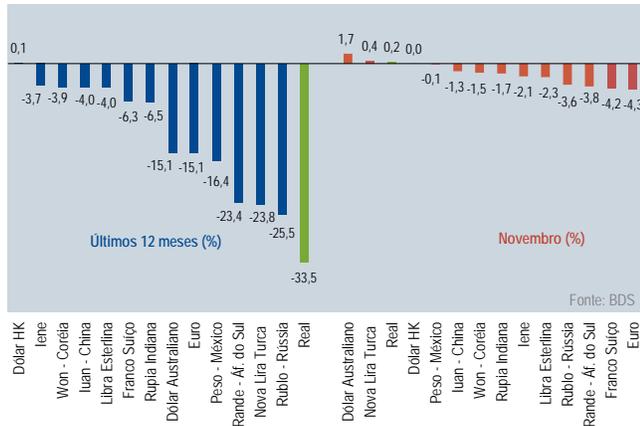


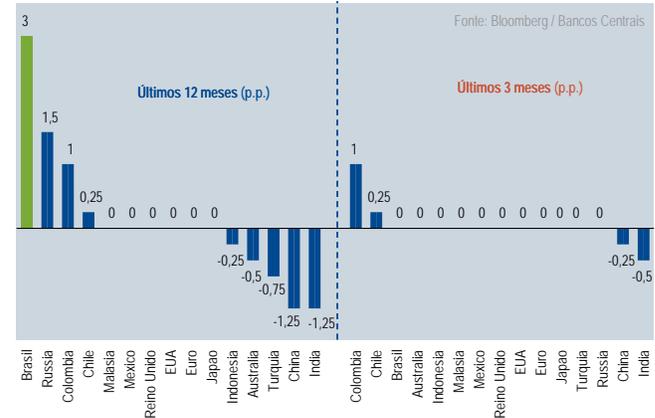
Moedas (contra o dólar)

O real não acompanhou a desvalorização das outras moedas em novembro, mas continua sendo a campeã da desvalorização nos últimos 12 meses.



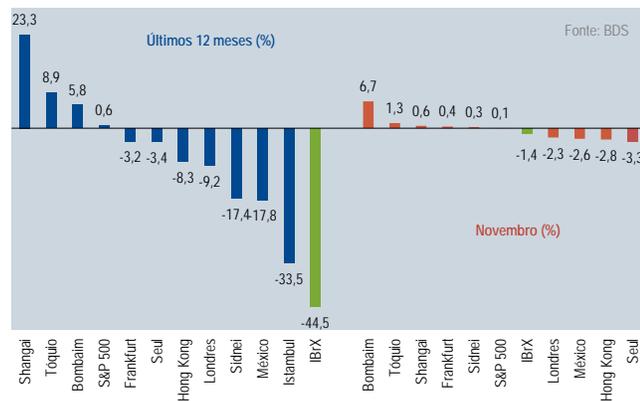
Taxas básicas de juros - variação

Índia e China vem liderando o processo de afrouxamento monetário, para tentar amortecer o ritmo de desaceleração da economia.



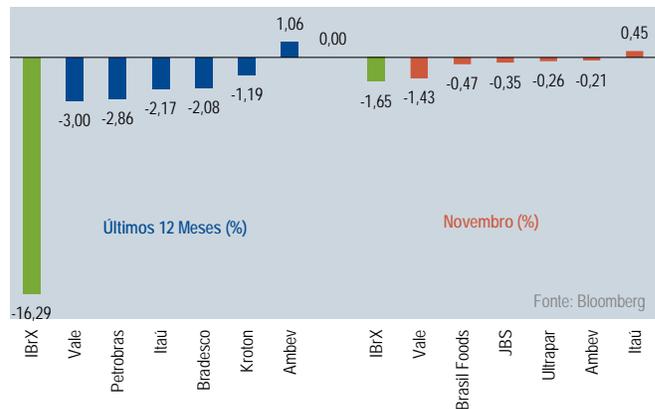
Bolsas do mundo (em dólar)

Novembro foi um mês de calma nos mercados acionários internacionais. O IBRX continua tendo, de longe, o pior desempenho nos últimos 12 meses.



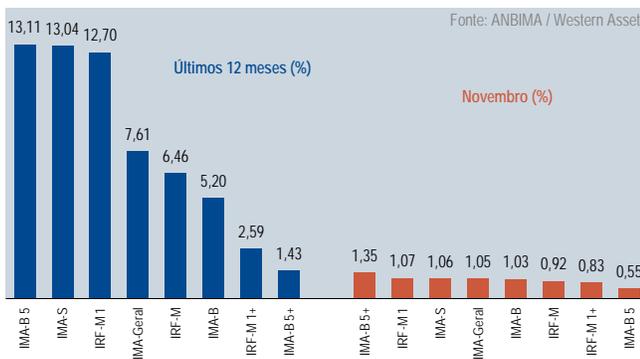
Principais contribuições para o IBRX

Ao lado de Vale, as ações que mais contribuíram para o recuo do IBRX no mês foram as chamadas "defensivas".



Renda fixa local - I

OIMA-B5+ foi novamente o destaque positivo, mas não o suficiente para recuperar as perdas dos últimos 12 meses.



Renda fixa local - II

A votação dividida no COPOM fez com que a curva de juros se desinclinasse, com as taxas curtas subindo e as taxas longas recuando.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM NOVEMBRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A venda da divisão de cosméticos da Hypermarchas para um grande investidor estrangeiro e a potencial fusão entre BM&F e Cetip animaram os mercados.			
Especulações sobre a troca de Joaquim Levy por Henrique Meirelles beneficiaram os mercados.			
O Congresso manteve os vetos da presidência em pautas importantes, como o reajuste do Judiciário.			
O COPOM manteve a SELIC em 14,25%, mas a votação dividida lançou dúvidas sobre os próximos passos do BC.			
As prisões de um senador, um banqueiro, e o acordo de leniência de uma grande construtora aumentaram o nível de volatilidade dos mercados na última semana do mês.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional

Recentemente, John Bellows, economista da Western Asset e ex-funcionário do Fed, concedeu entrevista ao canal CNBC sobre os cenários norte-americano e global. A seguir, algumas das principais questões levantadas.

CNBC: *Qual é a sua perspectiva para o Fed?*

John Bellows: Nossa visão tem sido a de que o Fed vai aumentar os juros em dezembro. Ao longo das últimas semanas, três partes do quebra-cabeças se encaixaram, e essa visão tornou-se consenso. Primeiramente, os diretores do Fed têm sido muito claros sobre a intenção de aumentar as taxas. Em segundo lugar, os dados econômicos dos EUA têm surpreendido para o lado positivo, especialmente o relatório de emprego do último dia 6/11. E, finalmente, o mercado vem respondendo positivamente, com o mercado de bonds agora antecipando um aumento de juros, enquanto os mercados de risco se mantêm relativamente bem comportados. Com estas três peças agora alinhadas, seria necessário um choque muito grande para mudar os planos do Fed de uma elevação de taxas em dezembro.

Uma vez que o Fed inicie o aumento dos juros, esperamos que seu ritmo de elevação seja muito gradual. O lado "inflação" do seu mandato ainda é um desafio - e é provável que permaneça desafiador por mais algum tempo, em parte devido à força do dólar e à contínua fraqueza das commodities -, o que impedirá o Fed de ser excessivamente agressivo.

CNBC: *Um aumento dos juros em dezembro não será um desafio para os mercados e para a economia? Por que o Fed iria interromper a recuperação da economia, especialmente quando está tão frágil?*

JB: É importante distinguir um aumento dos juros em dezembro de um Fed se tornando *hawkish*. Como disse Stanley Fischer (*Vice Chairman da entidade*), quando o Fed aumentar os juros, eles estarão se deslocando de um cenário "ultra acomodatório" para um apenas "muito acomodatório". Em geral, o Fed quer continuar suportando os mercados e a economia, e evitará qualquer coisa que possa ser prejudicial para um e outro.

