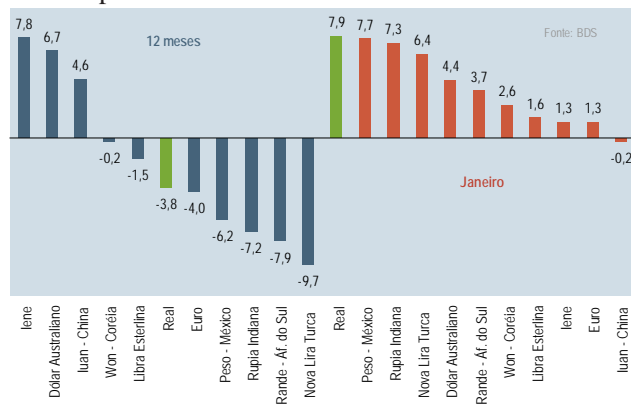




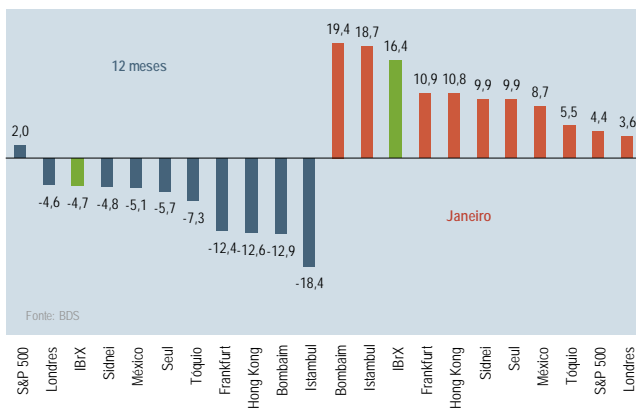
### Moedas (contra o dólar)

O real foi a moeda que mais se desvalorizou no mês entre as mais relevantes, em um mês de valorização do dólar. O exato espelho de dezembro.



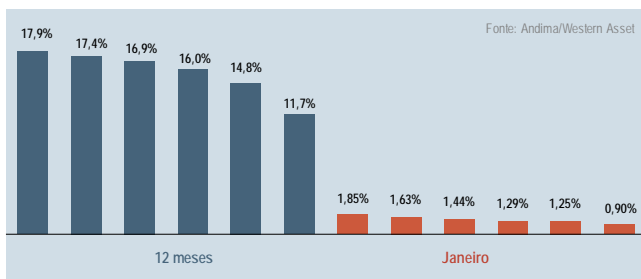
### Bolsas do mundo (em dólar)

O IBRX começou o ano recuperando-se em relação a outras bolsas no mundo.



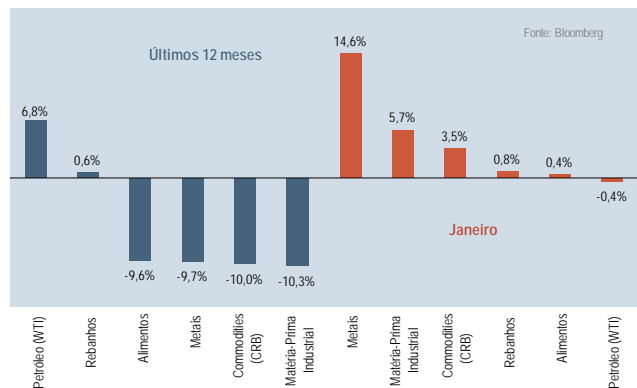
### Renda fixa local

Com o COPOM sinalizando SELIC de um dígito, os títulos de vencimentos mais curtos foram os destaques do mês.



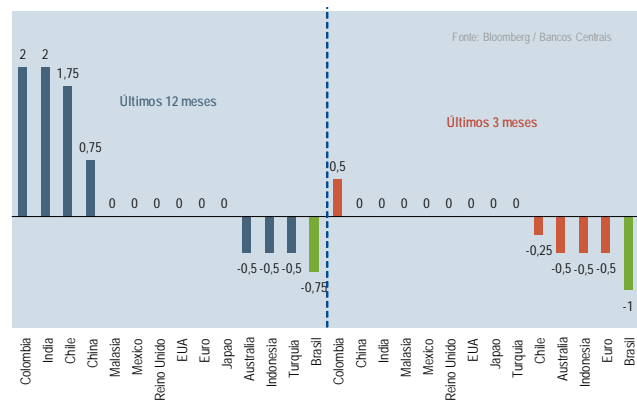
### Índice de Commodities do Banco Central

Em um mês de diminuição da aversão a risco, as commodities foram destaque.



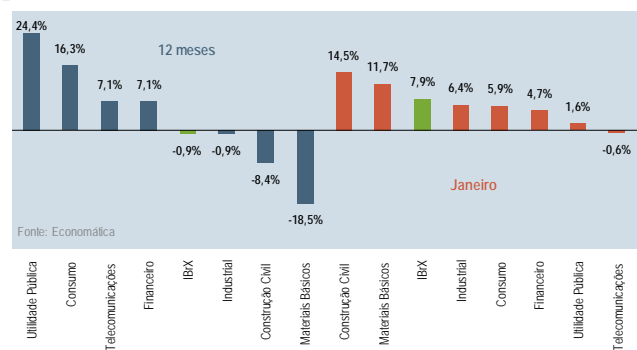
### Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua sendo o país que mais cortou taxa de juros nos últimos 3 meses, e agora também nos últimos 12 meses.



### Bolsa local

Janeiro foi o espelho de dezembro: os setores de Construção Civil e Materiais Básicos foram os destaques positivos, enquanto Telecomunicações e Utilidade Pública ficaram para trás.



## O QUE ACONTECEU

### *Internacional*

O ano começou com especulações de que a Fitch e a S&P poderiam rebaixar a nota de crédito da França. A Fitch negou, mas a S&P, de fato, cortou não só o rating da França, mas também o de outros 15 países da zona do euro, incluindo a Itália, que teve a sua nota rebaixada em dois níveis, para BBB+. A perspectiva é negativa, ou seja, há uma chance em três de que a nota sofra um novo rebaixamento até o fim de 2013. Ainda no campo das notícias negativas, o impasse sobre a renegociação da dívida grega continua, principalmente em torno da taxa dos novos títulos. Com o acordo firmado, o país poderá receber o segundo pacote de ajuda da União Europeia e do FMI para cobrir um vencimento de €14,5 bilhões em dívidas em março. A boa notícia é que, mesmo com rating menor, a Espanha conseguiu vender títulos soberanos a um custo inferior ao do leilão anterior, e somou-se aos outros países europeus que também tiveram êxito em leilões de dívidas. Com os leilões realizados neste mês, a Espanha completou quase 20% de toda rolagem de títulos esperada para 2012.

