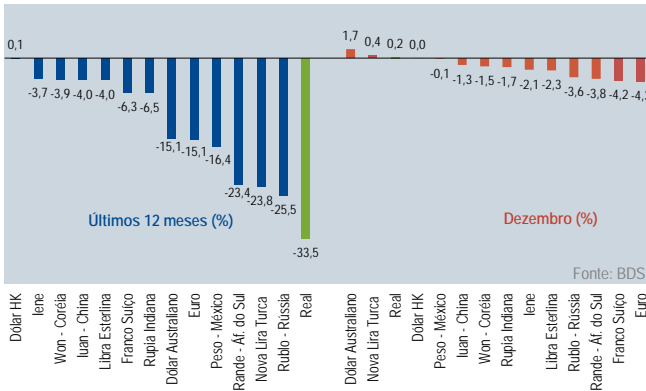


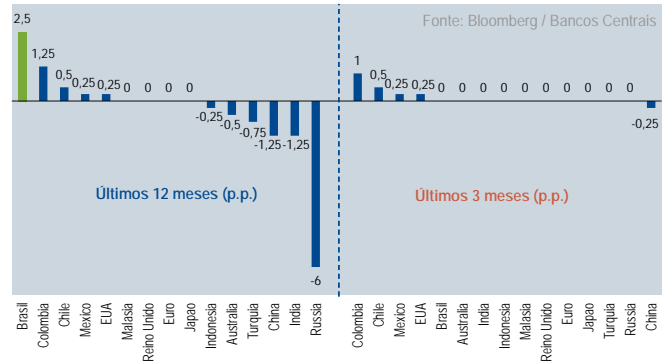
### Moedas (contra o dólar)

No ano do dólar forte, o real termina o turbulento ano de 2015 como a moeda que mais se desvalorizou, desbancando outras igualmente problemáticas, como o rublo e a lira turca.



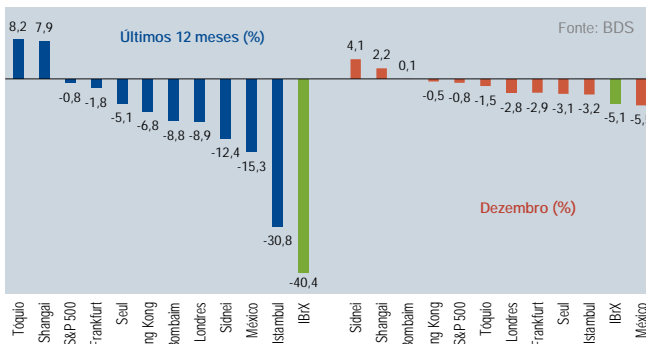
### Taxas básicas de juros - variação

A Rússia reverteu o choque monetário do final de 2014. O Brasil, que optou pelo gradualismo, deverá retomar o aperto monetário em 2016.



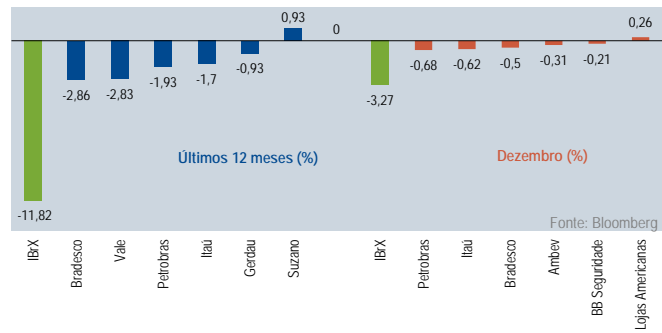
### Bolsas do mundo (em dólar)

Em um ano longe de ser brilhante para as bolsas globais em função do dólar forte, o IBRX destacou-se negativamente.



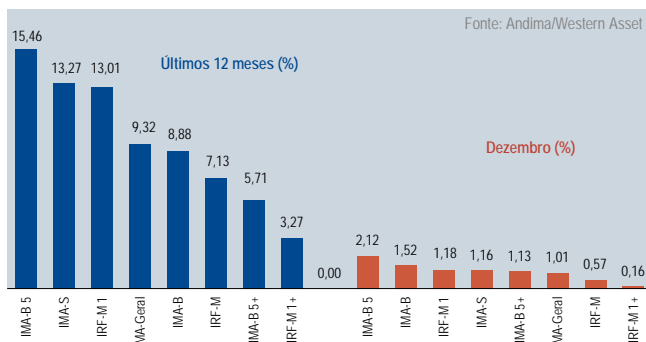
### Principais contribuições para o IBRX

Commodities (Petrobras e Vale) e bancos (Bradesco e Itaú) deram o tom da bolsa em 2015. O destaque positivo ficou com o setor de papel e celulose.



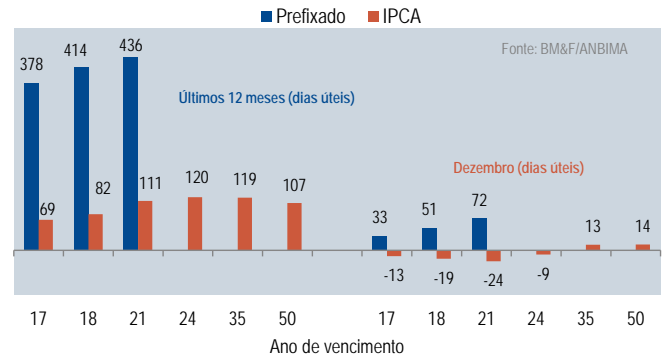
### Renda fixa local - I

O IMA-B5 foi o único IMA que bateu o CDI no ano, em função da surpresa inflacionária, que fez os juros reais de curto prazo recuarem.















