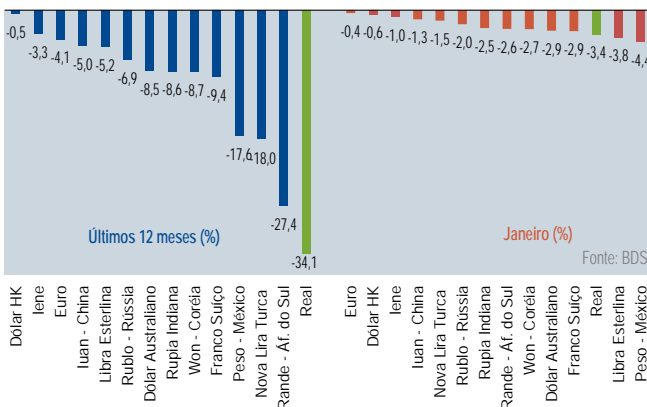


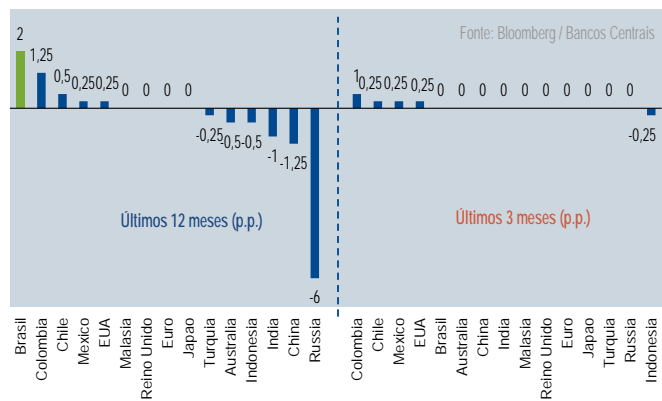
### Moedas (contra o dólar)

Novamente um mês de Dólar forte. O Real continua liderando, de longe, a corrida pela desvalorização nos últimos 12 meses.



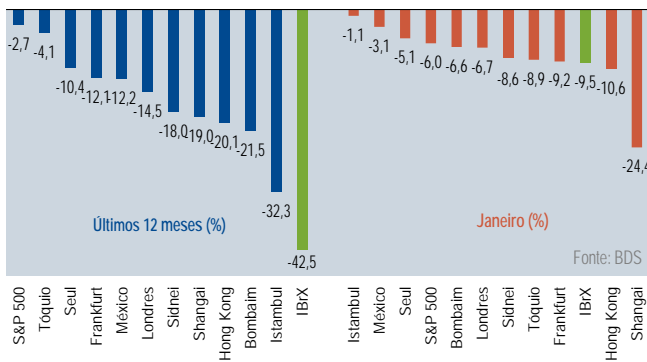
### Taxas básicas de juros - variação

Colômbia, Chile, México e EUA são os únicos BCs que estão apertando a política monetária neste momento. Apesar disso, o Brasil continua liderando nos últimos 12 meses.



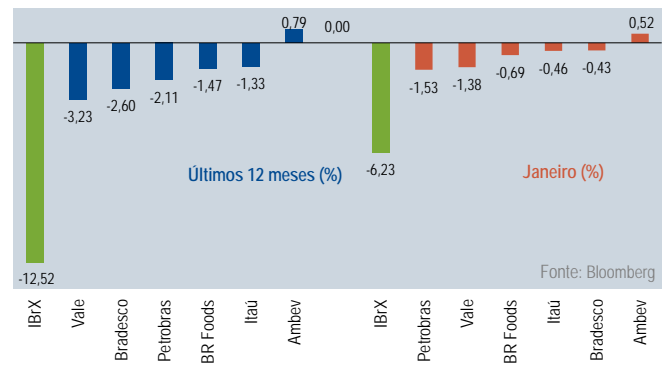
### Bolsas do mundo (em dólar)

Dentre as principais, nenhuma bolsa apresentou performance positiva nos últimos 12 meses. O destaque negativo do mês foi Shanghai.



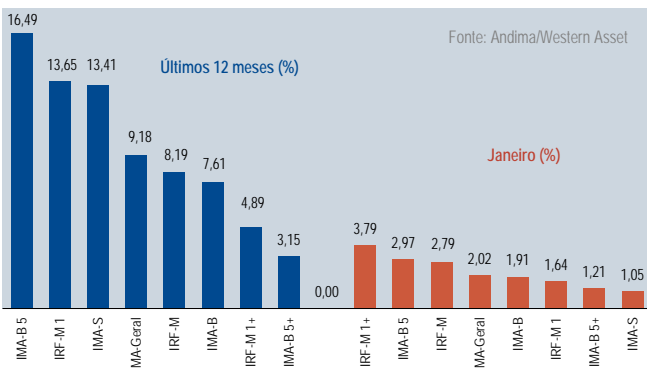
### Principais contribuições para o IBRX

Commodities (Petro e Vale) e bancos (Bradesco e Itaú) continuaram puxando a bolsa para baixo. Na contramão, o destaque positivo ficou mais uma vez com Ambev.



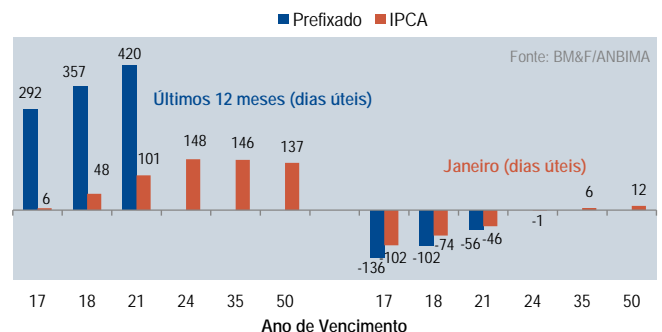
### Renda fixa local - I

O IRF-M e o IMA-B5 foram os índices mais beneficiados pela decisão do Copom de manter a Selic inalterada.



### Renda fixa local - II

Rally no mercado de renda fixa em janeiro, levado pela manutenção da Selic e, no final do mês, pela ação do BC japonês.



## FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM JANEIRO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O preço do petróleo continuou afundando, chegando a bater US\$ 26,50 na mínima do mês (queda de 28%). Fechou o mês a US\$ 33,60.			
O mercado de ações chinês voltou a cair de maneira relevante, inclusive com o acionamento do "circuit breaker" algumas vezes, e fechou o mês de janeiro com queda de 24,4%.			
O yuan continuou se desvalorizando, ressuscitando temores de desvalorizações competitivas por parte da China.			
O presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi afirmou que provavelmente vai rever os rumos da política monetária na reunião de março, indicando novos cortes nas taxas de juros.			
Contrariando todas as indicações anteriores, o COPOM manteve a taxa Selic em 14,25%. Nota do presidente Alexandre Tombini, dois dias antes da reunião do Comitê, apontou a revisão de crescimento do PIB pelo FMI como fator relevante.			
O Banco Central Japonês decidiu começar a praticar taxas de juros negativas, em mais uma rodada de estímulos monetários.			

## O QUE ESPERAMOS

### *Cenário Internacional*

Em um mês bastante conturbado no cenário internacional, será bastante útil passar em revista os fatores positivos e negativos que vêm afetando o humor dos investidores globais. Neste sentido, a seguir reproduzimos uma tabela elaborada pelo economista da Western Asset, John Bellows, PhD, ponderando estes diversos fatores e procurando tirar conclusões úteis para decisões de investimento.

#### Crescimento dos EUA

“Alguns indicadores recentes vieram mais fracos, apontando para um crescimento do PIB relativamente suave no 4º trimestre. Mas isto precisa ser contrabalançado com a evidente força do mercado de trabalho.”

- Bill Dudley, Presidente do Fed de NY, 15/01/2016

Visão positiva	Visão negativa
<ul style="list-style-type: none"> <li>A folha de pagamento cresceu 283 mil/mês no 4º tri, recuperando-se fortemente em relação ao 3º tri (170 mil/mês). A média no 2º semestre foi de 225 mil/mês, perto das máximas históricas.</li> <li>O crescimento da renda tem sido ao redor de 4%, principalmente devido ao aumento do emprego, uma vez que os salários não subiram.</li> <li>Os estoques irão subtrair 0,8 pontos percentuais do PIB do 4º tri, portanto parte da fraqueza é transitória.</li> <li>O índice de confiança do setor de serviços continua sustentado, apesar da contração do índice de confiança do setor industrial.</li> <li>Os preços mais baixos da gasolina têm efeito benéfico sobre o consumo (o índice de confiança dos consumidores ainda está alto).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>O crescimento do PIB no 4º tri deve ser de 0,6%. Uma grande parte da revisão para baixo se deve à menor inflação (de 2,2% para 1,7%) e ao mercado imobiliário mais fraco (crescimento de +5% para -2%). Os mercados de consumo e imobiliário costumavam ser as partes mais fortes da economia, portanto este enfraquecimento é uma nova má notícia.</li> <li>Vendas de automóveis também recuaram em dezembro.</li> <li>As condições financeiras estão consideravelmente mais apertadas: o GS FCI<sup>1</sup> está mais apertado do que estava em 2011 (nota: uma boa parte da explicação para o GS FCI é o dólar mais forte).</li> </ul>

**Visão da Western Asset:** a economia americana está se recuperando, mas de maneira bastante lenta. É possível que o Fed reveja, em algum ponto, a decisão de continuar subindo as taxas de juros.

<sup>1</sup> GS FCI: Goldman Sachs Financial Conditions Index. Índice de condições financeiras, calculado pela Goldman Sachs, que procura medir a oferta de instrumentos financeiros relevantes para a atividade econômica. O GS FCI considera as taxas de juros de curto e longo prazos, o câmbio, e uma variável do mercado acionário.

## China

A China precisa de um crescimento anual de, pelo menos, 6,53% nos próximos cinco anos para que o governo seja capaz de cumprir seu objetivo de uma “sociedade moderadamente próspera”.- Bill Dudley, Presidente do Fed de NY, 15/01/2016

- Li Keqiang, primeiro ministro da China, citado pela Bloomberg, 23/10/2015

Visão positiva	Visão negativa
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grande parte do ajuste do crescimento do PIB ficou para trás. O PIB nominal cresceu 20% em 2011 e 5,7% em 2015. O PIB real tem ficado relativamente estável ao redor de 7% (6,7% em 2015).</li> <li>• Política fiscal: os gastos do governo cresceram no 2º semestre, sustentados pelas receitas geradas pela venda de terras. O déficit do governo central é de apenas 3%, e os níveis de dívida são ainda baixos.</li> <li>• Política monetária: o Banco do Povo Chinês (PBoC) cortou as taxas de juros 6 vezes nos últimos 12 meses, e não há evidência de stress no <i>money market</i>. Com a taxa de depósito em 1,5% e a taxa de requerimento de reservas bancárias (RRR) em 17,5%, há ainda espaço para mais estímulo monetário.</li> <li>• As reservas internacionais ainda estão acima de US\$ 3 trilhões. Em algum ponto no futuro a China talvez possa enfrentar uma fuga de capitais, mas este ponto está muito, muito distante.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Os níveis de endividamento são muito significativos, especialmente no setor corporativo. Parte disso foi uma resposta à crise financeira global, mas mais preocupante é que o crédito corporativo continuou a crescer em 2013-15.</li> <li>• A saída de capitais acelerou, e o PBoC vendeu cerca de US\$ 140 bilhões somente em dezembro. (Observe, no entanto, que a saída de capitais são de alguma maneira compensados pelo superávit em conta corrente, de aproximadamente US\$ 400 bilhões/ano).</li> <li>• A volatilidade do mercado acionário permanece muito alta e a resposta do governo tem sido errática (proibição de vendas, <i>circuit breakers</i>, etc). É negativo para o sentimento, provavelmente impulsionando a saída de capitais.</li> </ul>

**Visão da Western Asset:** a China tem espaço fiscal/monetário para conduzir um *soft landing* do seu crescimento econômico. A volatilidade do mercado acionário não afeta a economia real.

## Economia Global

“Em função da escala da economia chinesa, sua potencial volatilidade e o espaço limitado para manobras monetárias convencionais, o risco global para a performance econômica dos EUA, Europa e muitas economias emergentes é maior do que em qualquer momento do passado que eu consiga lembrar.”

