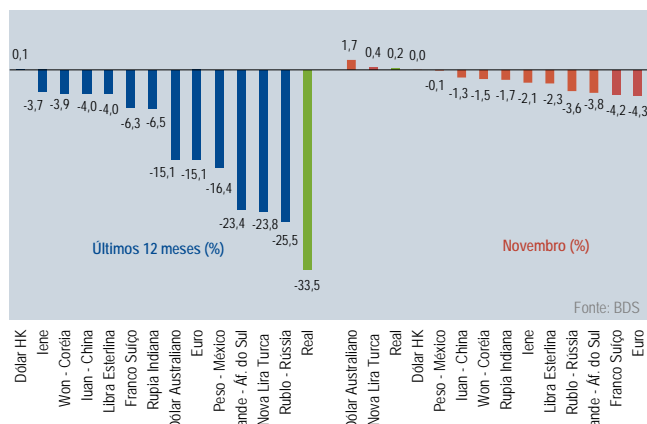




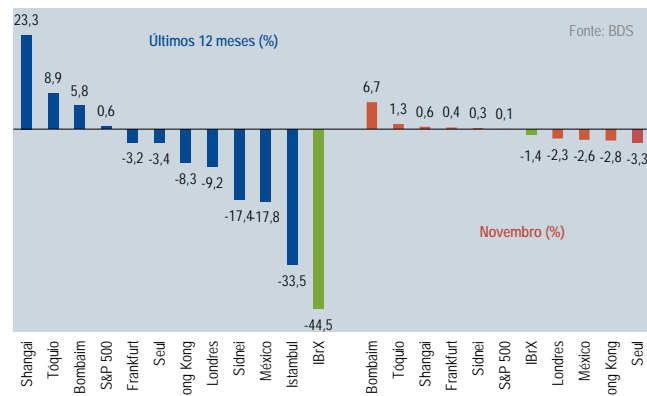
## Moedas (contra o dólar)

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



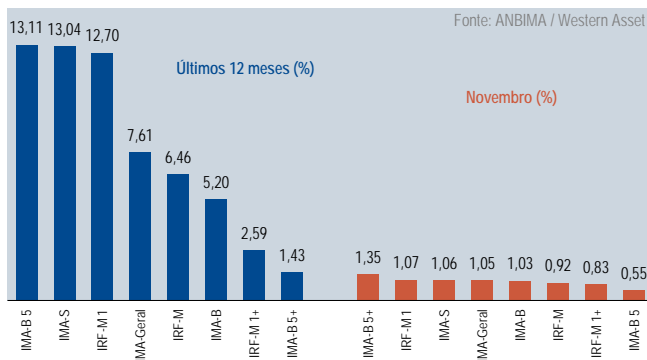
## Bolsas do mundo (em dólar)