Na prática, o Fed vai manter sua postura frouxa de algumas maneiras. Primeiro, eles já disseram que o ciclo de aumentos será gradual. Seu plano é apenas subir a taxa em meio ponto, tanto quanto Alan Greenspan (*ex-presidente do Fed*) subiu em 2004. Em segundo lugar, avaliamos que o Fed vai rapidamente mudar de ideia, caso as perspectivas econômicas se enfraqueçam. O fato de eles não subirem os juros em setembro foi uma clara evidência de sua vontade de mudar os planos em resposta a uma mudança de cenário.

Nossa visão é de que não há nada na perspectiva dos EUA que faça por merecer um forte aperto da política monetária. Nós suspeitamos que o Fed concorde com isso, e, nessa linha, irá manter a política monetária relaxada.

CNBC: *Então, por que subir os juros neste ano? Se o cenário não exige, porque não permanecer com a taxa de juros em zero?*

JB: A discussão é que, ao mesmo tempo em que as perspectivas não exigem um aperto forte da política monetária, também é verdade que as perspectivas não fazem por merecer uma política de emergência de taxas de juro zero. Assim, o desafio do Fed é de alguma forma se afastar da política de emergência, mas sem fazer qualquer dano à recuperação da economia.

O Fed parece ter alguma confiança em sua capacidade de manter esse equilíbrio delicado. Seu plano é aumentar os juros de forma lenta e gradual, acompanhado de muito discurso *dovish*. Eles podem até estar certos quanto à sua capacidade para manter esse equilíbrio. Mas também pensamos que, se o seu plano sair da rota, eles vão preferir errar do lado acomodatório do que do lado do aperto excessivo.

CNBC: *O que você espera para a China nos próximos trimestres? Os dirigentes chineses conseguirão evitar um "hard landing"?*

JB: Claramente, a China tem estado no centro da recente volatilidade dos mercados. Os movimentos do governo em agosto levantaram mais perguntas do que forneceram respostas. Isso foi especialmente verdadeiro no que diz respeito à moeda chinesa, na medida em que muitos investidores ficaram céticos em relação às suas motivações, e pensando se este não teria sido o início de um movimento muito maior. Os mercados de ações ao redor do mundo foram afetados pelo aumento da incerteza e tiveram dois meses muito duros.

Mas, é importante lembrar que as mudanças no cenário podem ir em ambos os sentidos. Assim como um aumento da incerteza sobre a política chinesa perturbou os mercados neste último trimestre, a diminuição da incerteza nas últimas semanas tem sido benéfica para os mercados. Em particular, o PBOC (People Bank of China, o Banco Central Chinês) tem mantido a moeda estável nos últimos meses, e reforçou o seu programa de estímulos, a fim de apoiar o crescimento. Isto representa um retorno a um ambiente de políticas econômicas mais familiar e estável, que por sua vez ajudou a amenizar os temores do mercado. Nós também achamos que o FMI pode mover-se para conceder o status de moeda de reserva ao iuane nas próximas semanas, o que seria uma boa validação das políticas chinesas. Daqui para frente, nós esperamos que os dirigentes chineses mantenham um conjunto relativamente estável de políticas destinadas a apoiar o crescimento e não perturbar os mercados.

CNBC: O crescimento europeu foi o foco de todo mundo no ano passado, mas hoje quase ninguém está falando sobre isso. Os problemas na Europa foram resolvidos?

JB: De fato, as perspectivas para o crescimento europeu parecem melhores hoje do que há doze meses. A melhoria é em grande parte devido à política mais agressiva por parte do Banco Central Europeu (BCE). Por exemplo, o crescimento dos empréstimos privados na zona do euro se tornou positivo pela primeira vez em alguns anos, o que é uma consequência direta da política monetária mais acomodatória. Outro ponto favorável para a Europa tem sido a depreciação substancial do euro, o que naturalmente é também devido a ações do BCE.

Tudo isso é encorajador, porém é demasiado cedo para o BCE declarar vitória. Os EUA chegaram ao ponto atual na recuperação somente após várias rodadas de *quantitative easing* (QE), operação *twist*¹, e algumas rodadas de *forward guidance*². Em contraste, o BCE está há menos de um ano em seu primeiro programa de QE! Como consequência, nós avaliamos que o BCE vai expandir seu programa de estímulos monetários, provavelmente já na reunião de dezembro.

CNBC: Com o BCE expandindo seu programa de estímulos e o PBOC cortando taxas de juros, o Fed estará sozinho fazendo aperto monetário. Quais são as consequências dessa divergência de políticas monetárias?

JB: Embora possa causar alguma turbulência no curto prazo, a divergência na políticas monetárias pode acabar sendo uma coisa boa para a economia global. Em particular, a divergência de políticas pode ajudar a mover o crescimento daquelas partes do mundo que estão crescendo de maneira satisfatória (como os EUA) para as regiões que precisam de algum crescimento e inflação adicionais (como a China). Isto funciona parcialmente através do canal da moeda. Nós já vimos um grande movimento no dólar norte-americano e esperamos que os seus efeitos se façam sentir por pelo menos mais alguns trimestres.

CNBC: Houve um acúmulo substancial de dívida em mercados emergentes. Esta poderia ser a fonte da próxima crise?

JB: Embora seja verdade que o acúmulo de dívida de mercados emergentes tem sido bastante rápido, pensamos que os mercados emergentes estão muito mais bem posicionados para pagar as suas dívidas do que em outras crises no passado. Em particular, as exposições cambiais estão muito mais bem alinhadas: dívidas em dólar foram emitidas por empresas exportadoras que têm ativos em dólar, e os governos têm emitido dívida denominada localmente. Os governos também têm montantes consideráveis de reservas que eles podem usar para enfrentar eventuais fugas de capital, como visto recentemente na China, Brasil e Rússia. Finalmente, o fato de os mercados emergentes terem abandonado taxas de câmbio fixas remove uma importante fonte de fragilidade, e faz com que esses países sejam hoje muito mais resistentes a choques inesperados.

¹ Operação *twist*: operação que consiste na compra, pelo Fed, de títulos de longo prazo e venda de títulos de curto prazo, de modo a forçar a queda das taxas de juros de longo prazo e, assim, estimular o crédito de mais longo prazo.

² *Forward guidance*: comunicado do Fed estabelecendo o que será feito em termos de política monetária, condicionado a certas variáveis macroeconômicas. Exemplo clássico foi a promessa de manter as taxas de juros em zero até que a inflação atingisse 2% e o desemprego 6%.

Mercados Locais

Renda Fixa

A trégua vivida pelo mercado de renda fixa durou até o COPOM. Com uma votação dividida, o Comitê resolveu manter a taxa SELIC em 14,25%. Dois diretores, porém, gostariam de ver a taxa SELIC em 14,75%. Foi o suficiente para que as taxas de curto prazo reagissem: até o dia da reunião (25/11), o título prefixado com vencimento em jan/17 estava em queda de 29 pontos-base, mas fechou o mês com alta de 34 pontos-base. Mesmo os vencimentos mais longos não escaparam: o jan/21, que estava em queda de 47 pontos-base, fechou o mês com queda de apenas 7, enquanto a NTN-B 2050, que estava caindo 20 pontos-base até o dia da reunião, fechou o mês com recuo de apenas 3.