### Renda fixa local - II

A troca de Joaquim Levy por Nelson Barbosa no Ministério da Fazenda não foi bem recebida pelo mercado, fazendo com que a parte longa da curva se elevasse.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM DEZEMBRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O presidente da Câmara aceitou o pedido de impeachment da presidente Dilma Rousseff.			
O Fed finalmente decidiu por começar a normalização da política monetária, elevando a taxa dos Fed Funds em 0,25 ponto percentual, movimento já antecipado pelos mercados.			
A Fitch foi a segunda agência de avaliação de risco a rebaixar a nota soberana do Brasil para BB+, outro movimento também esperado pelos mercados.			
A troca de Joaquim Levy por Nelson Barbosa transmitiu para os mercados a mensagem de mudança na política econômica.			

## O QUE ESPERAMOS

### Cenário Internacional

Depois de exatos sete anos em que manteve as taxas básicas de juros em inédito 0%, o Fed finalmente iniciou a normalização das condições monetárias, ao aumentar os Fed Funds em 0,25 pp. Oferecemos aqui um artigo de John Bellows, PhD, Portfolio Manager e Research Analyst da Western Asset, sobre o que podemos esperar da política monetária dos EUA de agora em diante.

### O Dia Depois de Amanhã

As discussões sobre o início do ciclo de aperto monetário ficaram para trás. Neste momento, os investidores estão se fazendo duas perguntas sobre o dia depois de amanhã: primeiro, o que o Fed fará em 2016? E, segundo, estaria o Fed cometendo um erro? Esta análise endereça estas duas questões, depois de fazer uma breve avaliação sobre como o Fed chegou a esta decisão.

### Como o Fed Chegou até Aqui

Em nossa visão, o aumento dos juros pelo Fed foi baseado por duas linhas de raciocínio, uma muito convincente e outra nem tanto. A primeira, que consideramos correta, é que a melhora do mercado de trabalho nos últimos anos tem sido substancial. A taxa de desemprego caiu de 10% no fim de 2009 para 5% em novembro último, com aproximadamente um ponto percentual de queda nos últimos 12 meses. Outras medidas do mercado de trabalho também indicaram melhora, incluindo um declínio significativo na medida mais ampla de desemprego (oficialmente conhecida como “U6”) e pedidos de seguro-desemprego em patamares mínimos de décadas. Apesar de alguma subutilização ainda permanecer, parece muito claro que uma política monetária de emergência não é mais necessária para suportar o lado “mercado de trabalho” do mandato do Fed (retornaremos mais adiante ao lado “inflação” deste mandato).

A segunda linha de raciocínio, menos convincente, é que a estratégia de comunicação adotada, de alguma maneira, colocou o Fed em córner. Em um ano supostamente definido como “*data dependent*”, o Fed na realidade se engajou em um notável *forward guidance*<sup>1</sup>. O *guidance* começou com os *dots*<sup>2</sup>, que consistentemente mostraram uma expectativa de aumento

<sup>1</sup> Nota do tradutor: a contraposição apontada pelo autor refere-se ao contraste entre esperar os dados macroeconômicos para daí tomar uma decisão (*data dependent*), e indicar aos mercados qual o caminho a ser trilhado, independentemente dos dados (*forward guidance*).

<sup>2</sup> *Dots*: nome popular do relatório de projeções das taxas de juros, PIB, emprego e inflação dos membros do Fed. Recebe este nome porque a projeção de cada membro do Fed é representada por um ponto (dot) em um gráfico.

das taxas de juros em 2015, continuou em mensagens diretas da presidente do Fed, Janet Yellen, enfatizando em não menos de quatro ocasiões que pessoalmente esperava que as taxas subissem “mais para o final do ano” e, finalmente, chegou ao comunicado oficial do Comitê de Política Monetária (FOMC), que afirmou, em outubro, que consideraria um aumento das taxas de juros “na próxima reunião”. Considerando o léxico normalmente reservado das comunicações dos bancos centrais, estas mensagens são notáveis pelo seu detalhamento e comprometimento. Como consequência, não foi surpresa que os participantes do mercado - a Western Asset incluída - chegassem à conclusão de que o Fed tinha um forte desejo de elevar as taxas de juros.

O problema é que o Fed determinou com tanto sucesso as expectativas de um aumento de juros ainda em 2015, que ficaria difícil explicar qualquer adiamento. A seguinte passagem da ata do FOMC de outubro faz uma observação neste sentido:

*“Muitos participantes apontarão várias razões porque o Comitê deveria evitar um adiamento (do aumento da taxa de juros). Uma preocupação foi que tal adiamento, se os seus motivos não fossem bem entendidos pelos mercados, poderia aumentar as incertezas no mercado financeiro e magnificar indevidamente a importância do início do processo de normalização da política monetária.”*

Esta passagem é notável, porque sugere que a própria estratégia de comunicação se tornou parte da motivação do Fed de subir as taxas de juros e, portanto, enfraquecendo a insistência do próprio Fed de que o aumento das taxas era “*data dependent*”. Que o Fed tenha tido como objetivo, no início do ano, fazer da própria estratégia de comunicação uma motivação para aumentar as taxas de juros é uma hipótese bastante improvável, mas foi o que acabou acontecendo.