E os EUA parecem definitivamente estar entrando em uma trajetória mais consistente de recuperação. Os últimos dados de atividade referentes a 2011 mostram uma economia bem mais saudável. Alguns exemplos: o ISM da atividade manufatureira registrou 53,9 pontos em dezembro, acima do consenso de 53,4 pontos e dos 52,7 pontos registrados no mês anterior. Foram criadas 200 mil vagas em dezembro, acima da expectativa, que era de 155 mil. Com esses dados, a taxa de desemprego recuou a 8,5%, contra 9,4% um ano antes. O Livro Bege do Federal Reserve trouxe uma perspectiva um pouco melhor sobre a economia do país, que mostrou crescimento nas últimas seis semanas de 2011 em todas as 12 regiões analisadas. Além disso, o índice de confiança do consumidor subiu em Janeiro, atingindo 74,0, maior nível desde maio/11. Ajudou também a safra de balanços, com destaque para os números acima das expectativas de bancos como Wells Fargo, Bank of America e Morgan Stanley.

Ainda nos EUA, o FED manteve a taxa juros dentro do intervalo entre 0% e 0,25%, mas surpreendeu o mercado ao afirmar que deverá mantê-la nesse patamar até o final de 2014, prolongando o prazo anterior, que ia até meados de 2013. Outra novidade foi a adoção explícita de uma meta de inflação de 2,0% a.a., fato este que surpreendeu mais pela postura do que pelo número em si, uma vez que o mercado já trabalhava informalmente com essa taxa. O comunicado do FED gerou bastante otimismo entre os investidores.

Por fim, tivemos dados positivos também na China: os números do PIB no 4º trimestre, das vendas no varejo e da produção industrial em dezembro superaram as expectativas. O crescimento do PIB durante o ano chegou a 9,2% (8,9% no 4º trimestre), contra expectativa de 8,7%. Os dados reforçaram a percepção de que a economia chinesa está em uma trajetória de desaceleração suave. Além disso, a divulgação da desaceleração da inflação em dezembro aumentou a expectativa da adoção de novas medidas de estímulo monetário.

### *Brasil*

E a inflação de 2011 fechou exatamente no topo da meta (6,5%). A divulgação do IPCA de dezembro (0,50%, abaixo do consenso de 0,55%), livrou o BC de ter que elaborar um relatório justificando a perda da meta. A surpresa ficou por conta da menor pressão do grupo de alimentos e da maior deflação do grupo de artigos de residência, refletindo o impacto da redução do IPI para eletrodomésticos.

Os dados de atividade econômica divulgados em janeiro mostram alguma recuperação na margem. Por exemplo, o IBC-Br (índice de atividade do BC) de novembro subiu 1,15% em relação ao mês anterior, superando as expectativas do mercado, em linha com a recuperação já sinalizada pelos dados de produção industrial e vendas no varejo divulgados anteriormente. O bom resultado desse indicador não altera as projeções para o PIB no 4º trimestre, mas tira o viés de estagnação que começava a predominar no mercado. Os números de emprego continuam fortes, com o desemprego do IBGE atingindo mais uma vez a mínima histórica (5,5%) em dezembro.

A curva de juros começou o mês ainda refletindo o conteúdo do último Relatório Trimestral de Inflação, divulgado pelo BC em dezembro. As taxas voltaram a subir, com a expectativa de que a autoridade adotasse uma postura mais conservadora do que o esperado anteriormente. O COPOM reduziu a taxa SELIC para 10,50% a.a., sem sinalizar nenhuma mudança no tamanho do ciclo de ajuste das condições monetárias. No entanto, esse movimento reverteu-se fortemente após a divulgação da ata da reunião, que atribuiu “elevada probabilidade à concretização de um cenário que contempla a taxa SELIC se deslocando para patamares de um dígito”. Os juros futuros apresentaram forte queda na ponta mais curta: os vencimentos da curva prefixada jan/13 e jan/15 recuaram, respectivamente, 51 e 27 pontos-base, enquanto o jan/17 avançou 5 pontos-base. Portanto, a inclinação entre o Jan13 e o Jan17 aumentou de 92 para 140 pontos-base no mês. A curva das NTN-B também recuou, com destaque para os vencimentos mais curtos: o

mai/13, o ago/20 e o mai/45 recuaram, respectivamente, 59, 15 e 1 pontos-base.

Com a diminuição da aversão ao risco, e a volta do fluxo de investimentos em portfólio, o real valorizou-se 7,9% no mês contra o dólar, e 6,5% contra o euro e contra o iene, sendo destaque entre as moedas no mundo.

O comportamento da bolsa em janeiro foi o exato espelho do que havia acontecido em dezembro. O Ibovespa subiu 11,1%, enquanto o IBRX subiu 7,9%. A diferença entre os dois índices se deveu principalmente à maior participação do setor de Construção Civil no primeiro, setor este que foi um dos destaques positivos no mês, tendo subido 11,7%, ao lado do setor de Materiais Básicos, que subiu 14,5%. Estes dois setores haviam sido muito penalizados em dezembro. Por outro lado, setores que haviam apresentado bons desempenhos em dezembro, como Energia Elétrica e Consumo, puxaram para baixo os índices, com retornos, respectivamente, de -0,6% e +4,7% no mês.

## O QUE ESPERAMOS

### *Internacional*

Até parece que o mercado estava aguardando o fim de 2011 para se livrar do pessimismo. Não que tenha acontecido algo de substancialmente diferente entre os dias 31 de dezembro e 1º de janeiro. A se julgar pelas notícias dos jornais e pelos artigos dos analistas, nada mudou de realmente relevante. Mas os mercados começaram a querer ver o copo meio cheio.

Na Europa, a linha de crédito do BCE a 523 bancos da zona do euro, no valor total de €489 bilhões, foi vista como um divisor de águas. Além de melhorar a liquidez do sistema interbancário, a oferta de financiamento aparentemente estimulou a compra, por parte dos bancos, de títulos soberanos europeus que apresentam retorno elevado, forçando a taxa desses títulos para baixo. Assim, além de tornar mais remota a hipótese de quebra do sistema financeiro europeu, esta iniciativa do BCE ajudou a diminuir as taxas dos títulos soberanos. Por exemplo, o título de 10 anos da Itália, que estava sendo negociado a 7,1% ao ano no fim de 2011, acabou janeiro sendo negociado por volta de 6,0% ao ano. Ainda é uma taxa muito alta, sem dúvida, se considerarmos que estes títulos estavam sendo negociados abaixo de 5,0% no início do ano. Mas trata-se de um progresso e tanto, considerando o estresse a que este mercado estava submetido no final do ano passado.

Mais um sinal de que os mercados estão olhando para o outro lado agora foram as idas e vindas sobre a renegociação da rolagem da dívida da Grécia com credores privados. Alguns meses atrás, este tipo de indefinição colocaria os mercados à beira de um ataque de nervos. Agora que a crise já chegou até a Itália e a Espanha, um *default* da Grécia não parece assustar mais. Nesta categoria de notícias ruins que foram ignoradas pelos mercados, podemos colocar também o rebaixamento das notas de crédito de 16 países da zona do euro, incluindo a França, que perdeu o seu “AAA”.