A questão que importa é qual a probabilidade do Banco Central passar das palavras para os atos. Ou seja, qual a chance de vermos uma retomada do ciclo de alta da SELIC. Em primeiro lugar, vejamos o que pode significar este dissenso na votação. Na gestão Tombini, houve seis votações divididas, além desta última. Vejamos:

- Em 20/04/2011, a SELIC foi aumentada de 11,75% para 12,00%. Na reunião anterior, a taxa havia sido aumentada em 50 pontos-base, e a dissidência (2 votos) votou pela continuidade do ritmo. Nas reuniões seguintes, os aumentos continuaram sendo de 25 pontos-base.
- Em 31/08/2011, a taxa básica foi surpreendentemente reduzida de 12,50% para 12,00%, em contraste com os aumentos das reuniões anteriores. A dissidência (2 votos) votou pela manutenção. Nas reuniões seguintes, a SELIC seguiu sendo reduzida.
- Em 07/03/2012, a SELIC foi reduzida em 75 pontos-base, de 10,50% para 9,75%. Dois votos foram pela manutenção do passo anterior, que eram reduções de 50 pontos-base. Na reunião seguinte, a taxa foi reduzida em mais 75 pontos-base.
- Em 10/10/2012, os juros foram reduzidos de 7,50% para 7,25%. A dissidência (3 votos) havia optado pela manutenção. A SELIC vinha sendo reduzida em 50 pontos-base nas reuniões anteriores. Na reunião seguinte, foi mantida.
- Em 17/04/2013, a SELIC foi elevada de 7,25% para 7,50%. A dissidência (2 votos) votou pela manutenção, como havia sido nas reuniões anteriores. Nas reuniões seguintes, a taxa foi aumentada em 50 pontos-base.
- Em 29/10/2014, a taxa básica foi elevada de 11,00% para 11,25%. A dissidência (3 votos) votou pela manutenção, como havia sido nas reuniões anteriores. A SELIC foi aumentada em 50 pontos-base nas reuniões seguintes.

Destas seis reuniões, em quatro a dissidência foi pela manutenção da trajetória anterior: abr/11, mar/12, abr/13 e out/14. Nestas quatro ocasiões, as decisões das reuniões posteriores seguiram acompanhando o voto da maioria, desta vez de modo unânime. Em outra (ago/11), a dissidência, apesar de não ter optado pela manutenção da trajetória anterior, votou por uma guinada menos acentuada da política monetária - embora tenha seguido a maioria nas reuniões seguintes. A única ocasião em que a dissidência indicou o caminho a ser seguido nas reuniões seguintes foi em out/12. Portanto, parece não ser tradição que a dissidência indique tendências do Comitê. Uma diferença para o caso presente, porém, é que em todas as votações nas quais a dissidência não foi seguida na reunião seguinte, os votos vencidos foram pela manutenção do status anterior. Desta vez, a exemplo do que ocorreu na reunião de out/12, a dissidência votou pela mudança do status.

Do ponto de vista da lógica do sistema de metas, o Banco Central certamente já deveria estar preocupado com a desancoragem das expectativas. O último relatório Focus do mês indicou IPCA de 6,64% para 2016, 5,12% para 2017 e 5,00% para 2018. Ou seja, acima do teto da meta para o ano que vem e acima da meta para anos mais distantes. Vale lembrar que as expectativas para 2017 e 2018 estavam em 4,5% em agosto, quando começou a ficar claro que o ajuste fiscal estava fazendo água. Neste contexto, a cartilha do BC indicaria aumento da SELIC. No entanto, outras variáveis estão em jogo: a atividade econômica e o equilíbrio fiscal.

A recessão profunda e prolongada pela qual o país está atravessando já afeta de maneira relevante o mercado de trabalho, o que deve ajudar no arrefecimento da inflação de serviços, a qual permanece teimosamente na casa dos 8% ao ano. Outro fator importante, o câmbio, parece ter encontrado uma certa estabilidade nos atuais patamares, o que deixa de pressionar os preços dos comercializáveis. No entanto, a indexação em uma economia com inflação de dois dígitos não ajuda.

Olado fiscal também está trabalhando contra. Apesar dos esforços do Ministério da Fazenda, devemos terminar o ano com um déficit semelhante ao de 2014 (sem contar o pagamento das “pedaladas fiscais”), e a meta para 2016 é nada menos que incerta. Não se trata, aqui, de uma expansão fiscal remando contra a política monetária, quadro muito comum no primeiro mandato. As discussões se dão em torno do risco representado por um aumento das taxas de juros na dinâmica da dívida, situação em que a inflação ou o calote são as únicas saídas, no quadro conhecido como “dominância fiscal”. É improvável que o Banco Central reconheça em algum momento que estejamos em dominância fiscal - e de fato não é claro que estejamos próximos desta situação -, mas esta certamente é uma variável que será monitorada pelos mercados e pelo próprio BC.

Ocorre que o BC afirmou categoricamente, até o COPOM de julho último, que seu objetivo era levar a inflação para a meta ainda em 2016, mesmo com o relatório Focus apontando inflação de 5,40% para aquele ano. A partir do COPOM de setembro, o BC mudou a comunicação, substituindo “final de 2016” por um anódino “horizonte relevante da política monetária”. Informalmente, em reuniões com analistas do mercado, os diretores do BC desenharam uma nova linha na areia: o teto da meta, 6,5%, passaria a ser o novo ponto de honra da política monetária para 2016. Com o Focus indicando 6,64%, dois diretores votaram pelo reinício do ciclo de alta na última reunião do COPOM. A mensagem foi captada pelo mercado: a curva de juros futuros embutia aumentos superiores a 200 pontos-base da SELIC, iniciando já na próxima reunião do COPOM.

No entanto, em nossa opinião, a combinação de uma recessão sem precedentes com o risco fiscal pode inibir o BC a realizar um novo grande ciclo de aperto monetário. Não custa lembrar que a desinflação contratada para 2016, da ordem de 400 pontos-base, já é bastante significativa, levando a taxa de juros real ex-ante para estratosféricos 8% ao ano em meados de 2016. Assim, o BC poderia elevar a SELIC o suficiente apenas para compensar a deterioração das expectativas de inflação, o que significaria algo em torno de 100 pontos-base.

Câmbio

Pelo segundo mês consecutivo, o real valorizou-se em relação a grande parte das moedas, com algumas poucas exceções. Trata-se de uma combinação de um certo refluxo da crise política doméstica com um enfraquecimento do dólar no mercado global. Como o real é uma moeda com beta alto (alta sensibilidade aos movimentos de aversão a risco), valoriza-se mais em momentos de menor risco. Como escrevemos na edição passada, a questão que se coloca é se o real encontrou um novo patamar, ou se podemos esperar novas desvalorizações significativas em futuro próximo. Para responder a esta questão, precisamos revisitar os fatores que levaram à desvalorização da moeda nos últimos meses, que definimos em fatores sistêmicos e idiossincráticos.

Com relação aos fatores sistêmicos, o enfraquecimento dos mercados emergentes exportadores de commodities na esteira das dúvidas com relação à real situação da economia chinesa deve continuar, no mínimo, a gerar volatilidade. Não acreditamos que a China entrará em um processo de hard landing, mas a dúvida com relação a este processo já é o suficiente para manter as incertezas ao longo dos próximos meses. Além disso, um eventual início de ciclo de aperto monetário nos EUA pode gerar uma nova rodada de valorização do dólar. Os fatores idiossincráticos (risco fiscal e incertezas políticas), por sua vez, devem demorar a desaparecer do horizonte, também pressionando a moeda.

Por outro lado, ao contrário de outras crises, o foco desta não está nas contas externas. Além de a desvalorização do real já estar atuando para a diminuição significativa do déficit em conta corrente, o montante de reservas, bem como o estupidamente alto nível das taxas de juros, inibem, em nosso entendimento, ataques especulativos à década de 90. De qualquer forma, o câmbio deve seguir o passo do Risco Brasil, que vem subindo ao ritmo dos nossos próprios problemas domésticos.

