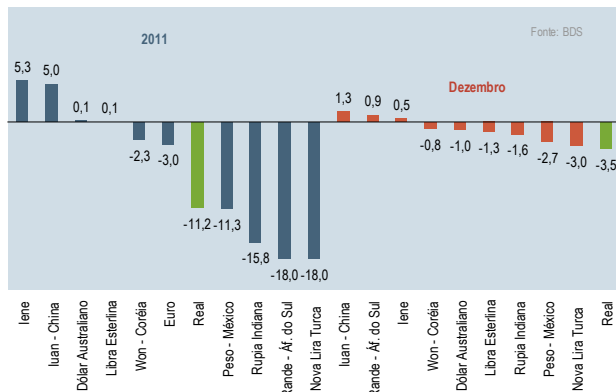


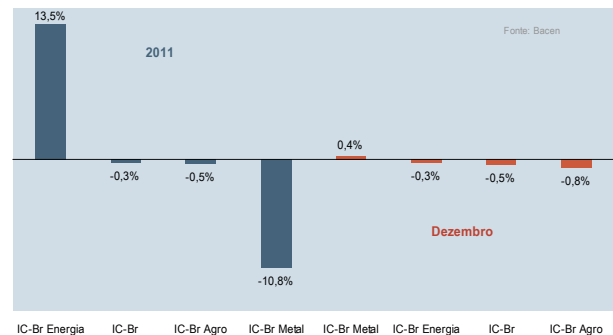
### Moedas (contra o dólar)

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



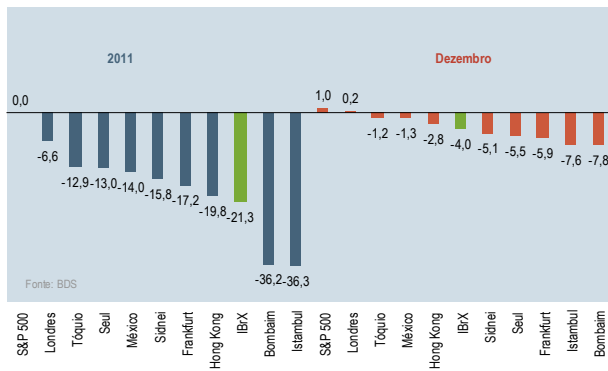
### Índice de Commodities do Banco Central

Commodities pouco se mexeram em dezembro. Agrícolas, que haviam pressionado a inflação no início do ano, já perderam força.



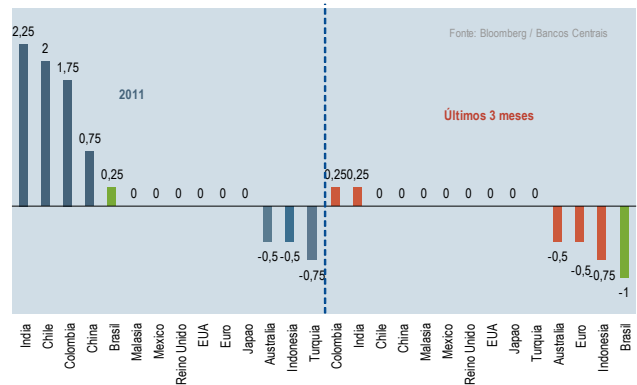
### Bolsas do mundo (em dólar)

O IBrX fechou 2011 um pouco pior do que a média das bolsas relevantes. O comportamento do câmbio contribuiu para piorar a situação.



### Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua sendo o país que mais cortou taxa de juros nos últimos 3 meses.



## O QUE ACONTECEU

### Internacional

Mais um mês de muita volatilidade nos mercados globais, com o foco principal ainda na questão europeia.

No início do mês, as expectativas giraram em torno do pacote de medidas anunciadas pela cúpula europeia com o objetivo de convergir para um equilíbrio fiscal das economias da região. O novo tratado pretende gerar uma maior integração fiscal por meio do controle mais rígido dos orçamentos nacionais e sanções aos membros que excederem os limites acordados. Estão incluídas penalizações automáticas aos países que permitirem que o déficit orçamentário exceda 3% do PIB. Além disso, a dívida total dos países não deverá ultrapassar 60% do PIB e os orçamentos nacionais deverão ser submetidos à Comissão Europeia, que ficará responsável pelo monitoramento da situação fiscal de cada membro. Adicionalmente, foi acordado que os países da região deverão prover até €200 bilhões adicionais para que o FMI auxilie os países em dificuldade, além da antecipação da criação de um fundo permanente de estabilidade para julho de 2012.