Outro sinal de que o humor do mercado mudou foi a reação à ata da reunião do FOMC que decidiu, pela 26ª vez seguida, manter a taxa de juros em zero. Não tanto em relação à decisão, mas ao fato dos diretores do FED terem sinalizado taxas muito baixas até o final de 2014. Fosse outro o momento, esta decisão seria interpretada como um sinal de que a situação da economia norte-americana estava muito pior do que avaliava o consenso do mercado, e seria a senha para novas quedas de preços. Entretanto, no atual contexto de recuperação de atividade econômica, este comunicado foi muito bem recebido pelos mercados, reforçando o movimento de alta.

Mas, depois deste rali de janeiro, a pergunta do milhão é a seguinte: foi para valer, ou será mais uma recuperação de fôlego curto? É sempre muito difícil este tipo de avaliação. Em primeiro lugar, é preciso não se iludir: os problemas da Europa continuam gigantescos. Serão necessários ainda muitos anos de muito trabalho duro para que a região possa voltar a crescer de maneira consistente. No entanto, o risco de uma crise bancária aparentemente está afastado, o que melhora em muito as condições básicas para a solução dos problemas mais estruturais. Além disso, a recuperação da economia norte-americana, aliado à desaceleração apenas suave da economia chinesa, contribui para melhorar as condições sob as quais os europeus precisam fazer o seu trabalho. Claro, a premissa para que os mercados sigam melhorando é a de que os europeus continuem avançando na agenda das reformas estruturais, que garanta a solvência e o crescimento no longo prazo em uma zona do euro que permaneça unida. E é este ponto que deve ainda causar dor de cabeça aos investidores, pois definitivamente o *timing* da política não é o *timing* dos mercados.

## Brasil

### Renda Fixa

Nunca antes na história deste país o BC foi tão explícito quanto à meta para a taxa de juros. A ata da última reunião afirma que “o COPOM atribui elevada probabilidade à concretização de um cenário que contempla a taxa SELIC se deslocando para patamares de um dígito”. Portanto, lendo o que está escrito, é bem provável que tenhamos uma SELIC abaixo de 10%. Mas esta questão é até certo ponto irrelevante agora. Uma SELIC de 10% ou 9,5% fará pouca diferença para a inflação ou para a atividade econômica. O importante, com o ciclo de afrouxamento monetário chegando ao fim, é avaliar qual será a postura do BC durante o ano de 2012. Em um possível (mas não provável) cenário de retomada forte da atividade econômica, a instituição retomaria a alta dos juros básicos? Os mais céticos diriam que o atual Banco Central tem uma meta de juros e não de inflação. Portanto, mesmo com pressões inflacionárias, o BC manteria a SELIC em um dígito por um tempo perigosamente longo.

Não é este o nosso cenário. Em primeiro lugar, avaliamos que o crescimento doméstico continuará abaixo do potencial por um tempo razoavelmente longo, em função de uma atividade global, mesmo que em recuperação, ainda fraca. Em segundo lugar, não faz parte do nosso cenário o abandono

do sistema de metas de inflação. Este BC pode até aceitar uma convergência para a meta em prazos mais longos, mas se julgar que a inflação está saindo do controle, não hesitará em usar os instrumentos de política monetária que estiverem à mão. Foi assim no início de 2011, e não vemos motivo para acreditar que seria diferente agora. Combinando estas duas premissas, vemos uma SELIC em 9,5% durante praticamente o ano todo de 2012, voltando novamente a ser aumentada durante o 1º semestre de 2013.

### Câmbio

Mesmo em um ano que tinha tudo para dar errado, o fluxo de recursos externos continuou forte para o Brasil em 2011, ainda que em menor intensidade do que há um ano. A balança comercial vem perdendo força, e o saldo deve diminuir para algo em torno de US\$20 bilhões em 2012, contra US\$30 bilhões no ano passado. Em função disso, e também por conta do aumento esperado do fluxo de dividendos e rendas para as economias desenvolvidas, o déficit em conta corrente deve aumentar de US\$50 bilhões para US\$75 bilhões em 2012. Para contrabalançar parcialmente estes fluxos, deveremos ter o Investimento Estrangeiro Direto um pouco abaixo do nível deste ano, algo em torno de US\$60 bilhões. Portanto, dependeremos de fluxo positivo de investimentos em portfólio para fechar a conta do Balanço de Pagamentos, caso contrário deveremos lançar mão das reservas para fechar a conta. A julgar pelo comportamento da bolsa em janeiro, certamente ajudada pelo investimento estrangeiro, este deverá ser mais um ano em que não enfrentaremos problemas neste quesito.

Considerando todos esses fatores, avaliamos que o real pode permanecer nos atuais patamares (entre R\$1,70 e R\$1,80), podendo valorizar-se além deles caso a aversão a risco continue a diminuir.

### Bolsa

Para a bolsa, vale a mesma pergunta do milhão que fizemos acima: o rali foi para valer, ou será mais uma recuperação de fôlego curto? E a resposta é a mesma: é sempre muito difícil este tipo de avaliação. O único ponto concreto é que a bolsa continua com preços bastante atrativos, mesmo depois do rali. Ainda que ocorra um crescimento zero dos lucros das empresas listadas na Bovespa nos próximos 12 meses, projetamos um P/L da bolsa para este período ao redor de 10. O que continua se traduzindo, em nossa opinião, em uma boa oportunidade para posicionamento neste mercado.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IMA-GERAL:** de maneira geral, apresentaram performance acima do benchmark.

## Pensávamos que...

## Portanto nós...

## E os resultados foram...

...o último Relatório de Inflação havia sinalizado uma postura menos agressiva por parte do BC, corroborando a nossa visão de que a autoridade poderia até aceitar uma convergência mais lenta da inflação para a meta, mas ainda trabalhava dentro dos parâmetros do sistema de metas de inflação. Com base nisso, acreditávamos que havia espaço para novos recuos das taxas prefixadas na parte longa da curva. Por outro lado, ainda avaliávamos que em função dos dados mais fracos de atividade econômica, o BC poderia manter o ciclo de redução da SELIC até o patamar de 9,5%. Dessa forma, **deveríamos permanecer com um posicionamento dado em vértices específicos** que julgássemos atrativos.

...**mantivemos a exposição à classe de juros prefixados**. Iniciamos o mês com a aposta ativa distribuída entre os vértices jan/14 e jan/15. Durante o mês zeramos a aposta no jan/14 e adicionamos o vértice jan/17 na carteira, este último foi posteriormente reduzido após a Ata do COPOM sinalizar uma postura mais agressiva do BC na condução da política monetária. **A exposição continuou maior que o IRF-M.**

**Após começar o mês em alta, as taxas de juros** (especialmente as mais curtas) **iniciaram um forte movimento de queda** refletindo, num primeiro momento, a falta de sinalização do BC em relação a mudanças no atual ciclo de corte da SELIC. Posteriormente, esse movimento foi intensificado, após o BC afirmar (através da Ata do Compom) que enxerga grande probabilidade da taxa de juros se deslocar para patamares de um dígito. Com isso, os **títulos prefixados com vencimentos em jan/14 e jan/15 caíram 50 e 27 pontos-base** respectivamente.