Bolsa

Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros nos próximos dois anos deve ser fraco. Em nosso cenário, os lucros devem crescer cerca de 10% ao ano entre 2015 e 2017. Considerando este crescimento e um P/L de 10,5 (que é o nível atual) no final deste ano (calculado com base na projeção de lucros para 2016), o potencial de alta da bolsa seria de apenas 9%. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma grande volatilidade dado o nível do câmbio, que afeta de maneira relevante parte significativa dos lucros. Assim, com um potencial de retorno esperado baixo ajustado pelo risco e uma variância alta, não nos parece ser um bom momento para o posicionamento em bolsa.

As tabelas abaixo relacionam a performance de cada classe de ativo que compõe as parcelas dos fundos Western Asset da seguinte maneira:

Na primeira e segunda colunas, descrevemos a classe de ativo e a linha de raciocínio que fundamentou a tomada de decisão de investimento em questão; a terceira coluna traz a informação da decisão de investimento efetivamente tomada e por fim, a quarta coluna traz os impactos das decisões tomadas na performance dos fundos, diante dos eventos ocorridos no mês. Os sinais indicam se a parcela constituída pela classe de ativo em questão agregou valor superior (+), inferior (-) ou semelhante (=) aos parâmetros de performance dos mandatos.

Fundos Monoclasses: fundos que possuem estratégia de investimento concentrada em uma determinada classe de ativo.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Soberano	...os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam a taxa SELIC.	...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando os vencimentos mais líquidos.	-	...negativos, na medida em que o spread das operações swapadas prejudicaram a performance do fundo durante o mês.
DI	...o carregamento dos títulos de crédito em conjunto com os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam o CDI.	...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando o setor curto da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre debêntures, letras financeiras e DPGEs.	-	...negativos. O carregamento dos títulos privados subtraiu valor no mês.
DI Max	...o carregamento dos títulos de crédito em conjunto com os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam o CDI.	...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando o setor médio da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre CDBs, debêntures, letras financeiras e DPGEs.	-	...negativos. O carregamento dos títulos privados subtraiu valor no mês.
Crédito Privado	...os títulos privados seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos a posição relevante em títulos privados distribuída entre debêntures, letras financeiras, CDBs, DPGEs e FIDCs.	-	...negativos. O carregamento dos títulos privados subtraiu valor no mês.
Índices de Preço	...seria mais adequado manter uma carteira concentrada em títulos de curto prazo para uma maior aderência ao IPCA.	...mantivemos o posicionamento em NTN-B com vencimento em até 5 anos.	+	...positivos, o fundo apresentou performance positiva no período.
IMA-B	...as taxas de juros das operações atreladas ao dólar não se modificariam significativamente na parte mais curta da curva de juros.	...mantivemos posição em operações de mais curto prazo, procurando uma maior aderência da carteira ao dólar.	+	...positivos, pois o fundo foi favorecido pelo fechamento das taxas de juros das operações atreladas ao dólar.
Referenc. Dólar	...as taxas de juros das operações atreladas ao dólar não se modificariam significativamente na parte mais curta da curva de juros.	...mantivemos posição em operações de mais curto prazo, procurando uma maior aderência da carteira ao dólar.	-	...negativos, pois o fundo foi prejudicado pela abertura das taxas de juros das operações atreladas ao dólar.

Fundos RF Ativo / Multi RF: em geral, desempenho abaixo do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas.	...mantivemos uma baixa utilização de risco. Ao final do mês reduzimos o posicionamento vendido em prefixados longos e o posicionamento aplicado em juros reais de longo prazo, tendo mantido a posição aplicada em juros nominais curtos inalterada.	- ...negativos. As taxas de juros prefixadas de curto prazo subiram após o banco central divulgar o comunicado de sua última reunião do ano, indicando um quórum dividido (2 votos pela subida de juros).
Crédito	...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	- ...negativos, na medida em que os spreads de crédito se moveram, subtraindo valor do portfólio.

Fundos Tradicional RF: em geral, desempenho abaixo do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas.	...mantivemos uma baixa utilização de risco. Ao final do mês reduzimos o posicionamento vendido em prefixados longos e o posicionamento aplicado em juros reais de longo prazo, tendo mantido a posição aplicada em juros nominais curtos inalterada.	- ...negativos. As taxas de juros prefixadas de curto prazo subiram após o banco central divulgar o comunicado de sua última reunião do ano, indicando um quórum dividido (2 votos pela subida de juros).
Crédito	...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	- ...negativos, na medida em que os spreads de crédito se moveram, subtraindo valor do portfólio.

Fundos IMA-B: em geral, desempenho acima do benchmark (IMA-B), que subiu 1,03%no mês.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas.	...mantivemos uma baixa utilização de risco. Ao final do mês reduzimos o posicionamento vendido em prefixados longos e o posicionamento aplicado em juros reais de longo prazo, tendo mantido a posição aplicada em juros nominais curtos inalterada.	-	...negativos. As taxas de juros prefixadas de curto prazo subiram após o banco central divulgar o comunicado de sua última reunião do ano, indicando um quórum dividido (2 votos pela subida de juros).
Crédito	...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	...positivos, na medida em que os spreads de crédito permaneceram bem comportados.

Temas e Estratégias

	Temas de investimento	Estratégias
Prefixados	Na ata da reunião de novembro, o Copom indicou que está disposto a reiniciar o ciclo de alta da taxa Selic para conter a deterioração das expectativas. Acreditamos que, mesmo que o ciclo de alta venha a ser reaberto, as condições macroeconômicas não permitirão elevações adicionais na magnitude antecipada pela curva de juros.	Mantemos posições aplicadas na parte curta da curva de juros nominais.
Inflação	O cenário político, por outro lado, continua a impor desafios ao cumprimento da meta de superávit primário em 2016, o que deve manter elevados os prêmios de risco. Por outro lado, a postura mais dura do BC pode ser favorável aos vencimentos mais longos.	Mantemos um pequeno <i>hedge</i> nos vencimentos prefixados longos.

Fundos Allocation

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos económicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas.	...Ao final do mês reduzimos o posicionamento vendido em prefixados longos e o posicionamento aplicado em juros reais de longo prazo, tendo mantido a posição aplicada em juros nominais curtos inalterada.	-	...negativos. As taxas de juros prefixadas de curto prazo subiram após o banco central divulgar o comunicado de sua última reunião do ano, indicando um quórum dividido (2 votos pela subida de juros).
Câmbio	...um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	...mantivemos posição vendida em real em relação ao dólar.	+	...positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio contribuiu para a performance do portfólio.
	...o dólar poderia se valorizar frente ao euro e ao franco suíço em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente.	...mantivemos uma exposição comprada em dólar frente ao euro e ao franco suíço.		
	...poderia haver uma diferenciação entre as moedas atreladas a commodities, sendo que as mais ligadas ao desempenho da economia dos EUA poderiam se beneficiar relativamente às mais atreladas à economia chinesa.	...mantivemos as posições compradas em peso mexicano e em dólar australiano, contra posições vendidas em rande sul-africano e em dólar canadense		
Outros	...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset.	-	...negativos, na medida em que os fundos multimercados renderam abaixo do benchmark no mês.