- Larry Summers, 11/01/2016

Visão positiva	Visão negativa
<ul style="list-style-type: none"> <li>• A política monetária ainda é acomodatória. As condições financeiras do Japão e da Europa estão ainda frouxas. (Nota: isto se deve, em parte, à fraqueza do Euro e do lene).</li> <li>• A queda dos preços do petróleo parece ser devido mais a um problema de oferta – shale gas nos EUA, aumento da produção da OPEP, volta do Irã ao mercado, etc. Os preços dos metais industriais estão fracos desde o começo de 2014, mas nada parecido com o petróleo.</li> <li>• Dados de atividade global têm ficado mais ou menos estáveis.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O dólar mais forte levará a uma forte restrição de liquidez para companhias e governos de países emergentes, os quais tiveram boa performance quando o dólar estava barato.</li> <li>• A revisão para baixo no crescimento econômico das economias emergentes tem sido significativa. Estabilidade nos EUA, Europa e Japão não será suficiente para compensar.</li> <li>• FMI: “A expectativa corrente para o crescimento global é de 3,4% em 2016 e 3,6% em 2017. A recuperação da atividade global deverá ser mais gradual do que o previsto no <i>World Economic Outlook</i> de outubro/2015, especialmente nos mercados emergentes”.</li> </ul>

**Visão da Western Asset:** a economia global vai desacelerar-se na margem, mas estamos longe de uma depressão global, como pode sugerir a forte reação dos preços dos ativos.

## Petróleo

“O mercado de petróleo em queda está aqui para ficar”

- Agência Internacional de Energia, 16/01/2016

Visão positiva	Visão negativa
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Curva futura do petróleo ainda em contango<sup>2</sup>, preços mais altos do petróleo esperados para o fim de 2016 (US\$7 de diferença entre os contratos de 12 meses e 1 mês).</li> <li>• A produção nos EUA está se ajustando, na medida em que as companhias pararam de investir em novas capacidades. O número de equipamentos de extração nos EUA caiu mais de 60% desde 2014. (Nota: a produção no ano passado ficou estável, devido a ganhos de eficiência que compensaram o menor número de equipamentos).</li> <li>• As taxas de declínio de produtividade dos poços de <i>shale gas</i> ao longo do tempo são muito significativas, se não houver novos investimentos. Isto significa que, se não houver novas injeções de capital no setor de petróleo dos EUA, a produção no país cairá rapidamente.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Há muita oferta. Para que o mercado se ajuste, é necessário que haja uma contração da oferta de petróleo dos EUA. A Goldman Sachs sugere que seria necessário um stress financeiro ainda mais profundo para que afetasse a oferta de shale gas. Tal stress afetaria o mercado corporativo <i>Investment Grade</i>.</li> <li>• As companhias de petróleo dos EUA não são viáveis com os preços do petróleo nestes níveis, o que levaria a defaults. “Para uma companhia do setor privado, a única escolha depois de uma queda contínua e sustentada dos preços dos seus ativos é focar no lado do passivo do seu balanço, esquecendo promessas passadas através de uma reestruturação ou <i>default</i>” – David Zervos, PhD</li> <li>• As curvas de custos de produção podem continuar a cair, devido a ganhos de eficiência, e podemos continuar a ver recordes de produção, mesmo nestes novos níveis de preços.</li> </ul>

**Visão da Western Asset:** os preços do petróleo têm seguido uma dinâmica própria do setor, e não significam, necessariamente, uma sinalização de recessão global.

<sup>2</sup> Contango: situação da curva de contratos futuros de commodities onde o preço futuro é mais alto do que o preço à vista.

## Mercados Locais

### Renda Fixa

O chamado governo Dilma 2.0 tinha dois pilares na área econômica: uma nova política fiscal e uma nova política monetária. A nova política fiscal, personificada em Joaquim Levy, tentaria conduzir as contas públicas para o superávit primário necessário para a estabilização do nível da dívida pública. A nova política monetária, que foi inaugurada apenas três dias após as eleições com a retomada do ciclo de alta da Selic, deixava claro o seu objetivo: trazer a inflação para a meta de 4,5% ao final de 2016. Eufemismos como “convergência não linear” e “política fiscal neutra” deixaram de fazer parte do vocabulário do BC.

Mas a vida é dura, e envolve mais do que decisões técnicas. Ajuste fiscal e nível de taxa de juros são decisões que afetam o crescimento econômico e, portanto, têm profundas implicações políticas. Em países onde as instituições de certa forma blindam as decisões técnicas, a tarefa fica um pouco mais fácil. No Brasil, algumas instituições foram criadas para facilitar a tarefa técnica: a incomunicabilidade entre Tesouro, Banco Central e Bancos Públicos, por um lado, e a autonomia do Banco Central, por outro, têm justamente o objetivo de tornar o equilíbrio fiscal e o controle da inflação, senão tarefas mais fáceis, pelo menos que não sejam sequestradas pelo populismo de qualquer cor.

O governo Dilma 1.0 notabilizou-se pelo enfraquecimento destas duas instituições: o episódio das “pedaladas fiscais” tornou frágil e pouco confiável a contabilidade pública, e a queda forçada das taxas de juros em 2011/12, mesmo sem a convergência da inflação, comprometeu a credibilidade do Banco Central. No início do novo mandato, portanto, o novo governo esforçou-se para recuperar estas duas instituições. O envio ao Congresso de uma proposta de orçamento deficitário em agosto, e a troca de Joaquim Levy por Nelson Barbosa no Ministério da Fazenda em dezembro, sinalizaram que o primeiro pilar, o da austeridade fiscal, chegou ao seu limite político. Em janeiro, foi a vez de sinalizar que o segundo pilar, o da política monetária austera, também chegou ao seu limite.

Em uma reviravolta que ainda merece esclarecimento, o COPOM decidiu pela manutenção da taxa SELIC em 14,25%, contrariando mensagens reiteradas de que o objetivo do Banco Central era de fazer a convergência da inflação de 2016 para, pelo menos, 6,5% (o teto da meta). Como as expectativas estão acima deste nível, o consenso era de que o COPOM retomaria o ciclo de aperto monetário, e as discussões se davam sobre o tamanho do ciclo. A mudança repentina de direção lembrou agosto de

2011, quando este mesmo COPOM começou a cortar a taxa SELIC, mesmo com as expectativas desancoradas, com base na piora do cenário internacional.