...a classe de ativos atrelados ao **IPCA** oferecia uma alternativa de diluição de risco caso as expectativas de inflação voltassem a se deteriorar, obrigando o BC a interromper o ciclo de afrouxamento monetário.

...**mantivemos a exposição à classe de ativos** concentrando a única aposta no vértice ago/20 que julgávamos atrativo. **A exposição total continuou maior que o IMA-B.**

Em movimento similar ao das taxas nominais, **as taxas dos títulos indexados a inflação recuaram** fortemente nos vencimentos mais curtos e de forma mais modesta nos mais longos. **O vencimento ago/20 recuou 15 pontos-base** beneficiando o desempenho do portfólio.

...dada a virtual ausência de liquidez dos títulos atrelados ao **IGP-M**, precisaríamos manter os atuais títulos na carteira.

...mantivemos o posicionamento nos atuais títulos, sem poder alongar o prazo médio da carteira devido à **falta de liquidez** do mercado, gerando uma duration inferior à do IMA-C.

As taxas dos **títulos indexados ao IGP-M apresentaram ligeiro recuo** em todos os vencimentos.

...**investimentos alternativos** poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.

...mantivemos posição na família de fundos **multimercado multiestratégia** gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.

Esta família de fundos apresentou desempenho **significativamente acima do CDI** no mês.

...os **títulos privados** seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.

...mantivemos a posição em títulos privados distribuída entre debêntures, letras financeiras, CDBs, DPGEs e FIDCs.

O carregamento dos títulos de **crédito voltou a beneficiar** o desempenho do portfólio neste mês.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>...o último Relatório de Inflação havia sinalizado uma postura menos agressiva por parte do BC, corroborando a nossa visão de que a autoridade poderia até aceitar uma convergência mais lenta da inflação para a meta, mas ainda trabalhava dentro dos parâmetros do sistema de metas de inflação. Com base nisso, acreditávamos que havia espaço para novos recuos das taxas prefixadas na parte longa da curva. Por outro lado, ainda avaliávamos que em função dos dados mais fracos de atividade econômica, o BC poderia manter o ciclo de redução da SELIC até o patamar de 9,5%. Dessa forma, <b>deveríamos permanecer com um posicionamento dado em vértices específicos</b> que julgássemos atrativos.</p>	<p>...<b>mantivemos a exposição à classe de juros prefixados</b>. Iniciamos o mês com a aposta ativa distribuída entre os vértices jan/14 e jan/15. Durante o mês zeramos a aposta no jan/14 e adicionamos o vértice jan/17 na carteira, este último foi posteriormente reduzido após a Ata do COPOM sinalizar uma postura mais agressiva do BC na condução da política monetária.</p>	<p>Após começar o mês em alta, as taxas de juros (especialmente as mais curtas) iniciaram um forte movimento de queda refletindo, num primeiro momento, a falta de sinalização do BC em relação a mudanças no atual ciclo de corte da SELIC. Posteriormente, esse movimento foi intensificado, após o BC afirmar (através da Ata do Compom) que enxerga grande probabilidade da taxa de juros se deslocar para patamares de um dígito. Com isso, os títulos prefixados com vencimentos em jan/14 e jan/15 caíram 50 e 27 pontos-base respectivamente.</p>
<p>...a classe de ativos atrelados ao <b>IPCA</b> oferecia uma alternativa de diluição de risco caso as expectativas de inflação voltassem a se deteriorar, obrigando o BC a interromper o ciclo de afrouxamento monetário.</p>	<p>...<b>mantivemos a exposição à classe de ativos</b> concentrando a única aposta no vértice ago/20 que julgávamos atrativo.</p>	<p>Em movimento similar ao das taxas nominais, <b>as taxas dos títulos indexados a inflação recuaram</b> fortemente nos vencimentos mais curtos e de forma mais modesta nos mais longos. <b>O vencimento ago/20 recuou 15 pontos-base</b> beneficiando o desempenho do portfólio.</p>
<p>...<b>investimentos alternativos</b> poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.</p>	<p>...mantivemos posição na família de fundos <b>multimercado multiestratégia</b> gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.</p>	<p>Esta família de fundos apresentou desempenho <b>significativamente acima do CDI</b> no mês.</p>
<p>...os <b>títulos privados</b> seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.</p>	<p>...mantivemos a posição em títulos privados distribuída entre debêntures, letras financeiras, CDBs, DPGEs e FIDCs.</p>	<p>O carregamento dos títulos de <b>crédito voltaram a beneficiar</b> o desempenho do portfólio neste mês.</p>

**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...
...o último Relatório de Inflação havia sinalizado uma postura menos agressiva por parte do BC, corroborando a nossa visão de que a autoridade poderia até aceitar uma convergência mais lenta da inflação para a meta, mas ainda trabalhava dentro dos parâmetros do sistema de metas de inflação. Com base nisso, acreditávamos que havia espaço para novos recuos das taxas prefixadas na parte longa da curva. Por outro lado, ainda avaliávamos que em função dos dados mais fracos de atividade econômica, o BC poderia manter o ciclo de redução da SELIC até o patamar de 9,5%. Dessa forma, <b>deveríamos permanecer com um posicionamento dado em vértices específicos</b> que julgássemos atrativos.	... <b>mantivemos a exposição à classe de juros prefixados</b> . Iniciamos o mês com a aposta ativa distribuída entre os vértices jan/14 e jan/15. Durante o mês zeramos a aposta no jan/14 e adicionamos o vértice jan/17 na carteira, este último foi posteriormente reduzido após a Ata do COPOM sinalizar uma postura mais agressiva do BC na condução da política monetária.	Após começar o mês em alta, as taxas de juros (especialmente as mais curtas) iniciaram um forte movimento de queda refletindo, num primeiro momento, a falta de sinalização do BC em relação a mudanças no atual ciclo de corte da SELIC. Posteriormente, esse movimento foi intensificado, após o BC afirmar (através da Ata do Compom) que enxerga grande probabilidade da taxa de juros se deslocar para patamares de um dígito. Com isso, os títulos prefixados com vencimentos em jan/14 e jan/15 caíram 50 e 27 pontos-base respectivamente.
...a classe de ativos atrelados ao <b>IPCA</b> oferecia uma alternativa de diluição de risco caso as expectativas de inflação voltassem a se deteriorar, obrigando o BC a interromper o ciclo de afrouxamento monetário.	... <b>mantivemos a exposição à classe de ativos</b> concentrando a única aposta no vértice ago/20 que julgávamos atrativo. <b>A exposição total continuou maior que o IMA-B.</b>	Em movimento similar ao das taxas nominais, <b>as taxas dos títulos indexados a inflação recuaram</b> fortemente nos vencimentos mais curtos e de forma mais modesta nos mais longos. <b>O vencimento ago/20 recuou 15 pontos-base</b> beneficiando o desempenho do portfólio.
... <b>investimentos alternativos</b> poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição na família de fundos <b>multimercado multiestatégia</b> gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	Esta família de fundos apresentou desempenho <b>significativamente acima do CDI no mês.</b>
... <b>os títulos privados</b> seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos a posição em títulos privados distribuída entre debêntures, letras financeiras, CDBs, DPGEs e FIDCs.	O carregamento dos <b>títulos de crédito voltaram a beneficiar</b> o desempenho do portfólio neste mês.