Fundos Multitrading: em geral, desempenho abaixo do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...as taxas de juros em um patamar alto poderiam se configurar como uma oportunidade de investimento, ainda que apresentassem riscos por conta da deterioração da percepção de risco.	...mantivemos posicionamentos aplicados em juros reais de longo prazo. Além disso, de forma tática, movimentamos os posicionamentos em prefixados, tanto curtos quanto longos.	-	...negativos. Os ganhos auferidos no posicionamento em juros reais de longo prazo, não foram suficientes para compensar as perdas incorridas nas posições prefixadas.
Crédito	...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	...positivos, na medida em que os spreads de crédito permaneceram bem comportados.
Câmbio	...um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	...mantivemos posição vendida em real em relação ao dólar.	+	...positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio contribuiu para a performance do portfólio.
	...o dólar poderia se valorizar frente ao euro e ao franco suíço em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente.	...mantivemos um exposição comprada em dólar frente ao euro e ao franco suíço.		
	...poderia haver uma diferenciação entre as moedas atreladas a commodities, sendo que as mais ligadas ao desempenho da economia dos EUA poderiam se beneficiar relativamente às mais atreladas à economia chinesa	...mantivemos a posições compradas em peso mexicano e em dólar australiano, contra posições vendidas em rande sul-africano e em dólar canadense		

Fundos Multitrading Advanced: em geral, desempenho abaixo do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...as taxas de juros em um patamar alto poderiam se configurar como uma oportunidade de investimento, ainda que apresentassem riscos por conta da deterioração da percepção de risco.	...mantivemos posicionamentos aplicados em juros reais de longo prazo. Além disso, de forma tática, movimentamos os posicionamentos em prefixados, tanto curtos quanto longos.	-	...negativos. Os ganhos auferidos no posicionamento em juros reais de longo prazo, não foram suficientes para compensar as perdas incorridas nas posições prefixadas.
Crédito	...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	...positivos, na medida em que os spreads de crédito permaneceram bem comportados.
Câmbio	...um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	...mantivemos posição vendida em real em relação ao dólar.	+	...positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio contribuiu para a performance do portfólio.
	...o dólar poderia se valorizar frente ao euro e ao franco suíço em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente.	...mantivemos um exposição comprada em dólar frente ao euro e ao franco suíço.		
	...poderia haver uma diferenciação entre as moedas atreladas a commodities, sendo que as mais ligadas ao desempenho da economia dos EUA poderiam se beneficiar relativamente às mais atreladas à economia chinesa	...mantivemos a posições compradas em peso mexicano e em dólar australiano, contra posições vendidas em rande sul-africano e em dólar canadense		
Bolsas	...exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio.	...movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs	-	...positivos. Os posicionamentos em renda variável subtraíram valor do portfólio.
	...o adiamento do início do aperto da política monetária, aliado aos sinais positivos da recuperação da economia, poderia continuar dando fôlego para o mercado acionário nos EUA.	...movimentamos as exposições ao S&P500...	-	...as estratégias em S&P acabaram por marginalmente subtrair valor do fundo.

Fundos Multitrading Alpha: em geral, desempenho abaixo do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...as taxas de juros em um patamar alto poderiam se configurar como uma oportunidade de investimento, ainda que apresentassem riscos por conta da deterioração da percepção de risco.	...mantivemos posicionamentos aplicados em juros reais de longo prazo. Além disso, de forma tática, movimentamos os posicionamentos em prefixados, tanto curtos quanto longos.	-	...negativos. Os ganhos auferidos no posicionamento em juros reais de longo prazo, não foram suficientes para compensar as perdas incorridas nas posições prefixadas.
Câmbio	...um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	...mantivemos posição vendida em real em relação ao dólar.	+	...positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio contribuiu para a performance do portfólio.
	...o dólar poderia se valorizar frente ao euro e ao franco suíço em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente.	...mantivemos um exposição comprada em dólar frente ao euro e ao franco suíço.		
	...poderia haver uma diferenciação entre as moedas atreladas a commodities, sendo que as mais ligadas ao desempenho da economia dos EUA poderiam se beneficiar relativamente às mais atreladas à economia chinesa	...mantivemos a posições compradas em peso mexicano e em dólar australiano, contra posições vendidas em rande sul-africano e em dólar canadense		
Bolsas	...exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio.	...movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs.	+	...positivos. Os posicionamentos em renda variável adicionaram valor ao portfólio.
	...o adiamento do início do aperto da política monetária, aliado aos sinais positivos da recuperação da economia, poderia continuar dando fôlego para o mercado acionário nos EUA.	...mantivemos posição comprada em S&P 500.	+	...o S&P 500 subiu, adicionando valor do portfólio.

Temas e Estratégias

Temas de investimento	Estratégias
<p>Incerteza sobre próximos movimentos nos juros. Na última reunião do COPOM, a autoridade monetária sinalizou maior desconforto com a aceleração recente da inflação, levando a uma votação dividida. Dois diretores do COPOM votaram por elevação em 50 p.b., surpreendendo o mercado.</p>	<p>A curva de juros já embute prêmio razoável, precificando alta perto de 250 pontos base com elevação dos juros a partir de janeiro 2016. O balanço de riscos entre maior inflação corrente e perspectiva cada vez mais negativa para atividade econômica nos leva a entender esta precificação exacerbada. Com isso, os fundos mantem posição aplicada em juros curtos.</p>
<p>Riscos ainda grandes, mas moeda brasileira tem tido bom desempenho. As contas externas brasileiras já revelam um ajuste importante em razão da depreciação do Real observada ao longo do ano. A incerteza permanece elevada, em particular em relação ao cenário político, o que pode estimular um movimento de maior aversão a risco.</p>	<p>Os fundos multimercados buscaram manter uma posição comprada em dólares e vendida em Reais ao longo do mês, como uma forma de proteção para uma eventual piora significativa na avaliação de risco do país. As projeções apontam um cenário mais favorável para as contas externas, o que diminui a confiança na tese de investimento. Com isso, os fundos vem carregando uma posição relativamente pequena.</p>
<p>Sinais recentes corroboram trajetórias diferentes para os principais bancos centrais. As sinalizações mais recentes do Fed, banco central dos EUA, corroboram leitura de que se aproxima o momento de elevação de juros, decisão amparada por dados de atividade econômica mais fortes. Enquanto isso, Europa e Japão permanecem as voltas com a perspectiva de terem de implementar mais estímulos monetários.</p>	<p>Os fundos multimercados mantiveram posição comprada em dólares contra diversas outras moedas ao longo do mês, em particular moedas do bloco europeu. A divergência mais clara entre as autoridades monetárias tende a favorecer a moeda norte americana.</p>
<p>Perspectivas difíceis para a bolsa brasileira. Cada vez mais se consolida a percepção de que o Brasil tende a apresentar um cenário de baixo crescimento – ou até mesmo de depressão – com inflação muito alta. Com isso, a perspectiva para os resultados das empresas também fica mais negativo.</p>	<p>Os fundos multimercados tem mantido posição próxima a neutralidade no direcional de bolsa. A composição da carteira de ações apresenta característica mais defensiva, como uma tentativa de proteção neste ambiente de maior incerteza.</p>

Fundos Ibovespa Ativo: em geral, desempenho acima do benchmark, que caiu 1,63% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
...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. As ações da companhia se desvalorizaram fortemente principalmente após o acidente do rompimento da barragem da Samarco em Minas Gerais. A possibilidade do governo brasileiro mover uma ação bilionária contra a Samarco e suas sócias Vale e BHP, adicionada à tendência de uma maior rigidez na regulação no país para as mineradoras, tudo isso em um ambiente de queda do minério, impactaram negativamente os papéis.
...dentro do setor de papel e celulose, Suzano continuaria se beneficiando do processo de franca desalavancagem financeira ajudada por uma boa combinação de crescimento de volume de vendas, preços estáveis de celulose e redução de CAPEX (dado a conclusão do projeto no Maranhão). Além disso, a empresa possui exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+ ...positivos. Os papéis da empresa se valorizaram fortemente ao longo do mês de novembro após a empresa reportar mais uma vez um resultado acima das expectativas dos analistas. Os resultados da companhia mostraram um forte crescimento das receitas com base na expansão de volumes vendidos e um crescimento expressivo de EBITDA baseado em uma melhor performance dos custos, culminando em geração de caixa mais forte que o esperado.
...mesmo usando premissas conservadoras, a WEG deveria performar melhor que o mercado e seus peers globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Enxergamos também a possibilidade de expansão de margens por conta do repasse de custos de matéria-prima e redução gradual de provisões trabalhistas.	...mantivemos posição acima do benchmark em WEG.	+ ...positivos. As ações recuperaram parte das perdas decorrentes de um resultado do 3T15 marginalmente abaixo das expectativas e do fortalecimento do real ocorrido no período anterior.
...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN.	- ...negativos. As ações da empresa dispararam com a publicação do índice de gerente de compras (PMI) chinês acima da expectativa do mercado referente ao mês de outubro. Além disso, em novembro o ministro da fazenda Joaquim Levy comunicou a jornalistas que o governo está estudando medidas como aumento de taxas de importação para proteger o aço brasileiro.

