1) a queda dos preços do petróleo, (2) a apreciação do dólar, (3) o afrouxamento monetário adicional por parte do Banco Central Europeu (ECB) e do Banco do Japão (BoJ), e (4) a inflação global em queda. Em cada caso, há um argumento plausível de que qualquer impacto na inflação será leve e transitório, o que parece ser o caso base do Fed. Entretanto, pode haver também a leitura de que os impactos na inflação serão mais permanentes e perniciosos. Apesar de essa possibilidade mais pessimista não ser o cenário base, ela é capaz de fazer o Fed ser mais cauteloso em 2015, e é chave em seu raciocínio de que o aumento das taxas de juros serão de alguma forma postergados.

Caso ainda não tenha lido o artigo, [clique aqui](#) para acessar a sua versão completa.

Mercados Locais

Renda Fixa

O COPOM optou pela parcimônia no uso das palavras em seu último comunicado, desistindo de expressões como "dando continuidade ao processo", "efeitos cumulativos e defasados da política monetária", "neste momento" e, principalmente, "parcimônia". Assim, deixa as portas abertas para qualquer decisão na sua próxima reunião.

Poder-se-ia ler este comunicado como mais "duro" do que o anterior, na medida em que não vem acompanhado de atenuantes. Nesse sentido, o ajuste monetário estaria apenas no meio do seu caminho, o que levaria a um ajuste total maior. No entanto, comparando-se este comunicado com o Relatório de Inflação do final do ano e declarações posteriores de diretores do BC, parece ser mais "suave". Complementando a falta de definição, tivemos uma ata também pouco esclarecedora. Assim, definitivamente, todas as cartas continuam na mesa.

De qualquer forma, a curva de juros local respondeu mais ao cenário externo do que à política monetária doméstica. A curva de juros prefixados recuou de maneira relevante, principalmente na ponta longa, acompanhando as taxas de juros no mundo inteiro, principalmente após o anúncio do quantitative easing do Banco Central Europeu. Esperamos que este movimento de redução de juros longos continue, dado o agravamento da recessão doméstica.

Um risco de curto prazo, no entanto, é a ameaça cada vez mais presente de um racionamento de energia. Como todo choque de oferta, um racionamento teria efeito negativo sobre as expectativas de inflação no curto prazo, levando, pelo menos em teoria, a uma resposta da autoridade monetária, no sentido de elevação adicional das taxas de juros. Além disso, cresceria o risco-país, dado o choque negativo na atividade econômica. Assim, o efeito de um racionamento seria negativo para a curva de juros no curto prazo. Por isso, qualquer posicionamento que procure beneficiar-se da redução das taxas de juros ao longo do tempo deve ser feito com parcimônia, a palavra da moda.

Câmbio

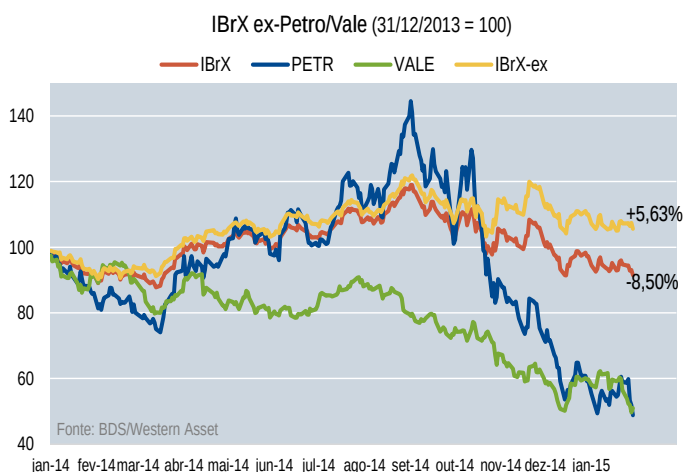
Em um mês em que o rublo se desvalorizou 14% e o euro 7%, o real ter ficado no zero a zero até que foi lucro. Na verdade, a moeda brasileira estava se valorizando 2,5% até o último dia do mês, quando o ministro da Fazenda, Joaquim Levy, afirmou em entrevista que não via com bons olhos intervenções no câmbio. Foi a senha para uma forte desvalorização do real, pois o mercado entendeu que o programa de swaps estaria com os dias contados. Houve depois um esclarecimento da parte do ministério, afirmando que o ministro estaria se referindo a intervenções para se contrapor a macrotendências do mercado global de moedas, como a valorização do dólar que presenciamos nos últimos meses.