**FUNDOS DE TÍTULOS PÚBLICOS:** desempenho abaixo do benchmark (SELIC).

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...seria mais adequado manter baixa a volatilidade deste produto.	...mantivemos a carteira posicionada em vencimentos até 2 anos.	Os fundos apresentaram retornos em linha com a SELIC no mês.

## FUNDOS MULTIMERCADOS INSTITUCIONAIS: desempenho acima do benchmark (CDI).

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...o último Relatório de Inflação havia sinalizado uma postura menos agressiva por parte do BC, corroborando a nossa visão de que a autoridade poderia até aceitar uma convergência mais lenta da inflação para a meta, mas ainda trabalhava dentro dos parâmetros do sistema de metas de inflação. Com base nisso, acreditávamos que havia espaço para novos recuos das taxas prefixadas na parte longa da curva. Por outro lado, ainda avaliávamos que em função dos dados mais fracos de atividade econômica, o BC poderia manter o ciclo de redução da SELIC até o patamar de 9,5%. Dessa forma, <b>deveríamos permanecer com um posicionamento dado em vértices específicos</b> que julgássemos atrativos.	... <b>mantivemos a exposição à classe de juros prefixados</b> . Iniciamos o mês com a aposta ativa distribuída entre os vértices jan/14, jan/15 e jan/17. Durante o mês zeramos a aposta no jan/14 e ampliamos a posição no jan/17. Após a Ata do COPOM sinalizar uma postura mais agressiva do BC na condução da política monetária, reduzimos a aposta mais longa e montamos uma opção de FRA (tomado em jan/13 e dado em jan/14) afim de se beneficiar de uma redução da inclinação da curva de juros entre esses dois vencimentos.	Após começar o mês em alta, as taxas de juros (especialmente as mais curtas) iniciaram um forte movimento de queda refletindo, num primeiro momento, a falta de sinalização do BC em relação a mudanças no atual ciclo de corte da SELIC. Posteriormente, esse movimento foi intensificado, após o BC afirmar (através da Ata do Compom) que enxerga grande probabilidade da taxa de juros se deslocar para patamares de um dígito. Com isso, os títulos prefixados com vencimentos em jan/14 e jan/15 caíram 50 e 27 pontos-base respectivamente.
...a classe de ativos atrelados ao <b>IPCA</b> oferecia uma alternativa de diluição de risco caso as expectativas de inflação voltassem a se deteriorar, obrigando o BC a interromper o ciclo de afrouxamento monetário.	... <b>mantivemos a exposição à classe de ativos</b> concentrando a aposta no vértice ago/20 que julgávamos atrativo.	Em movimento similar ao das taxas nominais, <b>as taxas dos títulos indexados a inflação recuaram</b> fortemente nos vencimentos mais curtos e de forma mais modesta nos mais longos. <b>O vencimento ago/20 recuou 15 pontos-base</b> beneficiando o desempenho do portfólio.
...os sólidos fundamentos da economia brasileira juntamente com os termos de troca historicamente favoráveis ao país deveriam ser forças a favor de uma moeda brasileira apreciada por mais tempo. Além disso, a existência de um potencial conflito entre câmbio mais fraco e controle da inflação deveria levar o BC a intervir no mercado caso necessário.	...mantivemos uma posição <b>real vs dólar</b> .	O mês foi marcado pela depreciação do dólar frente às principais moedas globais. Esse movimento foi impulsionado pelo comunicado do FED, que sinaliza um prolongamento da manutenção da taxa básica de juros em níveis excepcionalmente baixos. <b>O Real foi a moeda que mais se valorizou frente a moeda americana, 7,9%</b> .
...mesmo com a melhora marginal da situação europeia, os países da região deveriam continuar envolvidos em um complexo cenário econômico, pautado por importantes ajustes fiscais e baixas taxas de crescimento, o que deveria manter o euro pressionado.	...mantivemos uma posição <b>dólar vs euro</b> .	<b>O euro se valorizou 1,3%</b> em relação ao dólar em dezembro.
...uma posição tomada em <b>títulos de dívida soberana brasileira</b> (Global) continuava sendo um hedge mais adequado para as posições existentes no fundo num cenário de aversão a risco.	...permanecemos com uma posição <b>tomada em Global20</b> .	Com a melhora no cenário externo, <b>a taxa do Global continuou recuando</b> , prejudicando a performance do portfólio.
...que os fundamentos das empresas locais continuavam justificando <b>uma posição comprada em bolsa</b> apesar da permanente preocupação com a situação europeia. Além disso, julgávamos que a manutenção da assimetria entre os potenciais de ganho e perda para a classe de ativos, em conjunto com o índice Preço/Lucro corrente da bolsa local excessivamente baixo, confirmavam a nossa tese.	... <b>mantivemos o posicionamento comprado em bolsa, principalmente através de opções de compra</b> . A baixa volatilidade implícita das opções oferecia uma alternativa barata de exposição à classe de ativos, além de resultar em um menor nível de risco em caso de um cenário de stress.	O mês de Janeiro foi marcado por forte recuperação das bolsas ao redor do mundo. O risco de uma crise bancária na Europa aparentemente afastado, a recuperação da economia americana e a sinalização de uma desaceleração apenas suave da economia chinesa, foram os principais motivos para o resultado positivo no período. <b>O Ibovespa subiu 11,1%</b> , com destaque para o setor de Construção civil.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

O COPOM voltou a surpreender o mercado com a sinalização - através da Ata da reunião de janeiro - que a taxa SELIC poderá se deslocar para patamares de um dígito, mudando o tom hawkish que adotara no Relatório Trimestral de Inflação (comunicado imediatamente anterior). Além disso, a pouca importância dada a melhora recente no cenário internacional e aos riscos oriundos do apertado mercado de trabalho doméstico para justificar a manutenção do ciclo de afrouxamento monetário, mostraram uma postura mais leniente por parte do BC na condução da política monetária. No entanto, continuamos acreditando que a autoridade pode até aceitar uma convergência para a meta em prazos mais longos, mas se julgar que a inflação está saindo do controle, não hesitará em usar os instrumentos de política monetária que estiverem à mão.

As expectativas de inflação continuam distantes do centro da meta e os dados preliminares de janeiro já começaram a mostrar alguma aceleração de preços. Acreditamos que faz sentido manter uma posição em juros reais como alternativa de diluição de risco caso o cenário de inflação volte a se deteriorar, o que obrigaria o BC a elevar a SELIC.