Fundos de Retorno Absoluto: rentabilidade acima do Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
...dentro do setor de papel e celulose, Suzano continuaria se beneficiando do processo de franca desalavancagem financeira ajudada por uma boa combinação de crescimento de volume de vendas, preços estáveis de celulose e redução de CAPEX (dado a conclusão do projeto no Maranhão). Além disso, a empresa possui exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição long em Suzano.	+	...positivos. Os papéis da empresa se valorizaram fortemente ao longo do mês de novembro após a empresa reportar mais uma vez um resultado acima das expectativas dos analistas. Os resultados da companhia mostraram um forte crescimento das receitas com base na expansão de volumes vendidos e um crescimento expressivo de EBITDA baseado em uma melhor performance dos custos.
...mesmo usando premissas conservadoras, a WEG deveria performar melhor que o mercado e seus peers globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Enxergamos também a possibilidade de expansão de margens por conta do repasse de custos de matéria-prima e redução gradual de provisões trabalhistas.	...mantivemos posição long em WEG.	+	...positivos. As ações recuperaram parte das perdas decorrentes de um resultado do 3T15 marginalmente abaixo das expectativas e do fortalecimento do real ocorrido no período anterior.
...a exposição de cerca de 70% da receita da Tupy denominada em moedas fortes (tanto por operações no exterior como por exportações a partir do Brasil) mais do que compensaria a fraqueza do mercado automobilístico brasileiro. Além disso, a empresa está passando por um processo de desalavancagem o qual beneficiaria as ações no médio prazo.	...mantivemos posição long em Tupy.	-	...negativos. Os papéis da empresa se depreciaram ao longo do mês, por conta do fortalecimento do real e da continua deterioração do setor automobilístico brasileiro.

Fundos de Sustentabilidade Empresarial: rentabilidade acima do benchmark (ISE), que caiu 3,29% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
...dentro do setor de papel e celulose, Suzano continuaria se beneficiando do processo de franca desalavancagem financeira ajudada por uma boa combinação de crescimento de volume de vendas, preços estáveis de celulose e redução de CAPEX (dado a conclusão do projeto no Maranhão). Além disso, a empresa possui exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+	...positivos. Os papéis da empresa se valorizaram fortemente ao longo do mês de novembro após a empresa reportar mais uma vez um resultado acima das expectativas dos analistas. Os resultados da companhia mostraram um forte crescimento das receitas com base na expansão de volumes vendidos e um crescimento expressivo de EBITDA baseado em uma melhor performance dos custos.
...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. As ações da companhia se desvalorizaram fortemente principalmente após o acidente do rompimento da barragem da Samarco em Minas Gerais. A possibilidade do governo brasileiro mover uma ação bilionária contra a Samarco e suas sócias Vale e BHP, adicionada a tendência de uma maior rigidez na regulação no país para as mineradoras, impactaram negativamente os papéis.
...apesar de reconhecer que a desvalorização do real ao longo de 2015 era francamente positivo para os resultados da companhia, as ações da Braskem poderiam continuar sofrendo por conta da demora na renovação do contrato de fornecimento de nafta com a Petrobrás e os problemas enfrentados pelo controlador na Operação Lava-jato...	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Braskem.	-	...negativos. Os papéis se valorizaram expressivamente ao longo do mês de novembro após a companhia publicar um forte resultado referente ao 3T15. O EBITDA ajustado cresceu em torno de 25% na comparação anual beneficiado pela boa performance operacional e a depreciação do real.

Fundos de Dividendos: rentabilidade acima do IDIV, que caiu 7,59% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
...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. As ações da companhia se desvalorizaram fortemente principalmente após o acidente do rompimento da barragem da Samarco em Minas Gerais. A possibilidade do governo brasileiro mover uma ação bilionária contra a Samarco e suas sócias Vale e BHP, adicionada a tendência de uma maior rigidez na regulação no país para as mineradoras, impactaram negativamente os papéis.
...a despeito da boa performance apresentada pela ação, conseguimos identificar um bom retorno esperado por conta de maior volume de registros de CDBs, proximidade do início da operação de registros de crédito imobiliário. Adicionalmente, a possível fusão com a BM&F Bovespa deveria dar suporte aos resultados e precipitar mais um re-rating da ação.	...mantivemos posição acima do benchmark em CETIP.	+	...positivos. Os papéis da empresa se apreciaram fortemente no início do mês após a publicação de números robustos da empresa no 3T15 e principalmente com a divulgação da possível fusão da empresa com a BVM&F.
...havia três fatores que poderiam impactar negativamente os papéis do Banco do Brasil: o banco, após um período agressivo de crescimento da carteira de crédito sofreria com o atual cenário macro adverso; com o possível fim do benefício fiscal na distribuição de juros sobre capital próprio (JCP), os papéis do banco seriam os mais impactados; e ainda, as discussões sobre a venda da folha de pagamentos dos funcionários federais poderia se traduzir em um forte desembolso de caixa para uma instituição com situação de capital apertada.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Banco do Brasil.	-	...negativos. Apesar da forte deterioração dos papéis nos últimos dias de novembro com a deterioração do cenário político, esta não foi capaz de compensar a recuperação dos preços ao longo do restante do período. As ações se valorizaram no início do mês com a expectativa de que o governo poderia dar fim as "pedaladas" referentes aos saldos devedores com os maiores bancos federais dada a rejeição das contas federais de 2014 pelo Tribunal de Contas da União (TCU).

Fundos Long & Short: desempenho acima do benchmark (CDI)