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



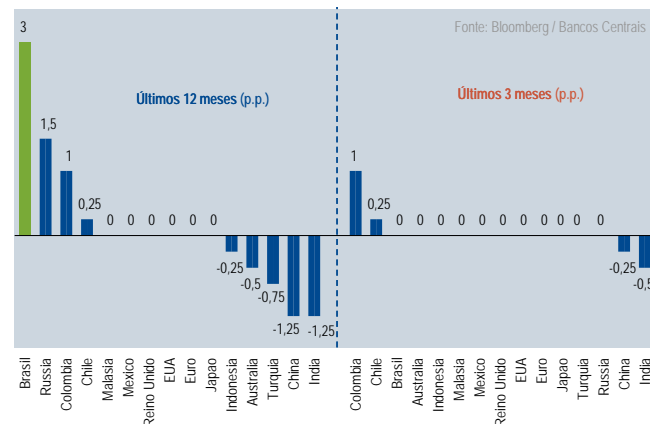
## Renda fixa local - I

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



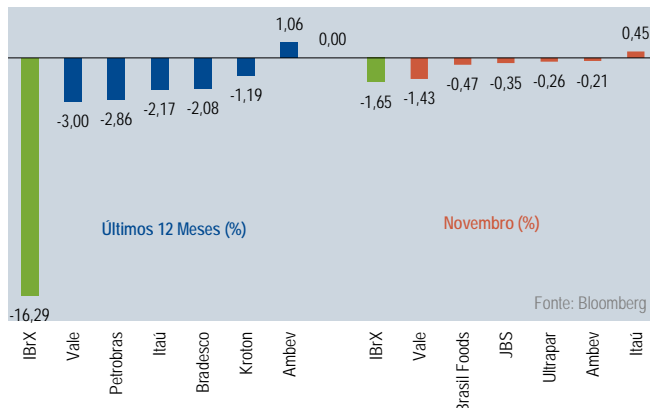
## Taxas básicas de juros - variação

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



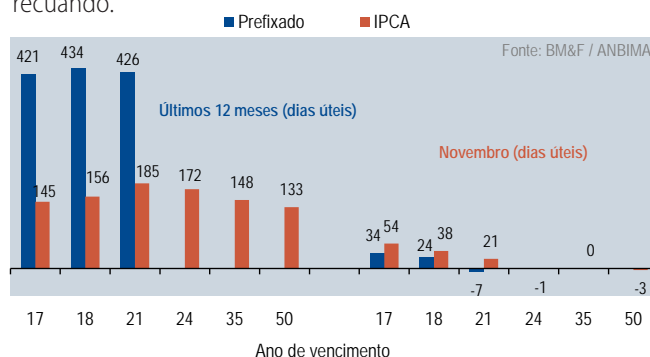
## Principais contribuições para o IBRX

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


















## Renda fixa local - 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 acomodático" para um apenas "muito acomodático". 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*<sup>1</sup>, e algumas rodadas de *forward guidance*<sup>2</sup>. 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.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> *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.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...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).
...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.	= ...neutros, 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.	- ...negativos, na medida em que os fundos multimercados renderam abaixo do benchmark 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.	- ...negativos, na medida em que os <i>spreads</i> de crédito se moveram, subtraindo valor do portfólio.



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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...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.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ...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).</li> </ul>
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ...negativos, na medida em que os <i>spreads</i> de crédito se moveram, subtraindo valor do portfólio.</li> </ul>

**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...
...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.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ...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).</li> </ul>
...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.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ...negativos, na medida em que os fundos multimercados renderam abaixo do benchmark no mês.</li> </ul>
...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos exposição a títulos de crédito.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ...negativos, na medida em que os <i>spreads</i> de crédito se moveram, subtraindo valor do portfólio.</li> </ul>



## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

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.

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 *hedge* nos vencimentos prefixados longos.

Embora a moeda brasileira já tenha se desvalorizado expressivamente nos últimos 12 meses, eventuais deteriorações na percepção dos riscos político e fiscal podem causar quedas adicionais do real.

Mantemos posições vendidas em real como *hedge* para as posições aplicadas em renda fixa.

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.

Adotamos uma posição estrutural comprada em peso mexicano.

A economia suíça está sob risco de entrar em um processo deflacionário após o abandono pelo Banco Central do piso cambial em relação ao euro. Acreditamos que serão necessárias importantes medidas adicionais de afrouxamento monetário que impactarão negativamente o franco suíço.

Uma posição vendida em franco suíço está em linha com a nossa visão para a moeda.

O presidente do BCE, Mario Draghi, sinalizou que a instituição está estudando medidas para afrouxamento monetário adicional em vista da aproximação da elevação dos juros pelo Federal Reserve.

Uma posição vendida em euro se justifica frente à divergência de políticas monetárias entre a zona do euro e os EUA.

A economia do Reino Unido vem se recuperando mais rapidamente que o restante da Europa.

Uma posição comprada na libra esterlina é um diversificador interessante para nossas estratégias de euro e franco suíço.

A vitória de um candidato de centro esquerda nas eleições canadenses aponta para políticas que podem levar ao enfraquecimento da moeda.

Uma posição vendida em dólar canadense se beneficia do novo cenário político

Com as preocupações em relação a um *hard landing* na China se reduzindo, pode haver um alívio nos preços das commodities mais ligadas a esse país.

Uma posição comprada em dólar australiano deverá se beneficiar desse cenário.

O cenário para o investimento em bolsa inspira cuidados. O crescimento doméstico vem sendo afetado negativamente por uma política monetária mais apertada, um quadro fiscal mais restritivo e uma desaceleração de crédito.

Permanecemos sem posições no Ibovespa.

Apesar de o mercado de ações dos EUA ter se recuperado da correção observada em agosto, os múltiplos permanecem em patamares razoáveis considerando-se as perspectivas para a economia norte americana.

Mantemos as posições compradas em S&P 500.

## FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: rentabilidade superior ao benchmark, que desvalorizou 1,63% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...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 E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX:** em geral, tiveram rentabilidade superior ao benchmark, que desvalorizou 1,66% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...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.
...mesmo usando premissas conservadoras, a WEG deveria performar melhor que o mercado e seus <i>peers</i> 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 ação da CCR tinha sofrido bastante por causa da eventual antecipação do fim da concessão da Autoban, pleiteada pelo estado de SP. Após a empresa ir a mercado e realizar uma boa exposição do caso, expondo a fragilidade da tese do governo, ficamos confortáveis em aumentar nossa posição baseada nas boas perspectivas de crescimento da empresa e da fraca performance recente da ação.	...mantivemos posição acima do benchmark em CCR.	...positivos. Em novembro as ações da CCR se valorizaram após a ARTESP reiterar o direito de rebalanceamento econômico em relação as concessões de 2006 visando compensar despesas relacionadas ao imposto ISS. Tal medida foi vista por analistas como o governo se tornando mais flexível com o objetivo de atrair novos bids nas próximas concessões.
...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 superior ao Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto nós...		E os resultados foram...
...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 <i>peers</i> 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 DIVIDENDOS:** rentabilidade superior ao índice IDIV, que desvalorizou 7,59% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...		E os resultados foram...
...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).

## 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 <i>spreads</i> 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 (SMT), 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 <i>valuation</i> 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 <i>peers</i> 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 incorporam estas 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 renda variável. As perspectivas ainda desanimadoras dos resultados das empresas brasileiras, por conta de uma economia fraca e a 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 apresentou desempenho inferior à renda fixa no mês de novembro.

*Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTM 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](http://www.westernasset.com.br) – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP, CEP 04543-011.*

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

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