A necessidade do reinício do ciclo de aperto monetário não era um consenso entre os economistas. Os que eram contra, apontavam ou para a inutilidade da medida, em vista da necessidade do ajuste fiscal, ou para a não necessidade do aperto, dada a grande recessão em que estamos, e que já seria suficiente para fazer a convergência da inflação, ou ainda para o quão deletérios seriam os efeitos do aumento dos juros sobre o custo da dívida. De qualquer forma, o balanço de riscos apresentado pelo BC até dois dias antes do COPOM apontava para a outra direção: o aperto monetário seria necessário para fazer a inflação convergir para a meta. O problema, portanto, não foi não ter aumentado a taxa de juros; o problema foi ter afirmado que o objetivo era fazer a convergência da inflação, apontar o aperto monetário como instrumento para atingir este objetivo, e jogar tudo isso fora dois dias antes da reunião, com um argumento pouco convincente.

O efeito desta decisão, para o BC, foi o de perder a credibilidade que havia, a duras penas, recuperado no primeiro ano do mandato Dilma 2.0. De agora em diante, toda e qualquer sinalização de diretores do BC será filtrado pelo mercado. Como no ciclo de afrouxamento monetário de 2011/2012, por mais que o BC fale em convergência da inflação, não será esta a âncora das expectativas. A bem da verdade, os agentes neste momento estão perdidos, mas a tendência é, de agora em diante, dar mais peso para as influências políticas para tentar entender a trajetória futura da Selic.

No final do dia, assim como em 2011/12, o que vai valer é a inflação. Ficamos com inflação entre 6% e 6,5% durante 5 anos (de 2010 a 2014), sempre com o discurso de “convergência para a meta” presente em toda a comunicação do BC. Não foi à toa a perda de credibilidade. Agora, com a inflação fechando 2015 em 10,7%, e as expectativas para 2016 beirando os 8%, o espaço para o combate retórico à inflação diminuiu de maneira significativa. Não é à toa que a inflação implícita nas NTN-Bs esteja acima de 8% até onde a vista alcança. É a indicação mais palpável de que a inflação pode ser a variável de ajuste da economia brasileira.

### Câmbio

Vivemos mais um mês de desvalorização do Real (3,4% contra o Dólar). Mas, desta vez, foram os fatores globais que comandaram. Não só em janeiro, mas também nos últimos 12 meses, todas as moedas se desvalorizaram contra o Dólar. Em janeiro, o Real desvalorizou-se em linha com o Dólar Australiano, o Peso Colombiano, o Won da Coreia e até mesmo com o Franco Suíço e a Libra Esterlina. Ou seja, aparentemente, os fatores domésticos

deixaram de pesar na moeda, pelo menos por enquanto.

Aparentemente, o atual nível do Real é acima do necessário para recuperar o déficit nas contas correntes, como temos visto pelas sucessivas surpresas positivas na balança comercial nos últimos meses. Além disso, o montante de reservas internacionais parece ser mais do que suficiente para evitar um ataque especulativo contra a moeda. Por outro lado, a decisão do Copom de manter a Selic em 14,25% (e sinalizar que, provavelmente, não haverá elevações de taxa de juros este ano) poderia colocar alguma pressão sobre a moeda no curto prazo. De qualquer forma, o atual nível das taxas de juros continua a fazer qualquer aposta vendida no Real muito cara. Somando todos estes fatores, nós não vemos o Real muito acima do presente nível em termos permanentes, a não ser que o cenário político deteriore-se ainda mais, levando o risco-país a outro patamar.

## Bolsa

O ano de 2016 começou com o pé esquerdo para a bolsa. Mas, assim como o câmbio, o que comandou o espetáculo foi o cenário global, mais especificamente o receio de que a desaceleração chinesa afete a recuperação do crescimento global. Neste sentido, o IBrX (queda de 6,3%) não fez feio comparado com, por exemplo, o S&P (-6,0%), Frankfurt (-8,8%) e Nikkey (-8,0%), todos em suas respectivas moedas locais. Isto sem contar as bolsas chinesas (Shangai, -23,4%, Hong Kong, -10,1%), epicentro da crise.

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% em 2016 e 10% em 2017. Se este cenário se confirmar, o P/L da bolsa hoje, considerando os lucros de 2016, está em 16. Para manter este P/L no final de 2016 (sempre considerando o crescimento de lucros para o ano seguinte), a bolsa deveria subir 16,5% em 2016. Como 16 é um nível de P/L já bem acima da média histórica, manter este patamar já significa um objetivo bastante desafiador, a menos que ocorra uma melhora sensível do cenário econômico para 2017. Avaliamos que uma melhora sensível da percepção dos investidores, que poderia levar a um P/L ainda maior, somente ocorreria com uma mudança significativa dos rumos do governo.



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

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

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

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

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

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas. Além disso, o fraco desempenho econômico poderia abrir espaço para que o BC não elevasse as taxas de juros tanto quanto o mercado imaginava.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados de curto prazo, com vencimento Jan/17.	+	...positivos. As taxas de juros pré-fixadas de curto prazo recuaram de forma intensa depois da decisão do BC de não elevar as taxas de juros.
Crédito	...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.	-	... negativos, na medida em que os prêmios dos ativos de crédito abriram no mês.

**Fundos Tradicional RF:** em geral, desempenho acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas. Além disso, o fraco desempenho econômico poderia abrir espaço para que o BC não elevasse as taxas de juros tanto quanto o mercado imaginava.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados de curto prazo, com vencimento Jan/17.	+	...positivos. As taxas de juros pré-fixadas de curto prazo recuaram de forma intensa depois da decisão do BC de não elevar as taxas de juros.
Crédito	...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.	-	... negativos, na medida em que os prêmios dos ativos de crédito abriram no mês.

**Fundos IMA-B:** em geral, desempenho abaixo do benchmark (IMA-B), que subiu 1,91% no mês.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas. Além disso, o fraco desempenho econômico poderia abrir espaço para que o BC não elevasse as taxas de juros tanto quanto o mercado imaginava.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados de curto prazo, com vencimento Jan/17.	+	...positivos. As taxas de juros pré-fixadas de curto prazo recuaram de forma intensa depois da decisão do BC de não elevar as taxas de juros.
Crédito	...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.	-	... negativos, na medida em que os prêmios dos ativos de crédito abriram no mês.

## Temas e Estratégias

	Temas de investimento	Estratégias
Prefixados/Inflação	Em sua reunião de janeiro, o Banco Central surpreendeu o mercado ao não elevar a taxa Selic, e ao indicar, na ata, que a taxa deve permanecer constante enquanto as incertezas externas permanecerem.	Mantemos posições aplicadas na parte curta da curva de juros nominais. Movemos os vencimentos em direção a 2018, em função da forte queda nas taxas curtas ocorridas após o Copom de janeiro.