### O Cenário para 2016

O papel que a comunicação teve na decisão do Fed de subir as taxas de juros influencia nosso cenário para o ritmo das altas em 2016. Em particular, nós avaliamos que a estratégia de comunicação conta com algum *momentum* no sentido de que, agora que o Fed trabalhou tão duro para iniciar o ciclo de aumento, ele não vai reverter o curso. Nós, portanto, esperamos que o Fed continue a subir as taxas de juros em 2016, com pelo menos uma alta adicional em março, antes de reconsiderar esta estratégia em algum momento mais adiante.

Para justificar esta nova alta dos juros, o Fed colocou uma série de argumentos baseados em sua visão de médio prazo. Esta visão é firme – o Fed é orgulhoso de sua capacidade de enxergar além do ruído de curto prazo – de modo que não esperamos mudanças materiais nesta visão nos próximos meses. Mais especificamente,

apesar de a inflação ter ficado próximo de zero ao longo de todo o ano, e apesar de o núcleo do PCE<sup>3</sup> estar ainda abaixo de 1,5%, o Fed não desistiu de seu cenário em que a inflação vai subir para 2% até 2017. Desconsiderando por um momento se esta projeção se mostrará certa ou errada no final, a confiança do Fed na sua visão de médio prazo, mesmo em face do substancial erro neste ano, sugere que será necessário um erro ainda maior ou mais prolongado para levar o Fed a repensar o seu cenário. Colocando de maneira simples, se as contínuas surpresas para baixo do núcleo da inflação e as quedas adicionais dos preços do petróleo que vivemos durante o 4º trimestre de 2015 não foram suficientes para forçar o Fed a reconsiderar a sua visão de médio prazo, por que alguém deveria esperar que desenvolvimentos semelhantes no 1º trimestre de 2016 mudariam alguma coisa? E, na medida em que esperamos que o Fed permaneça firme em sua visão de médio prazo pelo menos até março, nós deveríamos esperar que o Fed prosseguisse com mais um aumento da taxa de juros na reunião de março.

Claro, esta linha de raciocínio não se aplica indefinidamente. Na medida em que 2016 avançar, ficará cada vez mais claro se o Fed está certo ou errado em sua visão de médio prazo. Nós avaliamos que as chances estão para um novo desapontamento. Uma potencial fonte de desapontamento poderia vir da inflação de salários. Depois de um sinal falso no 1º trimestre de 2015, o tom dos comentários mais recentes do Fed sobre esta inflação tornou-se novamente mais cauteloso. (Em junho, o presidente do Fed de Nova York, William Dudley, havia avaliado uma alta do Índice de Compensações Salariais como “digna de nota”, apenas para reverter o curso alguns meses mais tarde e conceder que “nós ainda não vimos evidências convincentes de que um mercado de trabalho mais apertado esteja levando a ganhos mais rápidos nos salários”).

Precaução sobre as perspectivas para a inflação de salários parece apropriado por uma série de razões. Não apenas esta inflação não subiu durante o ano de 2015 inteiro, como também há um grande número de fatores seculares que a estão pressionando para baixo. Estes fatores incluem, mas não se limitam, à competição de trabalhadores estrangeiros, à erosão do emprego industrial nos EUA e à redução do salário mínimo real. Além disso, há boas razões para pensar que um montante significativo de ociosidade permanece no mercado de trabalho, o que limitará adicionalmente pressões altistas nos salários. Se a combinação de forças seculares com a ociosidade do mercado de trabalho continuar a manter a inflação de salários sob controle, como aconteceu nos últimos anos, então é provável que o Fed seja forçado a dar uma pausa e reconsiderar o ritmo das altas dos juros, começando talvez por volta do meio do ano.

<sup>3</sup> PCE é o índice de deflação do PIB. Trata-se do índice de inflação preferido do Fed. O núcleo do PCE é o PCE desconsiderando-se os componentes mais voláteis: energia e alimentação. A inflação cheia está bem abaixo do núcleo por conta dos baixos preços do petróleo.

## Estará o Fed Cometendo um Erro?

Dado o cenário para a inflação visto acima, não será surpresa saber que a Western Asset tinha alguma simpatia pelos membros *dovish*<sup>4</sup> do FOMC, que viam os riscos de uma inflação menor como uma razão para continuar com a taxa de juros zero. No entanto, apesar de termos preferências levemente diferentes de políticas, está longe de ser claro que o Fed esteja cometendo um erro por ter elevado as taxas de juros.

A incerteza inerente sobre o nível apropriado das taxas de juros é substancial. De fato, dados apresentados recentemente por Janet Yellen mostraram que, em qualquer ponto da história, estimativas sobre o nível natural<sup>5</sup> das taxas de juros apresentam um erro de 200 pontos-base para cima e para baixo! É claro que projeções sobre o nível **futuro** da taxa de juros natural são sujeitas a incertezas ainda maiores. A conclusão que se tira desta grande imprecisão nas estimativas é a de que é completamente possível que o Fed suba gradualmente as taxas de juros sem se notar algum efeito na atividade econômica. Qualquer um que afirmar que elevações de juros de, digamos, 100 pontos-base, terão efeitos notáveis na atividade econômica estará provavelmente superestimando o papel das taxas de juros na economia atual, para não dizer superestimando a precisão de suas próprias previsões.