De qualquer forma, esta questão escancara mais um problema herdado da gestão anterior: o que fazer com o estoque de swaps, que já soma um montante respeitável de quase US\$110 bilhões? Este programa claramente vai na contramão do novo "software" que está sendo rodado pela equipe econômica, e o ministro da Fazenda não escondeu o seu desconforto, apesar do esclarecimento. Intervir no mercado de vez em quando, em picos de volatilidade, ainda é aceitável. Mas para quem advoga o realismo dos preços da economia, acumular mais de US\$ 100 bilhões em swaps não parece ser razoável. A questão que se coloca, portanto, é: como e quando o BC vai desfazer essa operação. O "como" parece ser mais fácil de prever: lentamente. O mercado cambial é muito sensível, e o BC certamente não deseja introduzir mais volatilidade além da normal. O "quando" já é um pouco mais difícil. Mas esta declaração do ministro pode ser uma pista de que se está pensando no assunto. E certamente é mais fácil fazê-lo agora, com o dólar a R\$ 2,70 e a SELIC a 12,25%, do que em abril do ano passado, quando o dólar estava a R\$ 2,20 e a SELIC a 11% (e o estoque estava em US\$90 bilhões). Agora ficou mais caro apostar contra o real, o que deixa algum espaço de manobra para a autoridade monetária. Além disso, se - como disse o ministro - o governo não quer se contrapor aos "movimentos globais" de moedas, estes movimentos (mais especificamente a valorização do dólar) não deveriam servir de pretexto para não desmontar essa operação.

Assim, é de se esperar que o BC, mais cedo ou mais tarde, comece a retirar os swaps do mercado. Para tanto, deve aproveitar momentos de volatilidade menor e de apreciação do real, o que deve deixar um espaço limitado para a valorização do real no curto prazo. De qualquer forma, assim como essas operações não se mostraram eficientes para conter a desvalorização do real, a sua retirada não deveria causar uma depreciação permanente da moeda.

Bolsa

A bolsa brasileira pode ser dividida em duas: de um lado, Petrobras e Vale. Do outro, todo o resto. Vejamos o gráfico a seguir:



Se Petrobras e Vale estivessem fora da bolsa, o IBrX teria se valorizado em 5,63% desde janeiro de 2014, ao invés de apresentar desvalorização de 8,50% no mesmo período. No início de 2014, estes dois papéis representavam 22,6% da bolsa. Hoje, representam 14,4%. Até onde vai este movimento?

Apesar de ambas terem sofrido desvalorizações próximas nos últimos 13 meses (aproximadamente 50%), o comportamento de Petrobras e Vale têm semelhanças e diferenças. A semelhança está na queda brutal dos preços de suas respectivas matérias primas, petróleo e minério de ferro. A diferença está em que a Petrobras é estatal e está envolvida na operação Lava-Jato. Pelo fato de ser estatal, seu lucro é determinado por decisões que vão além do escopo de sua gerência, como os preços da gasolina, a política de conteúdo nacional de seus fornecedores e o sistema de partilha do pré-sal. Não por outro motivo, as cotações da companhia foram fortemente influenciadas pelas eleições, no 3º trimestre. Assim, para a análise de Vale, precisamos somente antecipar o que vai acontecer com os preços do minério de ferro. Quanto à Petrobras, além de avaliar para onde vão os preços do petróleo, tão ou mais importante é antecipar mudanças na orientação do governo com relações às políticas da empresa e os resultados da operação Lava-Jato. Como se vê, nada trivial.