## Fundos Allocation

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil permaneceria elevada tanto pela fragilidade dos fundamentos econômicos locais, principalmente do lado fiscal, como pelas incertezas políticas que continuam acentuadas. Além disso, o fraco desempenho econômico poderia abrir espaço para que o BC não elevasse as taxas de juros tanto quanto o mercado imaginava.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados de curto prazo, com vencimento Jan/17.	+	...positivos. As taxas de juros pré-fixadas de curto prazo recuaram de forma intensa depois da decisão do BC de não elevar as taxas de juros.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.	+	... Positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio adicionou valor ao portfolio.
	...o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro e ao Franco Suíço em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente.	... mantivemos uma exposição comprada em Dólar frente às moedas Europeias.		
	...poderia haver uma diferenciação entre as moedas atreladas a commodities, sendo que as mais ligadas ao desempenho da economia dos EUA poderiam se beneficiar relativamente às mais atreladas à economia chinesa	... mantivemos, ao longo de boa parte do mês, posições compradas em peso mexicano contra posições vendidas em dólar australiano		
Outros	...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.	+	...positivos, na medida em que os fundos Multimercados renderam acima do benchmark no mês.

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

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... as taxas de juros reais em um patamar alto poderiam se configurar como uma oportunidade de investimento, ainda que apresentassem riscos por conta da deterioração da percepção de risco.	... mantivemos posicionamentos aplicados em juros reais de longo prazo, porém, como forma de proteção, mantivemos uma posição que se beneficiaria de um aumento da inclinação dos juros nominais.	+	... positivos. Por conta da decisão do BC de não elevar a taxa de juros, as taxas de juros de curto prazo cederam expressivamente, ao mesmo tempo em que a inclinação das taxas de juros nominais aumentou, beneficiando a performance do fundo.
Crédito	... 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.	=	...neutros, na medida em que os prêmios de crédito tiveram pouca influência na performance do fundo.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.	-	... Negativos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio subtraiu valor do portfólio.
	...o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro e ao Franco Suíço em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente.	... mantivemos uma exposição comprada em Dólar frente às moedas Europeias.		
	...poderia haver uma diferenciação entre as moedas atreladas a commodities, sendo que as mais ligadas ao desempenho da economia dos EUA poderiam se beneficiar relativamente às mais atreladas à economia chinesa	... mantivemos, ao longo de boa parte do mês, posições compradas em peso mexicano contra posições vendidas em dólar australiano		
Outros	...as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas.	...mantivemos posições aplicadas em juros globais	+	...as taxas de juros internacionais cederam, beneficiando a performance do fundo.

**Fundos Multitrading Advanced:** em geral, desempenho acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... as taxas de juros reais em um patamar alto poderiam se configurar como uma oportunidade de investimento, ainda que apresentassem riscos por conta da deterioração da percepção de risco.	... mantivemos posicionamentos aplicados em juros reais de longo prazo, porém, como forma de proteção, mantivemos uma posição que se beneficiaria de um aumento da inclinação dos juros nominais.	+	... positivos. Por conta da decisão do BC de não elevar a taxa de juros, as taxas de juros de curto prazo cederam expressivamente, ao mesmo tempo em que a inclinação das taxas de juros nominais aumentou, beneficiando a performance do fundo.
Crédito	... 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.	=	...neutros, na medida em que os prêmios de crédito tiveram pouca influência na performance do fundo.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.	+	... Positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio adicionou valor ao portfólio.
	...o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro e ao Franco Suíço em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente.	...mantivemos um exposição comprada em dólar frente às moedas europeias.		
	...poderia haver uma diferenciação entre as moedas atreladas a commodities, sendo que as mais ligadas ao desempenho da economia dos EUA poderiam se beneficiar relativamente às mais atreladas à economia chinesa	... mantivemos, ao longo de boa parte do mês, posições compradas em peso mexicano contra posições vendidas em dólar australiano		
Bolsas	...exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio.	... movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs	-	... negativos. Os posicionamentos em renda variável subtraíram valor do portfólio.
Outros	...as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas.	...mantivemos posições aplicadas em juros globais	+	...as taxas de juros internacionais cederam, beneficiando a performance do fundo.

**Fundos Multitrading Alpha:** em geral, desempenho acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... as taxas de juros reais em um patamar alto poderiam se configurar como uma oportunidade de investimento, ainda que apresentassem riscos por conta da deterioração da percepção de risco.	... mantivemos posicionamentos aplicados em juros reais de longo prazo, porém, como forma de proteção, mantivemos uma posição que se beneficiaria de um aumento da inclinação dos juros nominais.	+	... positivos. Por conta da decisão do BC de não elevar a taxa de juros, as taxas de juros de curto prazo cederam expressivamente, ao mesmo tempo em que a inclinação das taxas de juros nominais aumentou, beneficiando a performance do fundo.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.	+	... Positivos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio adicionou valor ao portfólio.
	...o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro e ao Franco Suíço em função de a economia americana mostrar sinais de recuperação mais contundentes do que as economias do velho continente.	... mantivemos uma exposição comprada em Dólar frente às moedas Europeias.		
	...poderia haver uma diferenciação entre as moedas atreladas a commodities, sendo que as mais ligadas ao desempenho da economia dos EUA poderiam se beneficiar relativamente às mais atreladas à economia chinesa	... mantivemos, ao longo de boa parte do mês, posições compradas em peso mexicano contra posições vendidas em dólar australiano		
Bolsas	...exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio.	... movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs	-	...negativos. Os posicionamentos em renda variável subtraíram valor do portfólio.
Outros	...as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas.	...mantivemos posições aplicadas em juros globais	+	...as taxas de juros internacionais cederam, beneficiando a performance do fundo.