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
...dentro do setor de papel e celulose, Suzano continuaria se beneficiando do processo de franca desalavancagem financeira ajudada por uma boa combinação de crescimento de volume de vendas, preços estáveis de celulose e redução de CAPEX (dado a conclusão do projeto no Maranhão). Além disso, a empresa possui exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição long em Suzano.	+	...positivos. Os papéis da empresa se valorizaram fortemente ao longo do mês de novembro após a empresa reportar mais uma vez um resultado acima das expectativas dos analistas. Os resultados da companhia mostraram um forte crescimento das receitas com base na expansão de volumes vendidos e um crescimento expressivo de EBITDA baseado em uma melhor performance dos custos.
...a contínua deterioração das perspectivas para o setor automobilístico brasileiro e o aumento na alavancagem da cia afetariam negativamente as ações.	...montamos posição short em RAPT4.	+	...positivos. O resultado publicado referente ao 3T15 mais fraco do que as expectativas impactou negativamente as ações no mês de novembro. O volume de vendas declinou menos do que no trimestre anterior, mas isto foi resultado de uma piora nas margens, adicionalmente, a alavancagem da empresa atingiu 5,5x no indicador dívida líquida/EBITDA.
...a contínua deterioração das perspectivas para o setor automobilístico brasileiro afetaria negativamente as ações.	...montamos uma posição short em POMO4.	-	...negativos. As ações da Marcopolo recuperaram parte da queda recente após a sua subsidiária nos EUA (New Flyer) anunciar uma aquisição naquele mercado. Além disso, tivemos o anúncio do governo do Estado de SP de que pretende prosseguir no processo de licitação de concessões de ônibus intermunicipais.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	Mantemos uma visão ainda construtiva em relação aos bancos privados, apesar de reconhecermos um cenário mais desafiador para a qualidade das suas carteiras de crédito e aumento de impostos. O aumento do desemprego já em curso, associado à perda do poder de compra da população decorrente da inflação mais alta e subida de impostos, deve causar aumento na inadimplência de pessoas físicas. No lado corporativo, também identificamos risco de piora, mais especificamente em empresas da cadeia de petróleo e construção pesada. Entretanto, esses efeitos negativos devem ser compensados pelo aumento relevante dos spreads praticados pelos bancos. Além disso, as instituições já vem constituindo provisões consideráveis nos últimos trimestres, contando hoje com índices de cobertura bastante confortáveis. Reduzimos nossas expectativas de crescimento de lucros para algo próximo de 0% para os principais bancos privados. Entretanto, a fraca performance das ações fez com que tanto Itaú como Bradesco sejam hoje negociados a um P/L pouco mais acima de 7x, o que consideramos muito baixo dada a solidez de seus balanços, sua estrutura confortável de capital e sua rentabilidade ainda bem alta (ROEs superiores a 20%).
Cíclicos Globais	Em linha com o benchmark	Nossa posição está dividida em 3 partes: uma aposta em Tupy, por sua exposição ao mercado externo, em especial americano, e seu sólido balanço. Adicionalmente, mantemos ainda nossa posição em celulose. Por ser fundamentalmente exportador, com demanda distribuída geograficamente entre Europa, Ásia e América do Norte, esse setor beneficia-se dos novos patamares de câmbio, sem os problemas de uma demanda doméstica mais fraca. Por fim, temos posição acima do benchmark em agrícolas, centrada em São Martinho (SMTO), novamente pela exposição cambial, além da excelência operacional e forte evolução dos indicadores financeiros da companhia, com destaque para a geração de caixa. Como contraponto, mantemos uma posição abaixo do benchmark para o setor de minério de ferro e metais básicos por entendermos que as condições desfavoráveis de demanda no Brasil, bem como a expectativa de desaceleração da economia chinesa devem pesar sobre as ações do setor.
Cíclicos Domésticos	Abaixo do benchmark	Pretendemos manter uma posição parcialmente abaixo do benchmark no segmento, concentrada no segmento imobiliário. Entendemos que o cenário recomenda cautela, com o setor sendo afetado por lançamentos e vendas deprimidas, além de elevado nível de distrato por conta de uma baixa confiança do consumidor e fraco desempenho da economia. Neste segmento ainda mantemos uma exposição acima do benchmark em LREN e BVMF, sendo estas com potencial de valorização interessante, sólida posição de balanço e boa geração de caixa. Além disso, do ponto de vista da carteira, estes papéis têm função de diversificação de risco em relação às nossas apostas principais.
Regulados	Abaixo do benchmark	Nossa posição se divide em 3 grandes blocos. Acima do benchmark em telecom, via VIVT, por acreditarmos que a companhia apresenta valuation atrativo, que não reflete os potenciais de ganho com a consolidação da GVT. Acima do benchmark em concessões, via CCR, por acreditarmos que o mercado reagiu exageradamente ao movimentos regulatórios, deixando de lado a boa perspectiva de crescimento de resultados e redução de alavancagem, com a entrada em operação dos novos projetos que a companhia veio desenvolvendo ao longo dos últimos anos. Por fim, pretendemos manter posição abaixo do benchmark no setor elétrico. Avaliamos que a expectativa de fraca demanda após a deterioração no ambiente macro e a alta de preços de energia deve pesar sobre as distribuidoras. Nossa única posição está em geração, via GETI. O papel sofreu devido ao temor do impacto da queda do preço do mercado à vista de energia, que poderia afetar seus resultados. Entretanto, a companhia vem tomando medidas para mitigar esta exposição e, em nossa visão, a tese de preços de energia estruturalmente mais elevado no longo prazo continua valendo, o que sustenta a posição no papel.
Defensivos Domésticos	Em linha com o benchmark	Mantemos nossa posição neste segmento através, principalmente, de BBSE e WEG. Acreditamos que os fundamentos do setor de seguros continuam sólidos, com destaque para a baixa penetração destes produtos no país. Já no caso de WEG, mesmo usando premissas conservadoras, acreditamos que a empresa deva performar melhor que o mercado e seus peers globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Mantemos nossa posição abaixo do benchmark em consumo e Ultrapar. Apesar da maior previsibilidade de lucro em um ambiente macroeconômico adverso, acreditamos que os preços destas ações já incorporaram estas características e vemos menor retorno esperado para estas companhias.

Esse informativo faz referência de forma genérica e qualitativa ao desempenho das principais famílias de fundos Western Asset em relação aos seus benchmarks (ou outros parâmetros comparáveis de performance). Para obter informações mais detalhadas sobre esses produtos (estratégia de investimento, características operacionais, como investir etc.), recomendamos a consulta aos seus respectivos regulamentos, prospectos e lâminas, disponíveis no website www.westernasset.com.br.

A Western Asset pode ser contactada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo – SP - 04543-011.

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.

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O PROSPECTO, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.