No caso de Vale, acreditamos que os preços do minério têm baixa probabilidade de recuperação neste ano. Há novas capacidades de produção entrando em um mercado com demanda fraca, principalmente por conta do soft landing da China. Assim, não deveremos ver recuperação dos preços de Vale no curto prazo. Com sorte, podemos apostar em estabilidade.

Vejamos o caso de Petrobras:

- Os preços do petróleo podem apresentar alguma recuperação, em função de dúvidas sobre a sustentabilidade da produção do óleo de xisto nos EUA com estes níveis de preço. Mas será difícil vermos o barril sendo cotado a US\$100 novamente, em função da fraca demanda global (o mesmo problema do minério de ferro). No caso específico da Petrobras, este nível de preços é benéfico no curto prazo, porque a empresa é importadora líquida de gasolina. Mas definitivamente não é boa notícia para o longo prazo, pois a viabilidade da produção do pré-sal é colocada em cheque.
- Até o momento, o governo não deu nenhum sinal de que vai mudar as políticas de conteúdo nacional, sistema de partilha e participação mínima de 30% da Petrobras em novas concessões. No entanto, estas políticas, na prática, inviabilizam o crescimento da exploração de petróleo no Brasil. Se o governo colocará a necessidade sobre a ideologia, ainda é uma questão em aberto. A possível troca do management e do Conselho de Administração da empresa por profissionais recrutados no mercado poderia ser um desenvolvimento importante nesse sentido. O único avanço concreto, por enquanto, é a autorização para aumentar os preços da gasolina para compensar o imposto maior incidente sobre os combustíveis. Ainda é pouco para uma empresa que tem endividamento de 4,5 vezes o EBITDA, e cuja situação de liquidez pode piorar muito ao longo do ano.

- Há dois efeitos práticos da operação Lava-Jato sobre as operações da Petrobras: i) a virtual paralisação de investimentos, em função do envolvimento de parceiros comerciais importantes, e ii) o atraso na publicação de balanço auditado. Com relação ao primeiro, o governo vem se esforçando para que seja retomada uma certa normalidade, mas sem sucesso. É provável, com o desenrolar do processo, que algumas dessas empresas simplesmente fechem as portas, e outras voltem à normalidade. Mas isto deve levar ainda algum tempo, o que já compromete investimentos para este ano. Aliás, este comprometimento já foi admitido pela própria diretoria da Petrobras, na apresentação dos resultados não auditados do 3º trimestre. O atraso deste balanço auditado (e o consequente atraso já previsto para o ainda mais relevante balanço do 4º trimestre), o segundo efeito da operação Lava-Jato, pode comprometer a capacidade da empresa de rolar suas dívidas, o que criaria um problema de liquidez grave ainda neste ano.

Por todas estas questões, ainda vemos como difícil uma recuperação consistente das ações da empresa, mesmo nos atuais níveis de preços. Assim, no que depender de Petrobras e Vale, as chances de recuperação da bolsa brasileira são baixas. No entanto, uma troca do management e do Conselho de Administração da Petrobras por profissionais recrutados no mercado poderia gerar um rali de curto 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.