Os sólidos fundamentos da economia brasileira juntamente com os termos de troca historicamente favoráveis ao país deverão ser forças a favor de uma moeda brasileira apreciada por mais tempo. Adicionalmente, o recente comunicado do FED, que sinaliza um prolongamento da manutenção da taxa básica de juros em níveis excepcionalmente baixos, deverá manter a moeda americana depreciada por um bom tempo. Por outro lado, apesar da recente melhora da situação europeia, os países da região deverão continuar envolvidos em um complexo cenário econômico, pautado por importantes ajustes fiscais e baixas taxas de crescimento, o que deve manter o euro pressionado.

Acreditamos que, mesmo com a forte recuperação recente de preços - dada a melhora no cenário externo -, os múltiplos das empresas locais continuam descontados, justificando assim, uma posição comprada em bolsa. Mesmo com um crescimento zero dos lucros das empresas listadas na Bovespa nos próximos 12 meses, projetamos um P/L da bolsa para este período ao redor de 10. O que continua se traduzindo, em nossa opinião, em uma boa oportunidade para posicionamento em bolsa.

Com o movimento recente de redução da aversão a risco, os títulos brasileiros de longo prazo negociados no exterior ficaram com taxas ainda mais baixas.

## Estratégias

Deveremos permanecer com um posicionamento dado em vértices específicos que julgamos atrativos, pois consideramos que este tipo de estratégia ganha ainda mais importância após os últimos comunicados do BC.

Deveremos manter uma posição em juros reais, porém, daremos preferência aos vértices que apresentem menores prêmios de inflação implícita.

Uma posição estrutural comprada em Real parece continuar fazendo sentido. Deveremos manter a posição vendida em dólar e euro.

Deveremos manter a exposição à classe de ativos através de posições estruturais e derivativos. Acreditamos que a posição comprada em bolsa continua sendo interessante dados os fundamentos das empresas locais e o bom potencial de ganho, mesmo após a recente recuperação de preços.

Uma posição tomada em taxa de Global 20 continua sendo a melhor opção para proteção contra eventuais aumentos da aversão a risco.

## FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: rentabilidade acima do benchmark, que subiu 11,1% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... as ações do <b>setor de alimentos, bebidas e tabaco</b> estavam caras em relação aos demais setores da bolsa. Em 2011, as empresas de bens de consumo foram as preferidas dos investidores por seu caráter defensivo em meio a um ambiente de elevada aversão ao risco.	... permanecemos com exposição significativamente abaixo do <i>benchmark</i> no setor.	+ ...em janeiro, as empresas de alimentos ficaram para trás. <b>AMBEV, BR Foods e Marfrig</b> encerraram o mês em queda de 4,9%, 5,0% e 6,1%, respectivamente.
... apesar da preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maior parte das empresas do setor de construção civil continuava apresentando bons resultados, com boa velocidade de vendas.	... mantivemos exposição significativamente acima do benchmark no setor, com as maiores apostas ativas distribuídas entre <b>PDG, MRV e Even</b> .	+ ... As empresas que escolhemos para o nosso portfólio apresentaram excelentes resultados operacionais no 4T2011. A velocidade de vendas sobre a oferta ficou acima de 25% no trimestre. <b>PDG e MRV</b> tiveram altas superiores a 20%.
... as empresas do setor de energia elétrica estavam caras em relação aos demais setores da bolsa. Em 2011, essas empresas foram as preferidas dos investidores por seu caráter defensivo.	... mantivemos a exposição abaixo do benchmark no setor de <b>energia elétrica</b> .	+ ...em janeiro, as empresas de <b>energia elétrica</b> ficaram para trás. Com exceção de <b>Cemig e Copel</b> , todas as demais encerraram o mês em queda.
... depois de retirada da OPA, acreditávamos que a ação da <b>Confab</b> continuava descontada em relação ao seu valor justo, mesmo com a aquisição do stake em Usiminas.	... permanecemos com a posição em <b>Confab</b> .	+ ... em janeiro, a Tenaris, acionista controladora da <b>Confab</b> , lançou uma nova oferta para aquisição das ações dos minoritários, com preço de R\$5,85. As ações convergiram para próximo ao preço da oferta, subindo 42,2% no mês.
...no <b>setor de energia</b> , acreditamos que a <b>Petrobras</b> apresentava uma boa opção de investimento por estar demasiadamente descontada quando consideramos as perspectivas de investimento do pré-sal. <b>HRT</b> , uma empresa júnior de exploração de petróleo que carregamos há um bom tempo, continuava excessivamente descontada, mesmo quando utilizávamos premissas extremamente conservadoras.	...mantivemos exposição acima do benchmark em <b>Petrobras PN e HRT</b> e exposição abaixo do benchmark em <b>Petrobras ON e OGX</b> .	- ... as ações da <b>HRT</b> caíram 19,4% após descoberta de gás que frustrou as expectativas do mercado, que esperavam petróleo. Já a <b>Petrobras PN</b> subiu 15,4% no mês, acima do Ibovespa.
...apesar da expectativa de desaceleração da demanda interna, havia oportunidades no <b>setor de varejo</b> com <i>valuation</i> atrativo.	...reduzimos a exposição abaixo do benchmark no <b>setor de varejo</b> reforçando o posicionamento em <b>Magazine Luiza e Saraiva</b> , dado o alto potencial de valorização e fraco performance recente.	- ...as ações que performaram bem no mês foram <b>B2W e Lojas Americanas</b> , que devido ao <i>valuation</i> pouco atrativo, não possuímos em nossa carteira.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX:** em geral, tiveram rentabilidade acima do benchmark, que subiu 7,9% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... apesar da preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maior parte das empresas do <b>setor de construção civil</b> continuava apresentando bons resultados, com boa velocidade de vendas.	... mantivemos exposição significativamente acima do benchmark no setor, com as maiores apostas ativas distribuídas entre <b>PDG, MRV e Even.</b>	+ ... As empresas que escolhemos para o nosso portfólio apresentaram excelentes resultados no 4T2011. A velocidade de vendas sobre o estoque ficou acima de 25% no trimestre. <b>PDG e MRV</b> tiveram altas superiores a 20%.
... as ações do <b>setor de alimentos, bebidas e tabaco</b> estavam caras em relação aos demais setores da bolsa. Em 2011, as empresas de bens de consumo foram as preferidas dos investidores por seu caráter defensivo em meio a um ambiente de elevada aversão ao risco.	... permanecemos com exposição significativamente abaixo do benchmark no setor.	+ ...em janeiro, as empresas de alimentos ficaram para trás. <b>Ambev, BR Foods e Marfrig</b> encerraram o mês em queda de 4,9%, 5,0% e 6,1%, respectivamente.
... as empresas do <b>setor de energia elétrica</b> estavam caras em relação aos demais setores da bolsa. Em 2011, essas empresas foram as preferidas dos investidores por seu caráter defensivo.	... mantivemos a exposição abaixo do benchmark no <b>setor de energia elétrica.</b>	+ ...em janeiro, as empresas de <b>energia elétrica</b> ficaram para trás. Com exceção de <b>Cemig e Copel</b> , todas as demais encerraram o mês em queda.
... depois de retirada da OPA, acreditávamos que a ação da <b>Confab</b> continuava descontada em relação ao seu valor justo, mesmo com a aquisição do stake em Usiminas.	... permanecemos com a posição em <b>Confab.</b>	+ ... em janeiro, a Tenaris, acionista controladora da <b>Confab</b> , lançou uma nova oferta para aquisição das ações dos minoritários, com preço de R\$5,85. As ações convergiram para próximo ao preço da oferta, subindo 42,2% no mês.
...no <b>setor de energia</b> , acreditamos que a <b>Petrobras</b> apresentava uma boa opção de investimento por estar demasiadamente descontada quando consideramos as perspectivas de investimento do pré-sal. <b>HRT</b> , uma empresa júnior de exploração de petróleo que carregamos há um bom tempo, continuava excessivamente descontada, mesmo quando utilizávamos premissas extremamente conservadoras.	...mantivemos exposição acima do benchmark em <b>Petrobras PN e HRT</b> e exposição abaixo do benchmark em <b>Petrobras ON e OGX.</b>	- .... as ações da <b>HRT</b> caíram 19,4% após descoberta de gás que frustrou as expectativas do mercado, que esperavam petróleo. Já a <b>Petrobras PN</b> subiu 15,4% no mês, acima do Ibovespa.
....apesar da expectativa de desaceleração da demanda interna, havia oportunidades no <b>setor de varejo</b> com valuation atrativo.	...reduzimos a exposição abaixo do benchmark no <b>setor de varejo</b> reforçando o posicionamento em <b>Magazine Luiza e Saraiva</b> , dado o alto potencial de valorização e fraca performance recente.	- ...as ações que performaram bem no mês foram <b>B2W e Lojas Americanas</b> , que devido ao valuation pouco atrativo, não possuímos em nossa carteira.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX50:** em geral, tiveram rentabilidade acima do benchmark, que subiu 9,1% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... as ações do <b>setor de alimentos, bebidas e tabaco</b> estavam caras em relação aos demais setores da bolsa. Em 2011, as empresas de bens de consumo foram as preferidas dos investidores por seu caráter defensivo em meio a um ambiente de elevada aversão ao risco.	... permanecemos com exposição significativamente abaixo do benchmark no setor.	...em janeiro, as empresas de alimentos ficaram para trás. <b>AMBEV, BR Foods e Marfrig</b> encerraram o mês em queda de 4,9%, 5,0% e 6,1%, respectivamente.
... apesar da preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maior parte das empresas do <b>setor de construção civil</b> continuava apresentando bons resultados, com boa velocidade de vendas.	... mantivemos exposição significativamente acima do benchmark no setor, com as maiores apostas ativas distribuídas entre <b>PDG, MRV e Even</b> .	... As empresas que escolhemos para o nosso portfólio apresentaram excelentes resultados no 4T2011. A velocidade de vendas sobre o estoque ficou acima de 25% no trimestre. <b>PDG e MRV</b> tiveram altas superiores a 20%.
... depois de retirada da OPA, acreditávamos que a ação da <b>Confab</b> continuava descontada em relação ao seu valor justo, mesmo com a aquisição do stake em Usiminas.	... permanecemos com a posição em <b>Confab</b> .	... em janeiro, a Tenaris, acionista controladora da <b>Confab</b> , lançou uma nova oferta para aquisição das ações dos minoritários, com preço de R\$5,85. As ações convergiram para próximo ao preço da oferta, subindo 42,2% no mês.
...no <b>setor de energia</b> , acreditamos que a <b>Petrobras</b> apresentava uma boa opção de investimento por estar demasiadamente descontada quando consideramos as perspectivas de investimento do pré-sal. <b>HRT</b> , uma empresa júnior de exploração de petróleo que carregamos há um bom tempo, continuava excessivamente descontada, mesmo quando utilizávamos premissas extremamente conservadoras.	...mantivemos exposição acima do benchmark em <b>Petrobras PN e HRT</b> e exposição abaixo do benchmark em <b>Petrobras ON e OGX</b> .	... as ações da <b>HRT</b> caíram 19,4% após descoberta de gás que frustrou as expectativas do mercado, que esperavam petróleo. Já a <b>Petrobras PN</b> subiu 15,4% no mês, acima do Ibovespa.
...apesar da expectativa de desaceleração da demanda interna, havia oportunidades no <b>setor de varejo</b> com valuation atrativo.	...reduzimos a exposição abaixo do benchmark no <b>setor de varejo</b> reforçando o posicionamento em <b>Magazine Luiza e Saraiva</b> , dado o alto potencial de valorização e fraca performance recente.	...as ações que performaram bem no mês foram <b>B2W e Lojas Americanas</b> , que devido ao valuation pouco atrativo, não possuímos em nossa carteira.

**FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO:** rentabilidade acima do parâmetro de referência (Ibovespa), que subiu 11,1% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...		E os resultados foram...
... depois de retirada da OPA, acreditávamos que a ação da <b>Confab</b> continuava descontada em relação ao seu valor justo, mesmo com a aquisição do stake em Usiminas.	...permanecemos comprados em <b>Confab</b> .	+	... em janeiro, a Tenaris, acionista controladora da <b>Confab</b> , lançou uma nova oferta para aquisição das ações dos minoritários, com preço de R\$5,85. As ações convergiram para próximo ao preço da oferta, subindo 42,2% no mês.
... apesar da preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maior parte das empresas do <b>setor de construção civil</b> continuava apresentando bons resultados, com boa velocidade de vendas.	... mantivemos exposição distribuída entre <b>PDG, MRV e Even</b> .	+	... As empresas que escolhemos para o nosso portfólio apresentaram excelentes resultados no 4T2011. A velocidade de vendas sobre o estoque ficou acima de 25% no trimestre. <b>PDG e MRV</b> tiveram altas superiores a 20%.
...dentro do setor <b>petroquímico</b> , <b>Braskem</b> oferecia uma alternativa interessante de investimento, em função da consolidação do setor no Brasil e boas aquisições nos EUA.	...continuamos com uma exposição em <b>Braskem</b> .	+	... <b>Braskem</b> finalmente reagiu, subindo 22,2% em janeiro.
...as ações da <b>Iochpe</b> ainda não incorporavam o valor das duas últimas duas aquisições.	...mantivemos posição em <b>Iochpe</b> .	+	... após a alta de 13,2% em dezembro, <b>Iochpe</b> subiu 16,8% no mês de janeiro.
...no <b>setor de energia</b> , acreditamos que a <b>Petrobras</b> apresentava uma boa opção de investimento por estar demasiadamente descontada quando consideramos as perspectivas de investimento do pré-sal. <b>HRT</b> , uma empresa júnior de exploração de petróleo que carregamos há um bom tempo, continuava excessivamente descontada, mesmo quando utilizávamos premissas extremamente conservadoras.	...mantivemos exposição acima do benchmark em <b>Petrobras PN e HRT</b> e exposição abaixo do benchmark em <b>Petrobras ON e OGX</b> .	-	...as ações da <b>HRT</b> caíram 19,4% após descoberta de gás que frustrou as expectativas do mercado, que esperavam petróleo. Já a <b>Petrobras PN</b> subiu 15,4% no mês, acima do Ibovespa.
...a ação de <b>Indústrias Romi</b> continuava sendo negociada com relevante desconto, abaixo do valor de liquidação da empresa.	...mantivemos posição em <b>Indústrias Romi</b> .	-	...mesmo com a aquisição no final de dezembro da empresa alemã B+W, <b>Indústrias Romi</b> que havia subido 10,7% no mês anterior, devolveu parte da recuperação em janeiro.