## Temas e Estratégias

Temas de investimento	Estratégias
<p><b>Banco Central não sobe o juro na reunião do Copom.</b> A autoridade monetária sinalizou desconforto com o cenário atual e parece não estar disposto a subir o juro por conta de atividade econômica bem fraca.</p>	<p>A curva de juros cedeu diminuindo o prêmio. O mercado acredita que não haverá alta de juros e começa a especular a possibilidade de corte de taxa Selic em 2016. Considerando uma perspectiva de inflação mais alta e atividade econômica bem mais fraca, nos faz concluir que a estabilidade da taxa pode ser o cenário básico. Com isso, os fundos mantiveram posição aplicada em juros curtos e tomada em juros mais longos.</p>
<p><b>Riscos ainda grandes, moeda brasileira apreciou.</b> A incerteza permanece elevada e o ajuste que nossa conta corrente tem apresentado parecem dar um certo alívio à moeda. Cenário político continua instável, o que pode estimular um movimento de maior aversão ao risco.</p>	<p>Os fundos multimercados buscaram manter uma posição menor comprada em dólares e vendida em Reais ao longo do mês, como uma forma de proteção para uma eventual piora significativa na avaliação de risco do país, o que ocorreu, mesmo com as contas externas apresentando um resultado melhor. Os fundos carregam uma posição comprada relativamente pequena e julgamos ser um hedge importante para a carteira.</p>
<p><b>Principais Bancos Centrais em trajetórias divergentes.</b> O Banco Central Americano pausou a alta de juros e sinalizou que vai analisar os desenvolvimentos econômicos. Enquanto isso, Europa aumenta os estímulos monetários e Japão cortou a taxa de juros surpreendendo o mercado.</p>	<p>Os fundos multimercados mantiveram uma pequena posição comprada em dólares contra outras moedas ao longo do mês, em particular moedas do bloco europeu. A divergência tem perdido força entre as autoridades monetárias, mas ainda tende a favorecer a moeda norte americana e enfraquecer o Euro.</p>
<p><b>Perspectivas difíceis para a bolsa brasileira.</b> Cada vez mais se consolida a percepção de que o Brasil tende a apresentar contração de produto no próximo ano, com inflação em alta. Com isso, a perspectiva para os resultados das empresas também fica mais desafiadora.</p>	<p>Os fundos multimercados têm mantido posição próxima à neutralidade no direcional de bolsa. A composição da carteira de ações apresenta característica mais defensiva, como uma tentativa de proteção neste ambiente de maior incerteza.</p>



**Fundos Ibovespa Ativo:** em geral, desempenho acima do benchmark, que caiu 6,79% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
... a Rumo Logística teria dificuldades de implementar o aumento de capital necessário para fazer frente aos pesados investimentos que a companhia pretende realizar.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>Rumo Logística</b> .	+	...positivos. As ações da empresa seguiram uma espiral negativa após a queda do mercado como um todo no início do mês. Os investidores ficaram mais preocupados com relação ao aumento de capital anunciado em Dezembro, dado que o preço estabelecido na época começou a ficar cada vez mais distante do preço do mercado e o risco da operação não ocorrer aumentou. Em 15/01, a empresa cancelou o plano original e informou que está estudando uma nova oferta de cerca de R\$ 2 bilhões.
... apesar dos desafios que se colocam ao varejo como um todo, acreditamos que a Renner tenha um modelo de negócios vencedor, uma rede de fornecedores confiáveis, e certamente o melhor time de gestão do setor. A fraqueza recente da ação propiciou iniciarmos uma montagem de posição com um bom retorno esperado.	...mantivemos posição acima do benchmark em <b>Lojas Renner</b> .	+	...positivos. Apesar do temor de desaceleração presente na mente dos investidores, o papel performou melhor que a média do mercado sem uma razão específica aparentemente.
...apesar do cenário para o setor de açúcar e etanol ainda permanecer desafiador, os papéis de São Martinho poderiam se beneficiar de um potencial aumento da taxa da CIDE na gasolina, o qual impactaria positivamente os preços do etanol. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um <i>valuation</i> atrativo dado a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.	...mantivemos posição acima do benchmark em <b>São Martinho</b> .	+	...positivos. Os papéis da companhia foram beneficiados com a perspectiva de que a Petrobras não venha a reduzir o preço do diesel e gasolina no curto prazo.
...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 <b>Suzano</b> .	-	...negativos. A ação sofreu depois de um <i>guidance</i> dado pelo <i>management</i> da empresa, apontando resultados mais fracos no 4tri15, em função de preços de celulose um pouco mais pressionados. A ação também sofreu por conta da relativa resiliência do Real no mês de janeiro, que desvalorizou-se menos que uma cesta de moedas.

**Fundos de Retorno Absoluto:** rentabilidade acima do Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
...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 <b>WEG</b> .	+	...positivos. Os papéis da empresa tiveram um desempenho positivo mais ligado a questões técnicas do mercado como por exemplo, a entrada da ação no Ibovespa.
...apesar do cenário para o setor de açúcar e etanol ainda permanecer desafiador, os papéis de São Martinho poderiam se beneficiar de um potencial aumento da taxa da CIDE na gasolina, o qual impactaria positivamente os preços do etanol. Além disso, considerávamos que as ações estavam com um <i>valuation</i> atrativo dado a capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa e seu baixo custo de produção.	...mantivemos posição acima do benchmark em <b>São Martinho</b> .	+	...positivos. Os papéis da companhia foram beneficiados com a perspectiva de que a Petrobras não venha a reduzir o preço do diesel e gasolina no curto prazo.
... apesar dos desafios que se colocam ao varejo como um todo, acreditamos que a Renner tenha um modelo de negócios vencedor, uma rede de fornecedores confiáveis, e certamente o melhor time de gestão do setor. A fraqueza recente da ação propiciou iniciarmos uma montagem de posição com um bom retorno esperado.	...mantivemos posição acima do benchmark em <b>Lojas Renner</b> .	+	...positivos. Apesar do temor de desaceleração presente na mente dos investidores, o papel performou melhor que a média do mercado sem uma razão específica aparentemente.

**Fundos de Sustentabilidade Empresarial:** rentabilidade abaixo do benchmark (ISE), que caiu 5,03% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
...dentro do setor de papel e celulose, Suzano continuaria se beneficiando do processo de franca desalavancagem financeira ajudada por uma boa combinação de crescimento de volume de vendas, preços estáveis de celulose e redução de CAPEX (dado a conclusão do projeto no Maranhão). Além disso, a empresa possui exposição à economia global e uma certa proteção cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em <b>Suzano</b> .	-	...negativos. A ação sofreu depois de um <i>guidance</i> dado pelo <i>management</i> da empresa, apontando resultados mais fracos no 4tri15, em função de preços de celulose um pouco mais pressionados. A ação também sofreu por conta da relativa resiliência do Real no mês de janeiro, que desvalorizou-se menos que uma cesta de moedas.
...a continuidade da deterioração nos indicadores de tráfego e as questões de governança corporativa continuariam a pesar sobre o papel.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>Eco Rodovias</b> .	+	...positivos. Após a efetivação da reestruturação do bloco de controle, com a entrada do grupo Gaveo, o mercado penalizou os papéis pela ausência de tag along e perspectiva de manutenção do management atual.