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.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IMA-GERAL (ou outras combinações de seus subíndices): de maneira geral, apresentaram performance acima 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 nominais de longo prazo em conjunto com uma posição aplicada em juros curtos, que se beneficiaria em caso de redução das perspectivas de crescimento econômico. Ao longo do mês, reduzimos a posição aplicada em juros curtos. A duration da carteira permaneceu acima do benchmark.	+ ...as taxas de juros nominais recuaram ao longo do mês em função do direcionamento positivo dado pelo governo na condução do ajuste fiscal e também impulsionadas pela redução dos juros nos países desenvolvidos, principalmente após anúncio do Banco Central Europeu de um pacote de compra de ativos em montante superior ao estimado pelo mercado.
...as curvas de juros reais de longo prazo apresentavam um prêmio atrativo em vista da perspectiva de ajustes fiscais no Brasil e de redução de taxas de juros no exterior.	... aumentamos a posição aplicada em juros reais de longo prazo. A exposição total ao fim do mês era igual ao IMA-B.	= ...as taxas de juros reais de longo prazo recuaram por conta da perspectiva de melhora da situação fiscal local e pelo anúncio do Banco Central Europeu de um pacote de compra de ativos em montante superior ao estimado pelo mercado.
...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 acima 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 nominais de longo prazo em conjunto com uma posição aplicada em juros curtos, que se beneficiaria em caso de redução das perspectivas de crescimento econômico. Ao longo do mês, reduzimos a posição aplicada em juros curtos.	+ ...as taxas de juros nominais recuaram ao longo do mês em função do direcionamento positivo dado pelo governo na condução do ajuste fiscal e também impulsionadas pela redução dos juros nos países desenvolvidos, principalmente após anúncio do Banco Central Europeu de um pacote de compra de ativos em montante superior ao estimado pelo mercado.
...as curvas de juros reais de longo prazo apresentavam um prêmio atrativo em vista da perspectiva de ajustes fiscais no Brasil e de redução de taxas de juros no exterior...	... aumentamos a posição aplicada em juros reais de longo prazo.	= ...as taxas de juros reais de longo prazo recuaram por conta da perspectiva de melhora da situação fiscal local e pelo anúncio do Banco Central Europeu de um pacote de compra de ativos em montante superior ao estimado pelo mercado.
...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 acima 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 nominais de longo prazo em conjunto com uma posição aplicada em juros curtos, que se beneficiaria em caso de redução das perspectivas de crescimento econômico. Ao longo do mês, reduzimos a posição aplicada em juros curtos.	+ ...as taxas de juros nominais recuaram ao longo do mês em função do direcionamento positivo dado pelo governo na condução do ajuste fiscal e também impulsionadas pela redução dos juros nos países desenvolvidos, principalmente após anúncio do Banco Central Europeu de um pacote de compra de ativos em montante superior ao estimado pelo mercado.
...as curvas de juros reais de longo prazo apresentavam um prêmio atrativo em vista da perspectiva de ajustes fiscais no Brasil e de redução de taxas de juros no exterior.	... aumentamos a posição aplicada em em juros reais de longo prazo. A exposição total ao fim do mês era igual ao IMA-B.	= ...as taxas de juros reais de longo prazo recuaram por conta da perspectiva de melhora da situação fiscal local e pelo anúncio do Banco Central Europeu de um pacote de compra de ativos em montante superior ao estimado pelo mercado.
...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 acima 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.	... ao longo do mês trocamos o posicionamento em juros nominais de curto prazo por juros reais de longo prazo. De modo a proteger a carteira de uma alta das curvas longas, montamos também uma posição vendida em juros nominais de longo prazo.	+ ...as taxas de juros recuaram ao longo do mês em função do direcionamento positivo dado pelo governo na condução do ajuste fiscal e também impulsionadas pela redução dos juros nos países desenvolvidos, principalmente após anúncio do Banco Central Europeu de um pacote de compra de ativos em montante superior ao estimado pelo mercado.
...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...	...montamos posições táticas que se beneficiariam em caso de apreciação do dólar contra o euro.	+ ... essa posição adicionou valor ao portfólio.
... Por conta das reformas estruturais que o México tem feito, o peso mexicano poderia ser uma moeda interessante para contrapor a sobre exposição de dólar frente às demais moedas.	...montamos uma aposta que se beneficiaria da valorização do peso mexicano em relação ao dólar.	+ ... o peso mexicano acabou se valorizando, contribuindo para performance do portfólio.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Temas de Investimento

O Banco Central elevou a taxa SELIC em 50 bps na reunião de janeiro, e emitiu um comunicado aberto que deixa a porta aberta para uma elevação adicional de 25 ou 50 bps em março. 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. No entanto, o baixo volume de chuvas que tem sido registrado desde o início do verão vem ampliando os riscos de um cenário de racionamento de energia elétrica. Pelo lado internacional, a política monetária continua estimulativa, com o BCE ampliando seu programa de compra de ativos para incorporar títulos governamentais.