## FUNDOS DE DIVIDENDOS: performance estável em janeiro.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... as empresas do setor de <b>energia elétrica</b> continuavam apresentando um bom <i>dividend yield</i> projetado para 2012.	... mantivemos a exposição no setor de <b>energia elétrica</b> .	- ...em janeiro, as empresas de <b>energia elétrica</b> ficaram para trás. Com exceção de <b>Cemig e Copel</b> , todas as demais encerraram o mês em queda.
... as empresas do setor de <b>telecomunicações</b> continuavam apresentando um bom <i>dividend yield</i> projetado para 2012.	... mantivemos a exposição no setor de <b>telecomunicações</b> , através das ações PN e ON da <b>Vivo</b> .	- ...em janeiro, as empresas de telecomunicações devolveram parte da performance de 2011. As ações da <b>Vivo</b> caíram cerca de 6,0%.

## FUNDOS SMALL CAP: rentabilidade acima do parâmetro de performance (SMLL - Índice Small Cap) que subiu 8,2% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... depois de retirada da OPA, acreditávamos que a ação da <b>Confab</b> continuava descontada em relação ao seu valor justo, mesmo com a aquisição do stake em Usiminas.	... permanecemos com a posição em <b>Confab</b> .	+ ... em janeiro, a Tenaris, acionista controladora da <b>Confab</b> , lançou uma nova oferta para aquisição das ações dos minoritários, com preço de R\$5,85. As ações convergiram para próximo ao preço da oferta, subindo 42,2% no mês.
... apesar da preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maior parte das empresas do <b>setor de construção civil</b> continuava apresentando bons resultados, com boa velocidade de vendas.	... mantivemos exposição distribuída entre <b>MRV, Even e EZ Tec</b> .	+ ... As empresas que escolhemos para o nosso portfólio apresentaram excelentes resultados no 4T2011. A velocidade de vendas sobre o estoque ficou acima de 25% no trimestre. <b>MRV</b> subiu 25,7% e <b>EZ Tec</b> subiu 12,4%.
...as ações da <b>Iochpe</b> ainda não incorporavam o valor das duas últimas aquisições.	...mantivemos posição em <b>Iochpe</b> .	+ ... após a alta de 13,2% em dezembro, <b>Iochpe</b> subiu 16,8% no mês de janeiro.
... as ações da <b>Alpargatas</b> continuavam apresentando potencial de valorização elevado.	...mantivemos posição em <b>Alpargatas</b> .	+ ...o papel apresentou forte performance no período, sem justificativas específicas.
...a ação de <b>Indústrias Romi</b> continuava sendo negociada com relevante desconto, abaixo do valor de liquidação da empresa.	...mantivemos posição em <b>Indústrias Romi</b> .	- ... mesmo com a aquisição no final de dezembro da empresa alemã B+W, <b>Indústrias Romi</b> que havia subido 10,7% no mês anterior, devolveu parte da recuperação em janeiro.
...apesar da expectativa de desaceleração da demanda interna, havia oportunidades no <b>setor de varejo</b> com <i>valuation</i> atrativo.	...aumentamos a exposição no <b>setor de varejo</b> reforçando o posicionamento em <b>Magazine Luiza e Saraiva</b> , dado o alto potencial de valorização e fraca performance recente.	- ...ambas as ações tiveram performance positiva em janeiro. <b>Magazine Luiza</b> subiu 5,0% e <b>Saraiva</b> 1,2%.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

Continuamos vendo muito valor nas incorporadoras. O desempenho de vendas (tanto de novos lançamentos como de estoques) continua bom e não vemos motivo para este cenário se alterar nos próximos meses. Esperamos que várias incorporadoras já mostrem fluxos de caixa positivos já em 2012. Praticamente todas as empresas do setor são negociadas hoje abaixo de seu valor de liquidação, evidenciando um medo exagerado do mercado com relação a pressões inflacionárias e necessidade de capitalização futura.

Devemos manter posição acima do benchmark no setor de **construção civil**.

Acreditamos que as ações de Petrobras, no **setor de energia**, apresentam múltiplos abaixo da média do mercado e elevado potencial de valorização. Além disso, é uma das poucas empresas petrolíferas com expectativa de forte crescimento da produção nos próximos anos. Assim, vemos nesta empresa uma combinação de valuation atrativo, expectativa de elevado crescimento em uma ação de alta liquidez, justificando nosso posicionamento.

Devemos manter posição acima do benchmark no **setor de energia**.

Os **bancos de grande porte** continuam sendo uma excelente opção de investimento. O menor crescimento das carteiras de crédito e algum aumento da inadimplência devem ser mais do que compensado pela alta dos spreads. Esperamos que as ações dos bancos apresentem performance melhor do que o mercado.

Devemos manter posição acima dos respectivos benchmarks no **setor financeiro**.

O **setor de mineração** passa por uma forte dicotomia entre bons fundamentos e risco macroeconômico. Se por um lado a situação política e econômica global ainda gera preocupação, por outro o equilíbrio entre oferta e demanda continua muito apertado, reflexo dos diversos choques de oferta e da continuidade do crescimento das economias em desenvolvimento (China em especial). Acreditamos que o processo de urbanização da China e o crescimento das demais economias emergentes devam continuar ocorrendo no médio/longo prazo, contribuindo para que o preço das commodities continue elevado nos próximos anos.

Devemos manter posição acima dos respectivos benchmarks no **setor de mineração**.

## Renda Variável e Balanceados (cont.)

**ASSET ALLOCATION:** em geral, efeito positivo sobre os portfólios balanceados.

Pensávamos que...

Portanto nós...

E os resultados foram...

...a bolsa brasileira parecia carregar em seu preço uma grande aversão a risco global, mesmo com as iniciativas tomadas pelo BCE para sanar o risco de quebra no sistema financeiro europeu.

... permanecemos acima do ponto neutro em bolsa, uma vez que a classe de ativos continuava muito atrativa.

+

Janeiro foi um mês de rally nas bolsas dos cinco continentes. O IBrX começou o ano recuperando-se, com alta de 7,9% no mês.

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.

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC.

A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA.

LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