A aversão a risco realmente aumentou quando o presidente do BCE voltou a afirmar que não deverá atuar de forma ilimitada na compra de títulos públicos e que está impedido de emprestar recursos da instituição para socorrer os países da zona do euro. Além disso, a Moody's colocou a nota de todos os países da União Europeia em revisão para um possível rebaixamento em 2012. No mesmo dia, somaram-se a essa lista oito bancos espanhóis. Para piorar, o governo italiano vendeu em leilão €3 bilhões em títulos de cinco anos do tesouro, pagando taxa de 6,47% ao ano, considerada muito alta.

O cenário somente melhorou na segunda metade do mês, quando o BCE emprestou um total de €489 bilhões a 523 bancos da zona do euro por três anos, a fim de normalizar o fluxo de crédito. Esta foi a primeira de duas operações com vencimento em três anos que a autoridade irá realizar. A expectativa é que, além de melhorar a liquidez do sistema interbancário, a oferta de financiamento possa estimular algumas instituições a comprarem títulos soberanos europeus que apresentam retorno elevado, forçando a taxa desses títulos para baixo. Ainda no campo da política monetária, o BCE reduziu a taxa de juros para 1,0% a.a., em um movimento já antecipado pelo mercado.

Nos EUA, os dados de atividade vão confirmando a tendência de recuperação. Alguns exemplos: o número de obras residenciais iniciadas e a concessão de alvarás para construção surpreenderam positivamente. As vendas de imóveis usados em novembro apresentaram um forte aumento de 4%, o maior

crescimento desde janeiro deste ano. O índice de confiança da Universidade de Michigan avançou para 69,9 em dezembro, sendo a maior marca do segundo semestre. Na mesma direção, o índice de indicadores antecedentes dos EUA, divulgado pelo Conference Board, avançou 0,5% em novembro, também maior que o previsto. Por fim, o aumento de 3,8% das encomendas de bens duráveis, acima do previsto, foi mais um sinal de melhora da economia no quarto trimestre.

Na China, a economia voltou a dar sinais de desaceleração, com produção industrial e vendas no varejo recuando ligeiramente em novembro. Por outro lado, os dados recentes de inflação mostrando uma desaceleração de preços maior que a esperada abre espaço para que o governo consiga adotar medidas de estímulo econômico, tornando mais improvável um cenário de *hard landing*.

### Brasil

A atividade doméstica continuou a apresentar sinais de fraqueza. A começar pela divulgação do PIB do 3º trimestre, que ficou estável em relação ao trimestre anterior (série com ajuste sazonal). Em relação ao mesmo período de 2010 houve crescimento de 2,1%. Em linhas gerais, o setor agropecuário e as exportações foram os únicos a apresentar avanço, contrabalançando o recuo nos demais setores da economia. Com esse resultado, o crescimento em 2011 deverá ficar abaixo de 3,0%, uma vez que o resultado projetado para o último trimestre não deverá apresentar avanço significativo.

Ainda na linha do desaquecimento, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) recuou pelo 3º mês consecutivo, ao variar -0,3% na passagem de setembro para outubro, na série com ajuste sazonal. Na comparação do trimestre encerrado em outubro contra o período maio-julho, o indicador apresentou queda de 0,7%. Destaque também para as vendas no varejo, que permaneceram estáveis em outubro em comparação a setembro e avançaram 0,7% no trimestre encerrado em outubro em relação ao período de maio a julho. No conceito ampliado, as vendas recuaram 0,4% em outubro em relação ao mês anterior e 1,5% frente ao trimestre passado, reforçando o quadro geral de desaquecimento da demanda.

No final do mês, o Relatório de Inflação trouxe uma análise detida sobre os resultados gerados por modelos econométricos de pequeno porte, que haviam sido colocados em segundo plano desde o COPOM de agosto. Segundo estes modelos, o IPCA

para 2013 ficaria em 5,3% (bem acima da meta, portanto) de acordo com o cenário de mercado (SELIC a 9,5%), o que levou à percepção de que o BC poderia ser mais conservador do que o antecipado pelo mercado. Isto reforçou o movimento de alta das taxas de juros, principalmente nos vencimentos mais curtos, que já vinham subindo em função da melhora do cenário externo. Os contratos de DI jan/13, jan/15 e jan/17 subiram, respectivamente, 43, 53 e 34 pontos-base. Na curva de juros reais, os vencimentos mais curtos também foram os que sofreram mais: o mai/13 subiu 50 pontos-base, enquanto o ago/20 subiu 12 pontos-base e o mai/45 subiu apenas 2 pontos-base.

