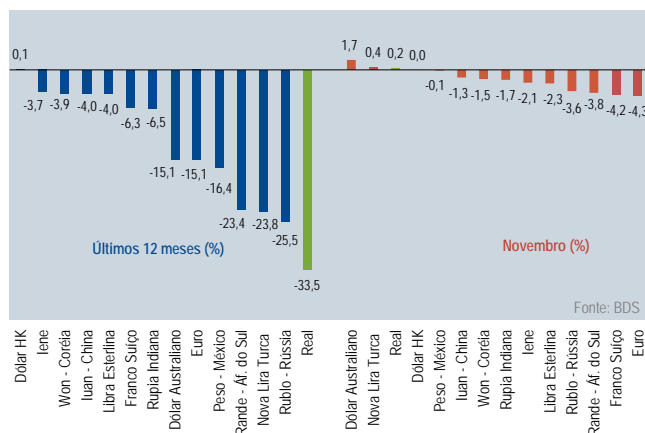




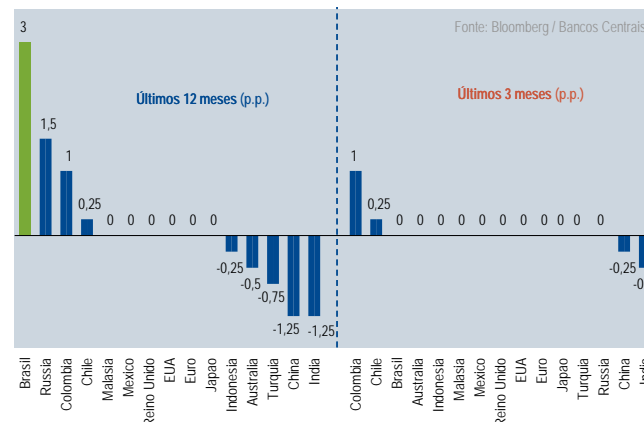
Moedas (contra o dólar)

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



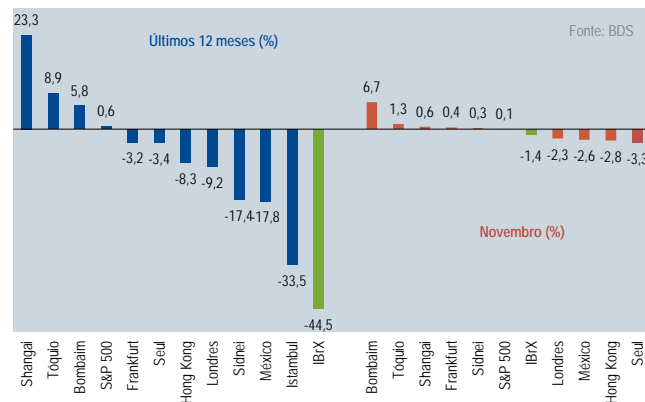
Taxas básicas de juros - variação

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



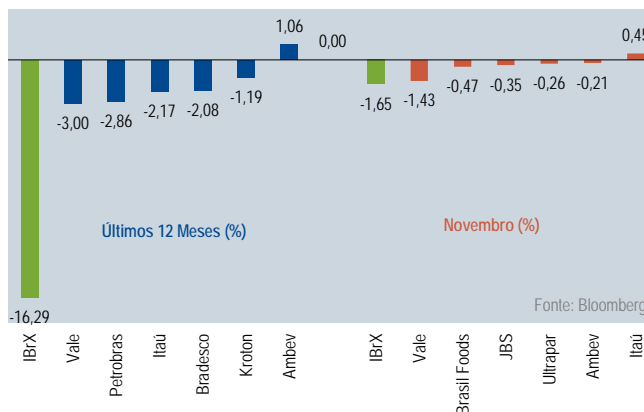
Bolsas do mundo (em dólar)

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



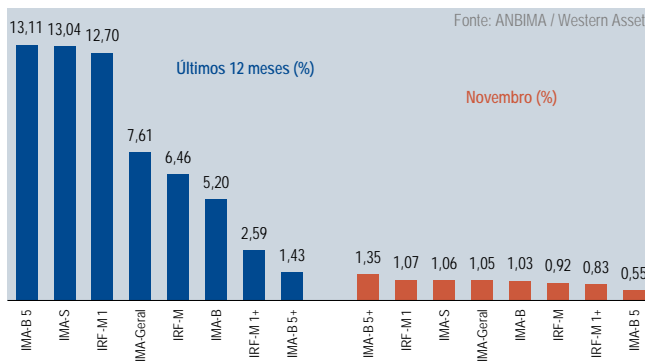
Principais contribuições para o IBrX

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



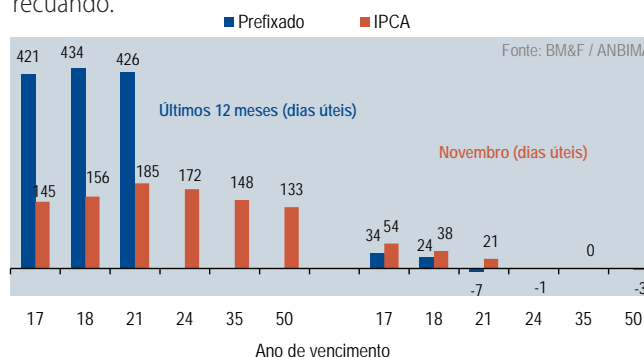
Renda fixa local - I

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.

Este material de divulgação é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada (“Western Asset”) e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, 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; 3) e-mail 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.

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