Aqueles que estão preocupados com um erro também tendem a subestimar o papel mais geral do Fed em relação à política monetária. O Fed está atuando muito cautelosamente. Mesmo que esteja elevando as taxas de juros, o Fed manterá o tamanho do seu balanço próximo de US\$ 4,5 trilhões. Em 2016, esta política requererá compras de aproximadamente US\$ 225 bilhões de Treasuries e US\$ 300 bilhões de MBS<sup>6</sup> apenas para repor os papéis que vão vencer. O Fed tem sido também enfático em que pode moderar o ritmo de elevação das taxas se o crescimento desapontar, ou se novos riscos surgirem. A decisão do Fed de adiar a elevação das taxas na reunião de setembro do FOMC foi uma evidência de sua sensibilidade para os riscos (naquele caso, para o risco de um *hard landing* na China), e como tal, reforça sua credibilidade neste ponto. A combinação de uma política de balanço ainda acomodaticia com a ênfase em uma política flexível de aumento dos juros são detalhes frequentemente despercebidos que devem atenuar o impacto do aperto monetário.

Finalmente, é importante manter em perspectiva o que constitui um erro do Fed. Como tem sido comumente reconhecido, o Fed cometeu uma série de erros no pós-crise de 2008, por não ter cortado as taxas de juros mais cedo ou de maneira mais agressiva.

<sup>4</sup> *Dovish* é a expressão que denomina uma visão mais benigna para a ameaça de inflação, o que leva a decisões de taxas de juros menores. Contrapõe-se ao termo “*hawkish*”, que define uma visão menos benigna, e que leva a decisões de taxas de juros maiores.  
<sup>5</sup> Janet Yellen define o “nível natural das taxas de juros” como “a taxa dos Fed Funds que não seria nem expansionista, e nem contractionista, se a economia estivesse operando próxima de seu potencial”.

<sup>6</sup> MBS: Mortgage Backed Securities. Títulos equivalentes aos CRLs brasileiros.

A raiz do erro do Fed está na não avaliação dos riscos que cercavam o mercado financeiro, que se encontrava altamente alavancado e extremamente vulnerável ao declínio dos preços dos imóveis. Certamente, os riscos neste front são dramaticamente mais baixos hoje do que eram em 2007. A alavancagem reduziu-se na medida em que os bancos levantaram capital e cortaram muitas formas de empréstimos arriscados. E as partes da economia que aparentam ser mais vulneráveis a choques (incluindo indústria e energia) não têm a mesma alavancagem que o mercado imobiliário tinha na época. Uma consequência da bastante reduzida alavancagem do sistema financeiro e dos setores vulneráveis da economia é que, mesmo que o crescimento não atinja o objetivo do Fed em 2016, as consequências do movimento do Fed serão provavelmente mínimas, ou pelo menos muito menos severas do que aquelas relacionadas ao erro do Fed em 2007.

### Conclusão

De muitas maneiras, o dia seguinte ao aumento das taxas de juros foi muito semelhante ao dia anterior. O Fed será ainda guiado por um mix de mercado de trabalho melhorando por um lado, e uma estratégia de comunicação que tem enfatizado o desejo de se afastar da taxa de juros zero, por outro. Dado este mix de motivações, nós avaliamos que o Fed será compelido a continuar aumentando as taxas de juros em 2016, com pelo menos mais um aumento na reunião de março, antes de eventualmente reconsiderar no meio do ano. Em termos de consequências, alguns poucos aumentos de juros ao longo dos próximos trimestres não devem causar um grande impacto sobre a atividade econômica. A política monetária, de maneira mais ampla, continuará sendo acomodatória, e os riscos de que o Fed cometa um erro significativo permanecerão baixos.

### Mercados Locais

#### Renda Fixa

Antes de analisarmos as possíveis consequências da troca de Joaquim Levy por Nelson Barbosa no Ministério da Fazenda, não vamos resistir à tentação de aproveitar este evento para fazer um retrospecto da economia brasileira no ano de 2015. Joaquim Levy durou no cargo exatos 355 dias. Sua nomeação, em 31/12/2014, sucedeu um estranho período em que tínhamos a convivência de um Ministro da Fazenda oficial mas que já não comandava (Guido Mantega) com um Ministro da Fazenda não oficial, mas que já dava as cartas desde 21/11/2014, data de sua indicação. Esta situação como que já sinalizava o estilo dúbio que marcaria a condução da economia durante todo o ano de 2015: promessas de austeridade fiscal, sem, no entanto, a convicção necessária para ganhar a confiança dos agentes econômicos.

De qualquer forma, a nomeação de Joaquim Levy indicava uma mudança significativa de rumo. A preocupação pelo equilíbrio fiscal passava a ser o foco da política econômica em 2015. Colocar a casa em ordem para retomar o crescimento econômico, esta era a ordem do dia. Foi nesta linha o anúncio das metas de superávit primário para os 4 anos seguintes (0,7% para 2015, 1,2%, 1,6% e 2,0% para os anos seguintes), o que, em conjunto com o fim do repesamento das tarifas públicas, indicava a volta da racionalidade na condução da política econômica, após quatro anos de voluntarismo fiscalmente irresponsável.

