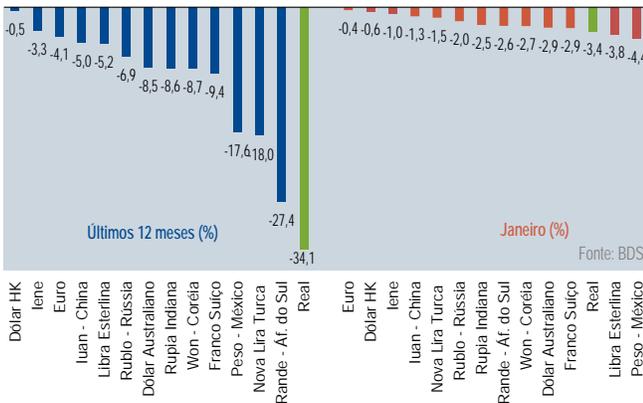


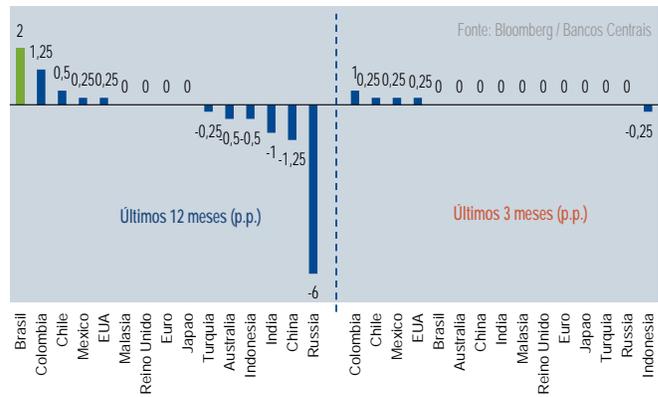
Moedas (contra o dólar)

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



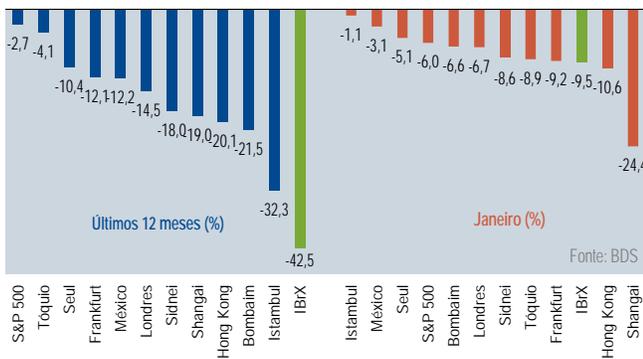
Taxas básicas de juros - variação

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.



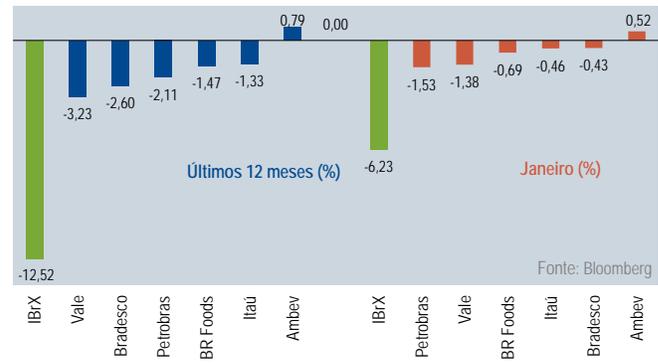
Bolsas do mundo (em dólar)

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



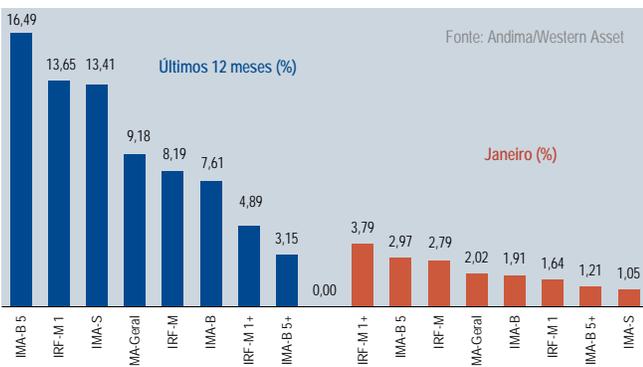
Principais contribuições para o IBrX

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.



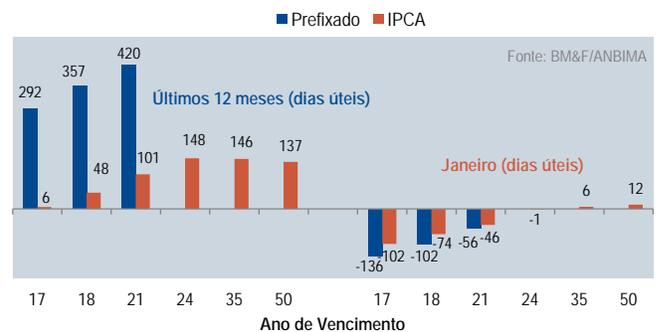
Renda fixa local - I

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"> 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. O crescimento da renda tem sido ao redor de 4%, principalmente devido ao aumento do emprego, uma vez que os salários não subiram. Os estoques irão subtrair 0,8 pontos percentuais do PIB do 4º tri, portanto parte da fraqueza é transitória. O índice de confiança do setor de serviços continua sustentado, apesar da contração do índice de confiança do setor industrial. Os preços mais baixos da gasolina têm efeito benéfico sobre o consumo (o índice de confiança dos consumidores ainda está alto). 	<ul style="list-style-type: none"> 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. Vendas de automóveis também recuaram em dezembro. As condições financeiras estão consideravelmente mais apertadas: o GS FCI¹ está mais apertado do que estava em 2011 (nota: uma boa parte da explicação para o GS FCI é o dólar mais forte).

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.

¹ 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"> 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). 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. 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. 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. 	<ul style="list-style-type: none"> 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. 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). 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.

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"> • 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). • 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. • Dados de atividade global têm ficado mais ou menos estáveis. 	<ul style="list-style-type: none"> • 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. • A revisão para baixo no crescimento econômico das economias emergentes tem sido significativa. Estabilidade nos EUA, Europa e Japão não será suficiente para compensar. • 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”.

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"> • Curva futura do petróleo ainda em contango², preços mais altos do petróleo esperados para o fim de 2016 (US\$7 de diferença entre os contratos de 12 meses e 1 mês). • 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). • 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. 	<ul style="list-style-type: none"> • 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>. • 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 • 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.

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

² 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 Nikkei (-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.

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

Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP, CEP 04543-011.

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

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

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