**Fundos de Dividendos:** rentabilidade acima do IDIV, que caiu 9,55% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em <b>Vale</b> .	+
...apesar da atual deterioração da atividade econômica brasileira, e conseqüente impacto negativo nas vendas de produtos de consumo, a Ambev tenderia a compensar este movimento com fortes preços no Brasil e controle de margens operacionais.	...mantivemos posição acima do benchmark em <b>AMBEV</b> .	+
... apesar dos desafios que se colocam ao varejo como um todo, acreditamos que a Renner tenha um modelo de negócios vencedor, uma rede de fornecedores confiáveis, e certamente o melhor time de gestão do setor. A fraqueza recente da ação propiciou iniciarmos uma montagem de posição com um bom retorno esperado.	...mantivemos posição acima do benchmark em <b>Lojas Renner</b> .	+

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

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
... apesar da nossa visão positiva para a empresa, reconhecemos que as investigações ligando a companhia e o BNDES (cujo auxílio foi determinante para forjar a base de ativos da companhia) a acusações de corrupção e tráfico de influências deve dominar a precificação de suas ações.	...mantivemos posição <i>short</i> em <b>JBSS3</b> .	+
...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.	...montamos posição <i>short</i> em <b>VALE5</b> .	+
...o Grupo Pão de Açúcar mesmo abrindo 200 lojas em formato pequeno, não teria um crescimento da receita muito forte devido ao ambiente econômico desfavorável e à forte concorrência. Além disso, as dúvidas sobre a execução das operações poderiam continuar impactando os papéis no curto prazo.	...montamos uma posição <i>short</i> em <b>PCAR4</b> .	+

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	Identificamos um cenário mais desafiador para a qualidade das carteiras de crédito dos bancos. 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, acreditamos que os <i>spreads</i> bancários se mantenham em níveis altos durante esse período desfavorável, atenuando os efeitos negativos acima citados. 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 abaixo 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	Acima do 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, voltamos a aumentar nossa posição em papel e celulose através da Klabin. 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. No caso específico de Klabin, pesa também a iminente entrada em operação do projeto Puma, que contribuirá sobremaneira com a geração de caixa da empresa. Por fim, temos posição acima do benchmark em agrícolas, centrada em São Martinho (SMT0), novamente pela exposição cambial, além da excelência operacional e forte evolução dos indicadores financeiros da companhia, com destaque para a geração de caixa. Além disso, temos visão positiva para o preço internacional do açúcar, o que deve contribuir de forma material com os resultados da empresa. 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 2 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. 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	Acima do 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.