Tudo indica, contudo, que Joaquim Levy (e o mercado, porque não dizer) subestimou em muito a tarefa. O primeiro relatório Focus de 2015 indicava expectativa de um resultado primário de 1% do PIB, acima até da meta do governo. O fato é que todos subestimaram, por um lado, os efeitos da recessão sobre a arrecadação de impostos, e por outro, o tamanho da herança recebida dos quatro anos anteriores, incluídas aí as chamadas “pedaladas fiscais”, além do rombo nas contas do setor elétrico. Provavelmente, terminamos o ano de 2015 com um déficit primário acima de 1% do PIB, um erro acima de 2% do PIB em uma variável-chave para a formação das expectativas dos agentes econômicos.

Para piorar o que já estava ruim, erros básicos de comunicação foram cometidos, sendo o maior deles o envio de um orçamento para o Congresso, em agosto, com previsão de déficit primário para 2016, o que emitiu a mensagem de que o governo havia jogado a toalha na questão fiscal. A partir deste ponto, os mercados de renda fixa deterioraram-se de vez. Até 31/07, o DI 2017 e o DI 2021 haviam subido, respectivamente, 17 e 59 pontos-base desde o início de 2015. A partir de agosto até o final do ano, estes mesmos contratos subiram, respectivamente, 361 e 377 pontos-base. Além, claro, da perda do grau de investimento por parte da S&P e da Fitch.

A política monetária, a exemplo da nomeação de Joaquim Levy para a Fazenda, também foi surpreendente. No início do ano, as expectativas, segundo o Focus, eram de que a SELIC seria elevada até 12,50%, número muito distante dos 14,25% que fecharam 2015. Este erro do mercado deveu-se à subestimação do choque da liberação dos preços públicos na inflação. No início do ano, a expectativa (também pelo Focus) era de uma inflação medida pelo IPCA de 6,56% para 2015, número que deve fechar próximo de 10,75%. Assim, enquanto a surpresa da taxa SELIC foi de 175 pontos-base, a surpresa da inflação foi de aproximadamente 420 pontos-base, uma diferença de 245 pontos-base.

2015 também foi um ano marcado pela volta de um termo das décadas de 80/90, e que pensávamos já estar morto no Brasil: dominância fiscal. Discutiui-se sobre a real eficácia da política monetária num cenário de trajetória explosiva da dívida pública em que mais inflação parece ser a única solução. Não se chegou a um diagnóstico definitivo a respeito, mas a se julgar pela disposição do Banco Central de retomar a alta dos juros, a autoridade monetária não parece acreditar nesta teoria.

Em resumo, 2015 foi um ano para se esquecer. E o que esperar para 2016? O último relatório Focus do ano indica SELIC de 15,25% e inflação de 6,87%. Nossa expectativa é de que a SELIC deve fechar o ano entre 15,25% e 15,75%, enquanto a inflação deve ser de 7,50%. Se estiver correto, este será o segundo ano seguido de não cumprimento da meta. Mesmo assim, um número sensivelmente inferior (mais de 300 pontos-base) em relação a 2015, o que deve levar a taxa de juros real *ex-post*, em dezembro de 2016, à casa dos 8% ao ano, em uma economia prostrada. Ainda mais impressionante será a taxa de juros *ex-ante* para 2017, pois com os juros a 15,75% e uma inflação esperada de, digamos, 5,5%, teríamos uma taxa de juros real acima de 10%. Um nível bastante elevado, mesmo para o Brasil.

O fim da curta estadia de Levy no Ministério da Fazenda sinaliza instabilidade político-econômica. Desde o governo FHC, tivemos apenas 5 ministros da Fazenda: Pedro Malan durante 8 anos, Antônio Palocci durante 3 anos e 3 meses, Guido Mantega durante 9 anos e 9 meses (o segundo mais longo Ministro da Fazenda da história da república), Joaquim Levy durante um ano e agora Nelson Barbosa. Ministros da Fazenda que duram um ano no cargo lembram épocas de grande volatilidade macroeconômica. Por exemplo, o governo José Sarney teve quatro ministros: Francisco Dornelles (5 meses), Dilson Funaro (1 ano e 8 meses), Luiz Carlos Bresser Pereira (8 meses) e Máilson da Nobrega (2 anos e 3 meses). O curto governo Collor teve dois: Zélia Cardoso de Mello (1 ano e 2 meses) e Marcílio Marques Moreira (1 ano e 5 meses). E o governo Itamar Franco bateu o recorde, com seis ministros: Gustavo Krause, Paulo Haddad e Eliseu Resende (cada um com dois meses e meio no cargo), Fernando Henrique Cardoso (10 meses), Rubens Ricupero (5 meses) e Ciro Gomes (4 meses). Estaríamos entrando em outra

era de volatilidade, em que Ministros da Fazenda são trocados na esperança de que resolvam problemas que não têm condições políticas de resolver? A duração de Nelson Barbosa no cargo pode ser uma pista para a resposta a esta questão.