Preocupado em garantir a liquidez necessária no mercado cambial, caso a crise europeia afete negativamente a oferta de linhas interbancárias e de comércio exterior, o BACEN anunciou um leilão de linhas de crédito, o que fez o dólar se estabilizar ao redor de R\$1,85, depois de um rali que levou o câmbio da mínima de R\$1,78 até a máxima de R\$1,87 em apenas 4 dias.

Por fim, a bolsa corou um ano medíocre com um mês medíocre, fechando em ligeira alta de 1,5% (pelo IBrX), e queda no ano de 11,4%. Destaques setoriais positivos e negativos no mês foram os mesmos que afetaram o retorno da bolsa no ano: os setores mais defensivos, como Utilidades e Telecomunicações, puxaram o índice para cima, enquanto os de Construção Civil e Materiais Básicos puxaram para baixo.

## O QUE ESPERAMOS

### *Internacional*

Passos na direção correta, ainda que lentos. É assim que podemos definir a forma como os principais dirigentes europeus vêm enfrentando a crise da zona do euro. O pacote de medidas anunciado no final de outubro foi um divisor de águas nesse sentido: mostrou que os dirigentes entenderam o que o mercado estava a tempos tentando dizer, via preços dos ativos: a situação do Euro, da forma como está, é insustentável. O pacote de outubro, então, endereçou três das principais questões de curto prazo: o default da dívida grega, a capitalização dos bancos e o uso de alavancagem pelo Fundo de Estabilização. Este pacote tornou mais remota a probabilidade de uma crise no sistema bancário europeu, o que é muito importante. Restaram ainda duas questões, mais estruturais: a união fiscal e as reformas estruturais dos países membros.

A questão da união fiscal foi inicialmente abordada pela reunião de líderes no início de dezembro. Foram determinados limites fiscais (na verdade, os mesmos do Tratado de Maastrich, que fundou o Euro), mas com mecanismos mais efetivos de fiscalização e controle. Fica claro, logo de início, que os números exigidos (3% de déficit e 60% de relação dívida/PIB) não vão ser atingidos no curto prazo. Apenas Estônia, Finlândia, Alemanha e Luxemburgo cumprem o requisito do déficit, enquanto somente Estônia, Finlândia, Luxemburgo, Eslováquia e Eslovênia estão dentro do limite de déficit. Fica, então, a dúvida: como será a trajetória de convergência destes números para a meta?

Aqui entra a segunda questão: as reformas estruturais, que permitirão aumentar o potencial de crescimento econômico das economias da Zona do Euro, sem o que será ainda mais difícil fazer a convergência fiscal. Por sinal, é neste ponto que reside a importância dessas reformas: um esforço fiscal sério supõe estímulos fiscais negativos por parte dos governos, o que impacta negativamente o crescimento, tornando o esforço fiscal ainda mais penoso, em um verdadeiro círculo vicioso. As reformas estruturais são o único caminho para romper este ciclo. No entanto, como em qualquer lugar do mundo, passar reformas estruturais supõe a existência de forte apoio político, pois envolve muitas medidas impopulares: corte em aposentadorias, liberalização do mercado de trabalho, etc.

Nesse sentido, os últimos desenvolvimentos políticos na Grécia e na Itália, com a queda de governos e sua substituição por tecnocratas, são exemplos de que as condições políticas necessárias para a implementação dessas reformas estão dadas. No caso da Espanha, a lição de casa realizada

pelo governo socialista (agora substituído por um partido conservador) autoriza mais otimismo no quesito das reformas estruturais. Com maior ou menor velocidade, todos os países europeus caminham nesta direção.

Enquanto isso, resta o dia-a-dia do mercado, que feliz ou infelizmente, abre todos os dias para negócios e, portanto, tem um ritmo não acompanhado pelos políticos. O mercado pode até avaliar que os passos que estão sendo dados estão na direção correta, mas pode não querer arriscar-se na aposta de que tudo vai acabar bem, a tempo de evitar uma corrida contra as dívidas soberanas. Os yields das dívidas da Itália e da Espanha não deixam dúvidas sobre o nível de stress do mercado, e se não houver uma atuação firme do BCE, do Fundo de Estabilização e do FMI, o mercado pode não conceder o tempo necessário para que as reformas gerem o resultado esperado. Por isso, é essencial construir uma “ponte de liquidez”, que permita a passagem do estado atual para o desejado, sem que um ataque especulativo interrompa o processo no meio do caminho. No entanto, esta “ponte” pode criar um problema de “moral hazard” (risco moral), em que os países endividados se sentiriam menos compelidos a fazerem a sua lição de casa em função da “proteção” oferecida pelo BCE. Avaliamos que, no atual estágio da crise, em que dois governos já caíram, este risco já é bem menor do que foi no passado.