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

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

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

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

# Fundos de Investimento para Investidores Individuais

Janeiro/2016



WESTERN ASSET

Tipo CVM	Fundo	Rentabilidade					Patrimônio		Taxa de adm. / perf.	Aplic. inicial	Data de início
		Jan 16	2015	12 Meses	24 Meses*	36 Meses*	Médio 12 meses**	29 jan 16			
Referenciado	(1) <b>Western Asset Invest DI FI Referenciado</b>	<b>1,08%</b>	<b>1,08%</b>	<b>13,27%</b>	<b>12,01%</b>	<b>10,73%</b>	R\$ 87,9 milhões	R\$ 91,9 milhões	0,30%	não há	12/11/2002
	Benchmark: CDI	1,05%	1,05%	13,37%	12,13%	10,85%					
	% CDI	102,1%	102,1%	99,3%	99,0%	98,9%					
	(2) <b>Western Asset Hedge Dólar FI Referenciado</b>	<b>1,07%</b>	<b>1,07%</b>	<b>48,61%</b>	<b>28,37%</b>	<b>26,20%</b>	R\$ 147,2 milhões	R\$ 197,5 milhões	1,00%	R\$ 25 mil	02/10/1995
	Benchmark: PTAX	3,53%	3,53%	51,85%	29,08%	26,69%					
	+/- (em relação à PTAX)	-2,46%	-2,46%	-3,25%	-0,71%	-0,49%					
Renda Fixa	(3) <b>Western Asset Crédito Corporativo FI RF Créd. Privado</b>	<b>0,92%</b>	<b>0,92%</b>	<b>13,91%</b>	-	-	R\$ 57,3 milhões	R\$ 60,8 milhões	0,50%	R\$ 15 mil	29/10/2014
	Benchmark: CDI	1,05%	1,05%	13,37%	-	-					
	% CDI	87,1%	87,1%	104,0%	-	-					
	(4) <b>Western Asset IMA-B Ativo FI RF</b>	<b>2,07%</b>	<b>2,07%</b>	<b>6,67%</b>	<b>13,61%</b>	<b>3,74%</b>	R\$ 81,3 milhões	R\$ 60 milhões	0,50%	R\$ 25 mil	24/09/2010
	Benchmark: IMA-B	1,91%	1,91%	7,61%	14,21%	4,39%					
	+/- (em relação ao IMA-B)	0,15%	0,15%	-0,93%	-0,59%	-0,65%					
	(5) <b>Western Asset IMA-B5 Ativo FI RF</b>	<b>4,07%</b>	<b>4,07%</b>	<b>15,14%</b>	<b>31,99%</b>	-	R\$ 109,4 milhões	R\$ 157,6 milhões	0,40%	R\$ 25 mil	27/08/2013
	Benchmark: IMA-B5	2,97%	2,97%	16,49%	33,78%	-					
	+/- (em relação ao IMA-B5)	1,10%	1,10%	-1,36%	-1,80%	-					
	(6) <b>Western Asset IMA-G (ex-C) FI RF</b>	<b>2,47%</b>	<b>2,47%</b>	<b>9,08%</b>	<b>12,20%</b>	<b>6,74%</b>	R\$ 60,9 milhões	R\$ 63,8 milhões	0,35%	R\$ 25 mil	06/09/2011
Benchmark: IMA-G (ex C)	2,02%	2,02%	9,19%	12,36%	7,32%						
+/- (em relação ao IMA-G ex-C)	0,45%	0,45%	-0,10%	-0,16%	-0,59%						
	(7) <b>Western Asset RF Ativo FI</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,02%</b>	<b>13,22%</b>	<b>12,34%</b>	<b>10,17%</b>	R\$ 758,2 milhões	R\$ 681,1 milhões	0,40%	R\$25 mil	21/03/2000
	Benchmark: CDI	1,05%	1,05%	13,37%	12,13%	10,85%					
	% CDI	191,6%	191,6%	98,9%	101,7%	93,7%					
	(8) <b>Western Asset Tradicional FI RF</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,32%</b>	<b>13,26%</b>	<b>12,23%</b>	<b>10,64%</b>	R\$ 54,9 milhões	R\$ 57,2 milhões	0,30%	R\$ 25 mil	04/02/2002
	Benchmark: CDI	1,05%	1,05%	13,37%	12,13%	10,85%					
	% CDI	124,8%	124,8%	99,1%	100,8%	98,1%					
Multimercado	(9) <b>Western Asset Dinâmico FIM</b>	<b>1,17%</b>	<b>1,17%</b>	<b>14,89%</b>	<b>13,00%</b>	<b>10,98%</b>	R\$ 117,4 milhões	R\$ 166,3 milhões	1,00%	R\$ 15 mil	11/11/2003
	Benchmark: CDI	1,05%	1,05%	13,37%	12,13%	10,85%					
	% CDI	111,1%	111,1%	111,3%	107,1%	101,2%					
	(10) <b>Western Asset Multi Return FIM</b>	<b>1,08%</b>	<b>1,08%</b>	<b>13,96%</b>	<b>12,43%</b>	<b>10,78%</b>	R\$ 32,8 milhões	R\$ 36,7 milhões	0,8%+20% sobre o que exceder 100% CDI	R\$ 15 mil	29/11/2007
	Benchmark: CDI	1,05%	1,05%	13,37%	12,13%	10,85%					
% CDI	102,2%	102,2%	104,4%	102,5%	99,4%						
	(11) <b>Western Asset Multitrading H Multimercado FI</b>	<b>1,33%</b>	<b>1,33%</b>	<b>13,97%</b>	<b>13,21%</b>	<b>10,64%</b>	R\$ 151,2 milhões	R\$ 159,2 milhões	1,10%	R\$ 25 mil	11/11/2003
	Benchmark: CDI	1,05%	1,05%	13,37%	12,13%	10,85%					
	% CDI	126,5%	126,5%	104,5%	108,8%	98,1%					
	(12) <b>Western Asset US Index 500 FIM</b>	<b>-6,00%</b>	<b>-6,00%</b>	<b>8,24%</b>	<b>15,75%</b>	-	R\$ 208,4 milhões	R\$ 166,1 milhões	1,00%	R\$ 25 mil	30/04/2013
	Benchmark: S&P500*	-5,07%	-5,07%	-2,74%	4,33%	-					
	+/- (em relação ao S&P500*)	-0,93%	-0,93%	10,98%	11,42%	-					
Ações	(13) <b>Western Asset Dividend Yield FIA</b>	<b>-2,70%</b>	<b>-2,70%</b>	<b>-13,19%</b>	<b>-5,69%</b>	<b>-8,19%</b>	R\$ 47,8 milhões	R\$ 34,4 milhões	2,00%	R\$ 5 mil	02/07/2010
	Indicador de Referência: IDIV	-9,55%	-9,55%	-26,12%	-23,84%	-19,33%					
	+/- (em relação ao IDIV)	6,85%	6,85%	12,93%	18,15%	11,14%					
	(14) <b>Western Asset FIA BDR Nível I</b>	<b>-4,06%</b>	<b>-4,06%</b>	<b>59,34%</b>	-	-	R\$ 79,9 milhões	R\$ 131,1 milhões	1,50%	R\$ 25 mil	06/05/2014
	Indicador de Referência: S&P500* (em RS)	-1,72%	-1,72%	47,69%	-	-					
	+/- (em relação ao S&P500* em RS)	-2,34%	-2,34%	11,66%	-	-					
	(15) <b>Western Asset Ibovespa Ativo FIA</b>	<b>-6,30%</b>	<b>-6,30%</b>	<b>-14,41%</b>	<b>-8,91%</b>	<b>-12,15%</b>	R\$ 20,2 milhões	R\$ 14,6 milhões	1,00%	R\$ 5 mil	07/07/1997
	Benchmark: Ibovespa	-6,79%	-6,79%	-13,86%	-7,90%	-12,23%					
+/- (em relação ao Ibovespa)	0,49%	0,49%	-0,55%	-1,00%	0,09%						
	(16) <b>Western Asset Prev IBrX Alpha FIA</b>	<b>-5,39%</b>	<b>-5,39%</b>	<b>-10,48%</b>	<b>-7,63%</b>	-	R\$ 30,9 milhões	R\$ 34,2 milhões	0,75%+20% sobre o que exceder 100% IBRX	R\$ 300 mil	26/02/2013
	Benchmark: IBRX	-6,25%	-6,25%	-12,76%	-6,77%	-					
	+/- (em relação ao IBRX)	0,86%	0,86%	2,27%	-0,86%	-					
	(17) <b>Western Asset Selection Ações FIC FIA</b>	<b>-3,46%</b>	<b>-3,46%</b>	<b>-6,72%</b>	<b>-6,54%</b>	<b>-9,50%</b>	R\$ 2,4 milhões	R\$ 1,7 milhões	2%+20% sobre o que exceder 100% IBOV	R\$ 5 mil	14/05/2007
	Indicador de Referência: Ibovespa	-6,79%	-6,79%	-13,86%	-7,90%	-12,23%					
	+/- (em relação ao Ibovespa)	3,33%	3,33%	7,14%	1,37%	2,73%					
	(18) <b>Western Asset Sustentabilidade Empresarial FIA</b>	<b>-4,80%</b>	<b>-4,80%</b>	<b>-13,98%</b>	<b>-7,79%</b>	<b>-8,34%</b>	R\$ 41,9 milhões	R\$ 32,4 milhões	2,00%	R\$ 5 mil	23/08/2010
	Benchmark: ISE	-5,03%	-5,03%	-12,22%	-6,68%	-6,36%					
	+/- (em relação ao ISE)	0,22%	0,22%	-1,76%	-1,11%	-1,98%					

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

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2016. Este material de divulgação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos distribuidores, clientes e seus respectivos consultores de investimentos. Portanto, esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.