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 da ampliação do programa de compra de ativos para englobar títulos governamentais, o euro atingiu novas mínimas. Acreditamos que, nos níveis atuais, a posição vendida em euros apresenta risco x retorno menos favorável.

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, uma desaceleração de crédito. A isso se somam os riscos de racionamento de energia elétrica mencionados.

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 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. No entanto, em função do aumento de riscos no cenário reduzimos parcialmente o risco da carteira, e migramos a principal posição para a NTN-B com vencimento em 2050. Como proteção para essa estratégia, mantemos posições tomadas no mercado prefixado e na inclinação da curva pré entre jan/17 e jan/21.

Mantemos uma posição estratégica comprada em peso mexicano e vendida em rande sul-africano. Deveremos reduzir as posições vendidas em euro e aumentar a posição comprada em dólares contra reais.

Em função da queda recente, deveremos permanecer sem posições no Ibovespa. Pelo lado internacional, deveremos manter posições oportunistas compradas em S&P 500.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: rentabilidade em linha com o benchmark, que desvalorizou 6,17% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...Braskem poderia sofrer em função da renegociação de contratos relevantes com seus fornecedores de Nafta e de energia.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Braskem.	+ ...positivos. Apesar da queda do preço do petróleo, as incertezas em relação às condições de renegociação dos contratos de fornecimento de Nafta pela Petrobras e de energia pela Chesf fizeram o papel sofrer no mês.
...a CSN poderia sofrer por conta de sua condição de alta alavancagem e por causa da incerteza em relação ao crescimento da economia chinesa e da economia brasileira.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN.	+ ...positivos. O papel sofreu impulsionado pelo aumento gradativo do risco de racionamento de energia e por conta de incertezas com relação ao crescimento chinês.
...as ações de Oi poderiam continuar a sofrer em função de sua condição de alta alavancagem financeira e fraca posição competitiva.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Oi.	+ ...positivos. Apesar do avanço no processo de venda de ativos da Portugal Telecom, o nível de incerteza sobre a conclusão do processo ainda é alto. Além disso, as condições operacionais e financeiras da empresa continuam frágeis.
...Dentro do setor educacional, a Estácio apresentava um valuation atrativo em relação a seus pares.	...mantivemos posição acima do benchmark.	- ...negativos. Juntamente com os demais papéis do setor educacional, o papel continuou a sofrer por conta das mudanças anunciadas para o FIES.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade acima do benchmark, que desvalorizou 5,85% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... Braskem poderia sofrer em função da renegociação de contratos relevantes com seus fornecedores de Nafta e de energia.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Braskem.	+ ...positivos. Apesar da queda do preço do petróleo, as incertezas em relação às condições de renegociação dos contratos de fornecimento de Nafta pela Petrobras e de energia pela Chesf fizeram o papel sofrer no mês.
...as ações de Oi poderiam continuar a sofrer em função de sua condição de alta alavancagem financeira e fraca posição competitiva.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Oi.	+ ...positivos. Apesar do avanço no processo de venda de ativos da Portugal Telecom, o nível de incerteza sobre a conclusão do processo ainda é alto. Além disso, as condições operacionais e financeiras da empresa continuam frágeis.
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale.	+ ...positivos. O papel sofreu no mês na esteira da queda de preços do minério de ferro.
...as ações da Souza Cruz poderiam continuar a sofrer com o aumento de probabilidade de elevação de impostos sobre cigarros.	...mantivemos posição abaixo do benchmark.	- ...negativos. O aumento de impostos veio em linha com as expectativas do mercado e o papel acabou se beneficiando do fato de ser considerado defensivo, num cenário de volatilidade e deterioração de perspectivas de crescimento econômico.

FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX-50: em geral, tiveram rentabilidade abaixo do benchmark, que desvalorizou 5,42% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...as ações da Souza Cruz poderiam continuar a sofrer com o aumento de probabilidade de elevação de impostos sobre cigarros.	...mantivemos posição abaixo do benchmark.	- ...negativos. O aumento de impostos veio em linha com as expectativas do mercado e o papel acabou se beneficiando do fato de ser considerado defensivo, num cenário de volatilidade e deterioração de perspectivas de crescimento econômico.
...Os papéis de Telefônica não apresentavam um valuation atrativo.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Telefonica.	- ...negativos. O papel acabou se beneficiando do fato de ser considerado defensivo, num cenário de volatilidade e deterioração de perspectivas de crescimento econômico.
...Kroton enfrentaria desafios de sua consolidação recente com Anhangera.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Kroton.	+ ...positivos. As ações da Kroton sofreram ao longo do mês, juntamente com os demais papéis do setor educacional, por conta das alterações anunciadas pelo governo nos programas de financiamento educacional.
... Braskem poderia sofrer em função da renegociação de contratos relevantes com seus fornecedores de Nafta e de energia.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Braskem.	+ ...positivos. Apesar da queda do preço do petróleo, as incertezas em relação às condições de renegociação dos contratos de fornecimento de Nafta pela Petrobras e de energia pela Chesf fizeram o papel sofrer no mês.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... Estácio apresentava um bom valuation.	...mantivemos posição em Estácio.	- ...negativos. Juntamente com os demais papéis do setor educacional, o papel continuou a sofrer por conta das mudanças anunciadas para o FIES nos programas de financiamento educacional.
...as ações do Banco ABC, que foca no segmento corporativo, apresentam boa rentabilidade e liquidez. Além disso a empresa apresenta uma estrutura de capital bastante sólida.	...mantivemos a posição no papel.	- ...negativos. O papel acabou sofrendo por dúvidas do mercado sobre a qualidade da carteira de crédito do banco e pela exposição dessa carteira ao setor de infraestrutura.
...a JBS apresentava um bom valuation dado seu bom momento do ponto de vista operacional. Além disso, o papel havia sofrido muito ao longo do início do mês.	...montamos posição em JBS.	+ ...positivos. O papel se recuperou na segunda quinzena do mês e contribuiu para a performance do fundo.

FUNDOS SMALL CAP: rentabilidade acima do parâmetro de performance (SMLL - Índice Small Cap) que desvalorizou 12,05% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...PDG poderia sofrer pois enfrenta um processo de ajustes internos em um mercado que vem desacelerando.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em PDG	...positivos. Os papéis sofreu mais do que a média do benchmark, em função de perspectivas desafiadoras para as empresas nesse cenário de desaceleração setorial.
...dentro do setor elétrico, Alupar poderia performar bem dada sua menor exposição ao risco de racionamento que a média do setor.	...mantivemos posição acima do benchmark.	...positivos. O papel performou melhor do que o benchmark e contribuiu para a performance do fundo.

FUNDOS DIVIDENDOS: rentabilidade acima do parâmetro de performance (IDIV) que desvalorizou 11,18% 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 fraca posição competitiva difícil.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Oi.	... positivos. Apesar do avanço no processo de venda de ativos da Portugal Telecom, o nível de incerteza sobre a conclusão do processo ainda é alto. Além disso, as condições operacionais e financeiras da empresa continuam frágeis.
... a CSN poderia sofrer por conta de sua condição de alta alavancagem e por causa da incerteza em relação ao crescimento da economia chinesa e da economia brasileira.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN.	... positivos. O papel sofreu impulsionado pelo aumento gradativo do risco de racionamento de energia e por conta de incertezas com relação ao crescimento chinês.
... as ações do Banco ABC, que foca no segmento corporativo, apresentam boa rentabilidade e liquidez. Além disso a empresa apresenta uma estrutura de capital bastante sólida.	... mantivemos a posição no papel acima do benchmark.	... negativos. O papel acabou sofrendo por dúvidas do mercado sobre a qualidade da carteira de crédito do banco e pela exposição dessa carteira ao setor de infraestrutura.

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 controlada 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.
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 esta características e vemos menor retorno esperado para estas companhias.

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 janeiro. Nossa exposição abaixo do ponto neutro adicionou valor.

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.