Fundos de Investimento para Investidores Individuais

Novembro/2015



Tipo CVM	Fundo	Rentabilidade					Patrimônio		Taxa de adm. / perf.	Aplic. inicial	Data de início	
		Nov 15	2015	12 Meses	24 Meses*	36 Meses*	Médio 12 meses***	30 nov 15				
Referenciado	(1) Western Asset Invest DI FI Referenciado	0,87%	11,76%	12,82%	11,67%	10,33%	R\$ 86,9 milhões	R\$ 90 milhões	0,30%	não há	12/11/2002	
	Benchmark: CDI	1,06%	11,93%	13,00%	11,80%	10,45%						
	% CDI	82,5%	98,6%	98,7%	98,9%	98,9%						
Referenciado	(2) Western Asset Hedge Dólar FI Referenciado	0,93%	46,41%	50,57%	28,60%	22,29%	R\$ 129,3 milhões	R\$ 192,9 milhões	1,00%	R\$ 25 mil	02/10/1995	
	Benchmark: PTAX	-0,22%	44,97%	50,41%	28,70%	22,25%						
	+/- (em relação à PTAX)	1,14%	1,44%	0,16%	-0,09%	0,04%						
Renda Fixa	(3) Western Asset Crédito Corporativo FI RF Créd. Privado	1,08%	12,68%	13,83%	-	-	R\$ 56 milhões	R\$ 59,6 milhões	0,50%	R\$ 15 mil	29/10/2014	
	Benchmark: CDI	1,06%	11,93%	13,00%	-	-						
	% CDI	102,5%	106,3%	106,4%	-	-						
	(4) Western Asset IMA-B Ativo FI RF	Benchmark: IMA-B	1,07%	6,31%	4,19%	10,86%	3,38%	R\$ 85,2 milhões	R\$ 66,2 milhões	0,50%	R\$ 25 mil	24/09/2010
		+/- (em relação ao IMA-B)	1,03%	7,25%	5,20%	11,56%	4,05%					
			0,04%	-0,94%	-1,02%	-0,69%	-0,67%					
	(5) Western Asset IMA-B5 Ativo FI RF	Benchmark: IMA-B5	0,31%	11,15%	10,71%	24,00%	-	R\$ 95,2 milhões	R\$ 86,9 milhões	0,40%	R\$ 25 mil	27/08/2013
		+/- (em relação ao IMA-B5)	0,55%	13,06%	13,11%	27,70%	-					
			-0,24%	-1,91%	-2,40%	-3,70%	-					
	(6) Western Asset IMA-G (ex-C) FI RF	Benchmark: IMA-G (ex C)	0,82%	7,67%	6,95%	10,23%	6,04%	R\$ 60,6 milhões	R\$ 61,7 milhões	0,35%	R\$ 25 mil	06/09/2011
+/- (em relação ao IMA-G ex-C)		1,00%	8,15%	7,60%	10,78%	6,80%						
		-0,19%	-0,48%	-0,65%	-0,55%	-0,75%						
(7) Western Asset IRF-M Ativo FI Renda Fixa**	Benchmark: IRF-M	1,72%	5,87%	0,29%	-	-	R\$ 46,9 milhões	R\$ 62,5 milhões	0,50%	R\$ 25 mil	14/03/2014	
	+/- (em relação ao IRF-M)	0,92%	6,52%	73,05%	-	-						
		0,79%	-0,65%	-72,77%	-	-						
(8) Western Asset RF Ativo FI	Benchmark: CDI	0,82%	11,10%	11,83%	11,25%	9,45%	R\$ 758 milhões	R\$ 755,5 milhões	0,40%	R\$25 mil	21/03/2000	
	% CDI	1,06%	11,93%	13,00%	11,80%	10,45%						
		77,4%	93,0%	91,0%	95,3%	90,4%						
(9) Western Asset Tradicional FI RF	Benchmark: CDI	0,91%	11,71%	12,64%	11,72%	10,18%	R\$ 54,4 milhões	R\$ 54,3 milhões	0,30%	R\$ 25 mil	04/02/2002	
	% CDI	1,06%	11,93%	13,00%	11,80%	10,45%						
		86,4%	98,2%	97,3%	99,3%	97,5%						
(10) Western Asset Dinâmico FIM	Benchmark: CDI	1,05%	13,42%	14,46%	12,49%	10,66%	R\$ 104,6 milhões	R\$ 135,9 milhões	1,00%	R\$ 15 mil	11/11/2003	
	% CDI	1,06%	11,93%	13,00%	11,80%	10,45%						
		99,1%	112,5%	111,3%	105,8%	102,0%						
(11) Western Asset Multi Return FIM	Benchmark: CDI	0,95%	12,45%	13,53%	11,95%	10,37%	R\$ 31,3 milhões	R\$ 37 milhões	0,8%+20% sobre o que exceder 100% CDI	R\$ 15 mil	29/11/2007	
	% CDI	1,06%	11,93%	13,00%	11,80%	10,45%						
		89,8%	104,4%	104,1%	101,3%	99,2%						
(12) Western Asset Multitrading H Multimercado FI	Benchmark: CDI	0,97%	12,16%	13,16%	12,46%	10,45%	R\$ 148,5 milhões	R\$ 152,9 milhões	1,10%	R\$ 25 mil	11/11/2003	
	% CDI	1,06%	11,93%	13,00%	11,80%	10,45%						
		91,7%	102,0%	101,3%	105,6%	100,0%						
(13) Western Asset US Index 500 FIM	Benchmark: S&P500*	1,37%	11,74%	13,37%	19,68%	-	R\$ 210,9 milhões	R\$ 196,1 milhões	1,00%	R\$ 25 mil	30/04/2013	
	+/- (em relação ao S&P500*)	0,05%	1,04%	0,62%	7,33%	-						
		1,32%	10,69%	12,75%	12,34%	-						
(14) Western Asset Dividend Yield FIA	Indicador de Referência: IDIV	-0,17%	-11,37%	-16,36%	-7,64%	-4,31%	R\$ 53,5 milhões	R\$ 37,5 milhões	2,00%	R\$ 5 mil	02/07/2010	
	+/- (em relação ao IDIV)	-7,59%	-24,63%	-32,82%	-22,24%	-13,96%						
		7,41%	13,26%	16,47%	14,59%	9,65%						
(15) Western Asset FIA BDR Nível I	Indicador de Referência: S&P500* (em RS)	1,04%	62,58%	67,32%	-	-	R\$ 63,1 milhões	R\$ 104,7 milhões	1,50%	R\$ 25 mil	06/05/2014	
	+/- (em relação ao S&P500* em RS)	-0,16%	46,48%	51,34%	-	-						
		1,21%	16,09%	15,98%	-	-						
(16) Western Asset Ibovespa Ativo FIA	Benchmark: Ibovespa	-1,45%	-11,19%	-18,53%	-9,65%	-7,65%	R\$ 21,6 milhões	R\$ 17,2 milhões	1,00%	R\$ 5 mil	07/07/1997	
	+/- (em relação ao Ibovespa)	-1,63%	-9,77%	-17,55%	-7,28%	-7,75%						
		0,18%	-1,41%	-0,98%	-2,37%	0,10%						
(17) Western Asset Prev IBRX Alpha FIA	Benchmark: IBRX	-1,68%	-9,88%	-16,89%	-9,21%	-	R\$ 27,3 milhões	R\$ 33,6 milhões	0,75%+20% sobre o que exceder 100% IBRX 2%+20%	R\$ 300 mil	26/02/2013	
	+/- (em relação ao IBRX)	-1,66%	-8,96%	-16,48%	-7,38%	-						
		-0,01%	-0,93%	-0,41%	-1,83%	-						
(18) Western Asset Selection Ações FIC FIA	Indicador de Referência: Ibovespa	0,32%	-9,72%	-14,85%	-9,28%	-6,46%	R\$ 2,9 milhões	R\$ 1,8 milhões	sobre o que exceder 100% IBOV	R\$ 5 mil	14/05/2007	
	+/- (em relação ao Ibovespa)	-1,63%	-9,77%	-17,55%	-7,28%	-7,75%						
		1,96%	0,05%	2,70%	-2,00%	1,29%						
(19) Western Asset Sustentabilidade Empresarial FIA	Benchmark: ISE	-3,28%	-12,65%	-17,59%	-9,10%	-3,96%	R\$ 44,3 milhões	R\$ 36,4 milhões	2,00%	R\$ 5 mil	23/08/2010	
	+/- (em relação ao ISE)	-3,29%	-10,78%	-16,17%	-7,18%	-1,97%						
		0,02%	-1,87%	-1,42%	-1,92%	-2,00%						

*As rentabilidades acima de um ano estão anualizadas. **A política de investimento do fundo foi alterada significativamente a partir de 17/12/2014. Até então, o fundo tinha como objetivo superar a rentabilidade do IMA-B5+. A partir da alteração, o fundo passou a ter como objetivo superar a rentabilidade do IRF-M. ***Média aritmética da soma do PL do último dia útil de cada mês. Para avaliação da performance de um Fundo de Investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 meses. O Índice S&P 500* é um produto da S&P Dow Jones Indices LLC ("SPDJ"). A rentabilidade é líquida de taxa de administração e performance, se aplicável, mas não é líquida de impostos. Não há garantia de que os fundos citados acima nas categorias Renda Fixa, Referenciado e Multimercado terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Para os fundos (2) e (4) até (13), a data do pagamento do resgate é diversa da data do pedido e da conversão de cotas. No caso dos fundos (3) e (14) até (19), o pedido de resgate, a conversão de cotas, e o pagamento ocorre em datas diferentes. Os fundos (2) e (10) até (12) estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos (14), (15) e (18) não possuem parâmetro de performance, portanto os indicadores com eles apresentados tratam-se de mera referência econômica. Público alvo - fundos (6), (15) e (18): investidores qualificados; demais fundos: investidores em geral. Este material de divulgação é um breve resumo, com fins informativos, e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de cotas. Os fundos para investidor em geral possuem Regulamento, Prospecto e Lâmina de Informações Essenciais, que podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico www.westernasset.com. As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material de divulgação constituem julgamento dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio. A Western Asset acredita que as informações apresentadas neste material de divulgação são confiáveis, mas não garante sua exatidão. Este material de divulgação não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de cotas de fundos da Western Asset. 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. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. A RENTABILIDADE DIVULGADA É LÍQUIDA DE TAXA DE ADMINISTRAÇÃO E PERFORMANCE, SE APLICÁVEL, MAS NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC (Serviço de Atendimento ao Cliente): 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP - 04543-011.