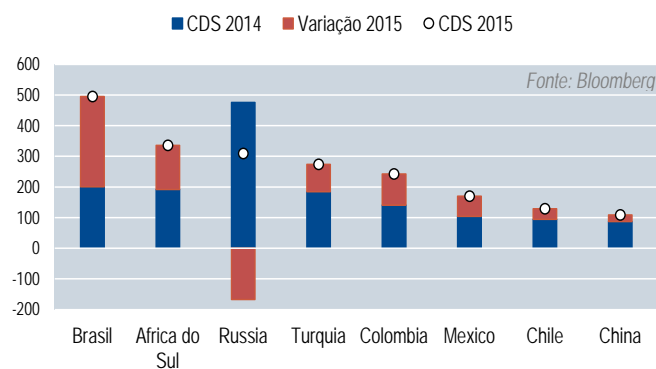
## Câmbio

2015 foi mais um ano de dólar forte. Com exceção do iene e do franco suíço, o dólar se valorizou de maneira relevante em relação a todas as principais moedas globais: 11,6% contra o euro, 5,2% contra a libra esterlina, 19,6% contra o dólar canadense, 12,1% contra o dólar australiano. E muito mais contra moedas de emergentes. No conjunto dos últimos dois anos, a valorização foi ainda maior: 26,5% contra o euro, 11,6% contra o franco suíço, 14,8% contra o iene, 11,5% contra a libra esterlina, 30,4% contra o dólar canadense.

Este movimento foi causado pela desaceleração do crescimento chinês, pela lentidão da resposta da autoridade monetária europeia aos sinais de desaceleração do crescimento na zona do euro e pela percepção de que a economia norte-americana estaria se recuperando de maneira consistente. A queda dos preços das commodities foi também decisiva para a desvalorização das moedas dos emergentes, Brasil incluso.

Neste contexto, o real foi o destaque negativo, tendo sido, de longe, a moeda que mais se desvalorizou em 2015 dentre as principais moedas globais: 32% contra o dólar e 24% contra o euro. Moedas comparáveis ao real foram o peso colombiano e o rande sul-africano, contra as quais a moeda brasileira se desvalorizou quase 10% no ano. Ou seja, além do contexto global, contaram para a desvalorização do real fatores idiossincráticos, como a crise política e as dificuldades em equacionar o déficit fiscal. Isto fica mais claro quando observamos o comportamento dos CDS<sup>7</sup> soberanos, no gráfico a seguir:

CDS de Países Selecionados



7 CDS: Credit Default Swap, indicativo de risco de crédito. Dizer que um CDS vale 500 pontos-base significa dizer, deixando de lado algumas tecnicidades, que o comprador do CDS paga 5% ao ano sobre o valor da dívida para segurá-la contra um default. O vendedor do CDS recebe estes 5% ao ano como prêmio de seguro, e deve pagar o total da dívida para o comprador do CDS em caso de default.



Ao final de 2014, o CDS brasileiro estava no mesmo nível de África do Sul e Turquia, e bem abaixo do CDS da Rússia. Em 2015, o risco de crédito brasileiro foi, de longe, o que mais se deteriorou neste grupo de países, passando a ser cotado, em média, a 200 pontos-base a mais do que os seus pares. Esta deterioração na percepção de risco explica, em boa parte, a desvalorização adicional (em relação aos seus pares) que o real sofreu neste ano. Não vamos aqui descrever os motivos desta deterioração, principalmente advindos do campo político, pois são de conhecimento geral.

São duas, portanto, as perguntas que devem ser respondidas para entender para onde pode ir o câmbio em 2016: i) o dólar vai se fortalecer mais? e ii) o risco-país vai subir mais? A resposta à primeira pergunta parece ser positiva, na medida em que o Fed é o único grande banco central que está em modo de aperto monetário, e a economia norte-americana vem se recuperando de maneira mais rápida que seus pares do mundo desenvolvido. Já a resposta à segunda questão é mais complicada. Vejamos o gráfico a seguir, com a evolução do CDS brasileiro nos últimos 10 anos:

Evolução do CDS brasileiro - últimos 10 anos



Observe como estamos já próximos do pico neste período, somente superado por alguns dias durante a crise do *subprime*. Valores superiores a 500 pontos-base de modo consistente somente foram observados antes de 2004, quando o nível de reservas internacionais era bem inferior ao atual, e o rating da dívida brasileira estava pelo menos 3 níveis abaixo do atual rating. Chegaremos lá? Difícil responder, na medida em que depende basicamente da resolução do impasse político que vem prejudicando o necessário ajuste fiscal, tanto de curto quanto de longo prazo. De qualquer maneira, 500 pontos-base já representa um nível de estresse considerável, e seria necessária a percepção de continuidade do impasse político de forma permanente para que se deteriorasse ainda mais. Se isso acontecer, o risco-país ultrapassará a barreira dos 500 pontos-base, e teremos desvalorizações adicionais do real.

## Bolsa

A bolsa brasileira completa o terceiro ano consecutivo de retornos negativos. Se considerarmos o IBrX, esta é a primeira vez que isto acontece. O IBrX fechou em 18.133 pontos, mesmo nível de meados de 2007, e 29% abaixo do pico do índice, em agosto de 2014, quando as chances de troca de governo atingiram as máximas. A pergunta fundamental não é se teremos um quarto ano seguido de queda, mas sim, se teremos uma recuperação digna de nota em 2016. Pois quando consideramos um CDI de 14,25% (e subindo), não é qualquer retorno que satisfaz.

Do ponto de vista fundamentalista, há pouco o que esperar. 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 5% ao ano entre 2015 e 2017. Considerando este crescimento e um P/L de 13 (que é o nível atual de acordo com nossa projeção de lucros para 2016) no final deste ano, o potencial de alta da bolsa seria de apenas 11%. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma grande volatilidade, dado o nível do câmbio, que afeta de maneira relevante parte significativa dos lucros.

Por outro lado, e este ponto é importante, o P/L da bolsa pode subir rapidamente, se houver uma reversão significativa no cenário político. Para um P/L de, digamos, 15 (um pouco acima da média histórica), e para o mesmo nível de crescimento de lucros, teríamos uma alta da bolsa de 30%. Portanto, apesar dos fundamentos não indicarem uma bolsa barata, o cenário político pode dominar o comportamento dos investidores, fazendo da bolsa o ativo surpresa de 2016.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...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 longo do mês zeramos 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 pré-fixadas de curto prazo subiram um pouco em função da deterioração de percepção de risco e por conta de sinalizações do BC de que seria mais duro no controle da inflação.
...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 <b>Multimercado Multiestratégia</b> gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	...positivos, na medida em que os fundos Multimercados renderam acima do benchmark no mês.
...os <b>títulos privados</b> 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 ativos de crédito contribuíram para a performance.



## FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK CDI: 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 longo do mês zeramos 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 pré-fixadas de curto prazo subiram um pouco em função da deterioração de percepção de risco e por conta de sinalizações do BC de que seria mais duro no controle da inflação.
...os <b>títulos privados</b> 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 ativos de crédito contribuíram para a performance.

## 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 longo do mês zeramos 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 pré-fixadas de curto prazo subiram um pouco em função da deterioração de percepção de risco e por conta de sinalizações do BC de que seria mais duro no controle da inflação.
...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição em um fundo <b>Multimercado Multiestratégia</b> gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	+ ...positivos, na medida em que os fundos Multimercados renderam acima do benchmark no mês.
...os <b>títulos privados</b> 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 ativos de crédito contribuíram para a performance.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

O relatório de inflação divulgado no fim de 2015 aponta para a iminente reabertura do ciclo de alta de juros. 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.

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.

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 3,92% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>...os papéis da AES Tietê recentemente sofreram devido ao temor de que o impacto da queda do preço do mercado à vista de energia, poderia afetar os resultados da empresa. 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.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em <b>AES Tietê</b>.</p>	<p>+ ...positivos. As ações da empresa tiveram um desempenho positivo no período após o leilão de contratação de energia realizado pela ANEEL. O resultado do leilão faz com que a AES Tietê fique com uma exposição menor nos próximos dois anos no mercado <i>spot</i>, onde há uma grande chance dos preços serem baixos devido a fraqueza da demanda.</p>
<p>...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.</p>	<p>...mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>CSN</b>.</p>	<p>+ ...positivos. As ações foram impactadas negativamente no início do mês após a empresa anunciar o resultado final da fusão entre Casa da Pedra e Namisa. Os números finais da operação se mostraram piores do que previamente anunciado com o acordo resultando em um aumento de dívida líquida da CSN, puxando sua alavancagem para acima de 7x. .</p>
<p>...as Lojas Americanas poderiam se beneficiar de sua resiliência de vendas por conta do ticket muito baixo e baixa dependência de crédito nas lojas físicas. Adicionalmente, o baixo investimento por loja e a maturação muito rápida (18 meses) das mesmas faz com que a necessidade de capital de giro seja negativo. E por último a necessidade capital para a B2W está mitigada no médio prazo.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em <b>Lojas Americanas</b>.</p>	<p>+ ...positivos. Apesar de os números de vendas do varejo referentes ao período de Natal terem sido fracos, a empresa apresentou números melhores do que o mercado em geral, o que beneficiou os papéis da companhia no final do mês.</p>
<p>...o Santander poderia sofrer mais que seus pares privados, com desempenho ruim devido à tendência de retração de crédito e aumento de inadimplência por conta do cenário econômico brasileiro.</p>	<p>...mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>Santander</b>.</p>	<p>- ...negativos. O desempenho dos papéis do setor financeiro foi beneficiado no início do mês de dezembro após o presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha, ter decidido abrir o processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff.</p>

## FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX: em geral, tiveram rentabilidade superior ao benchmark, que desvalorizou 3,79% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...as Lojas Americanas poderiam se beneficiar de sua resiliência de vendas por conta do ticket muito baixo e baixa dependência de crédito nas lojas físicas. Adicionalmente, o baixo investimento por loja e a maturação muito rápida (18 meses) das mesmas faz com que a necessidade de capital de giro seja negativo. E por último a necessidade de capital para a B2W está mitigada no médio prazo.	...mantivemos posição acima do benchmark em <b>Lojas Americanas</b> .	+ ...positivos. Apesar de os números de vendas do varejo referentes ao período de Natal terem sido fracos, a empresa apresentou números melhores do que o mercado em geral, o que beneficiou os papéis da companhia no final do mês.
...os papéis da AES Tietê recentemente sofreram devido ao temor de que o impacto da queda do preço do mercado à vista de energia, poderia afetar os resultados da empresa. 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.	...mantivemos posição acima do benchmark em <b>AES Tietê</b> .	+ ...positivos. As ações da empresa tiveram um desempenho positivo no período após o leilão de contratação de energia realizado pela ANEEL. O resultado do leilão faz com que a AES Tietê fique com uma exposição menor nos próximos dois anos no mercado <i>spot</i> , onde há uma grande chance dos preços serem baixos devido a fraqueza da demanda.
...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>CSN</b> .	+ ...positivos. As ações foram impactadas negativamente no início do mês após a empresa anunciar o resultado final da fusão entre Casa da Pedra e Namisa. Os números finais da operação se mostraram piores do que previamente anunciado com o acordo resultando em um aumento de dívida líquida da CSN, puxando sua alavancagem para acima de 7x.
...o Santander poderia sofrer mais que seus pares privados, com desempenho ruim devido à tendência de retração de crédito e aumento de inadimplência por conta do cenário econômico brasileiro.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>Santander</b> .	- ...negativos. O desempenho dos papéis do setor financeiro foi beneficiado no início do mês de dezembro após o presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha, ter decidido abrir o processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff.

**FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO:** rentabilidade superior ao Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>...as Lojas Americanas poderiam se beneficiar de sua resiliência de vendas por conta do ticket muito baixo e baixa dependência de crédito nas lojas físicas. Adicionalmente, o baixo investimento por loja e a maturação muito rápida (18 meses) das mesmas faz com que a necessidade de capital de giro seja negativo. E por último a necessidade capital para a B2W está mitigada no médio prazo.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em <b>Lojas Americanas</b>.</p>	<p>...positivos. Apesar de os números de vendas do varejo referentes ao período de Natal terem sido fracos, a empresa apresentou números melhores do que o mercado em geral, o que beneficiou os papéis da companhia no final do mês.</p>
<p>...os papéis da AES Tietê recentemente sofreram devido ao temor de que o impacto da queda do preço do mercado à vista de energia, poderia afetar os resultados da empresa. 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.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em <b>AES Tietê</b>.</p>	<p>...positivos. As ações da empresa tiveram um desempenho positivo no período após o leilão de contratação de energia realizado pela ANEEL. O resultado do leilão faz com que a AES Tietê fique com uma exposição menor nos próximos dois anos no mercado <i>spot</i>, onde há uma grande chance dos preços serem baixos devido a fraqueza da demanda.</p>
<p>...a Cosan oferecia exposição à desvalorização cambial e à recuperação do preço do etanol no negócio de açúcar e álcool; à resiliência do negócio de distribuição de combustíveis; e à previsibilidade do setor de distribuição de gás. Todos estes fatores somados a um <i>valuation</i> bastante atrativo.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em <b>Cosan</b>.</p>	<p>...positivos. A ação se beneficiou com a continuidade de notícias positivas no segmento de A&amp;E, com recuperação dos preços do açúcar e forte demanda por etanol no mercado interno.</p>

**FUNDOS DIVIDENDOS: rentabilidade superior ao índice IDIV, que desvalorizou 3,75% no mês.**

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.</p>	<p>...mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>CSN</b>.</p>	<p>...positivos. As ações foram impactadas negativamente no início do mês após a empresa anunciar o resultado final da fusão entre Casa da Pedra e Namisa. Os números finais da operação se mostraram piores do que previamente anunciado com o acordo resultando em um aumento de dívida líquida da CSN, puxando sua alavancagem para acima de 7x.</p>
<p>...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.</p>	<p>...mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>Banco do Brasil</b>.</p>	<p>...positivos. As ações do banco se depreciaram após a nomeação do novo ministro da Fazenda, Nelson Barbosa. O discurso do novo ministro pregou continuidade do atual ajuste fiscal, entretanto não apresentou números e metas claras. Além disso há um claro receio entre os investidores de que o governo poderia voltar a estimular políticas adicionais de crédito através dos bancos públicos, dentre estes o Banco do Brasil.</p>
<p>...a despeito da boa performance apresentada pelas ações da CETIP, conseguimos identificar um bom retorno esperado por conta de maior volume de registros de CDBs e proximidade do início da operação de registros de crédito imobiliário. Além disso, a possível fusão com a BM&amp;F Bovespa deveria dar suporte aos resultados e precipitar mais um re-rating da ação.</p>	<p>...mantivemos posição acima do benchmark em <b>CETIP</b>.</p>	<p>...positivos. As ações tiveram um desempenho positivo após a companhia rejeitar a oferta de compra da BM&amp;F Bovespa, informando que esta não representava um preço justo. Na semana seguinte a Bolsa respondeu que a recusa seria avaliada pelo seu conselho de administração o que levou o mercado a crer que a proposta poderia ser elevada.</p>



## 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 em torno 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 próximos de 20%).
Cíclicos Globais	Em linha com o benchmark	Nossa posição está dividida em 3 partes: uma aposta em Tupy (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 abaixo do benchmark no segmento, concentrada no setor 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 Lojas Renner (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 Vivo (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 (CCRO), 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 AES Tietê Energia (TIET). 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 WEG (WEGE), BB Seguridade (BBSE) e Raia Drogasil (RADL). Em seguros, 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. Por fim, RADL tem apresentado resultados muito consistentes devido à resiliência de vendas, à forte expansão do parque de lojas e à maturação de lojas abertas em anos anteriores. 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 dezembro.

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

*Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website [www.westernasset.com.br](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.**

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