Um outro front fundamental é a economia norte-americana, que vem apresentando sinais cada vez mais consistentes de que, se o crescimento não será brilhante, pelo menos a ameaça de uma segunda recessão parece cada vez mais afastada.

Por fim, a China finalmente começou a afrouxar a sua política monetária, o que faz aumentar as chances de um *soft landing*. Continuamos, portanto, atribuindo baixa probabilidade para um cenário de *hard landing* na economia chinesa.

## Brasil

### Renda Fixa

Desde agosto, o BC vem atribuindo maior importância para os resultados de um modelo de médio porte, chamado SAMBA, na estimação da inflação futura. Trata-se de um modelo dinâmico, onde a trajetória da SELIC, que não é divulgada pelo BC, é gerada pelo próprio modelo. Ao contrário, o modelo de pequeno porte usado anteriormente tinha como premissa uma determinada trajetória da SELIC. Pois bem, o Relatório de Inflação de dezembro traz as projeções de inflação de acordo com o modelo antigo, e o que se viu não foi nada bonito: se a SELIC for para 9,50% (como era o consenso do mercado), o modelo de pequeno porte prevê uma inflação de 5,3% para 2013. Ou seja, suficientemente acima da meta para que o BC tenha que, ou aumentar as taxas de juros em algum momento de 2012, ou não derrubar a SELIC até 9,50%, ou uma combinação das duas coisas. Apesar de o SAMBA ser ainda o modelo central, o fato do BC ter explicitado este resultado reintroduziu a percepção de que o BC pode não estar disposto a derrubar a SELIC a qualquer custo. Isso foi o suficiente para que o mercado de juros retirasse um corte da SELIC da curva de juros, prevendo agora 10,00% como alvo do BC.

Este novo cenário está em linha com o que sempre defendemos: o BC neste governo pode até aceitar uma convergência mais lenta da inflação para a meta, mas ainda trabalha dentro dos parâmetros do sistema de metas de inflação. Isso significa que existe espaço para o recuo das taxas prefixadas na parte longa da curva, que ainda embute alguma (ou muita) desconfiança sobre o compromisso do BC com a inflação na meta. Por outro lado, ainda avaliamos que, em função dos dados mais fracos de atividade econômica, o que vem em ajuda na formação das expectativas de inflação, o BC terá espaço para cortar a SELIC até 9,50% neste ciclo de redução de juros.

### Câmbio

Mesmo em um ano que tinha tudo para dar errado, o fluxo de recursos externos continuou forte para o Brasil, 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 neste ano. 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.

Mas, por outro lado, não devemos subestimar o efeito do novo nível do real nestes números, que podem surpreender positivamente. Se, além disso, a aversão a risco diminuir, o fluxo de investimento em portfólio pode voltar com força, principalmente para a bolsa, de onde o investidor estrangeiro está distante já faz bastante tempo. Considerando todos esses aspectos, avaliamos que o real deve permanecer nos atuais patamares (entre R\$1,80 e R\$1,90) temporariamente, podendo valorizar-se além disso caso a aversão a risco diminua ao longo do ano.

### **Bolsa**

A bolsa brasileira (medida pelo IBrX) fechou 2011 perdendo 11,4% em reais e 21,3% em dólares. No último trimestre, no entanto, o IBrX fechou em alta de 9,3% em reais e 9,1% em dólares. Este resultado mais recente reflete não só a melhora marginal da situação na Europa e nos Estados Unidos, mas também o fato de se tratar de um ativo muito barato, em que

muito poucos estão posicionados. Em comparação, outras bolsas de emergentes apresentaram performance bem inferior: Bombaim: +1,8%; Seul: -1,4%; Istambul: -15,3%; Sydney: +2,2% (esta última, apesar de não ser emergente, é também muito dependente de commodities).

Avaliamos que a crise na Europa está próxima de um desfecho, pelo bem ou pelo mal, e consideramos que muito do mal já está nos preços da bolsa. Assim, o potencial de baixas adicionais parece limitado neste ponto. Não que a bolsa não possa recuar ainda mais no curto prazo se ocorrer uma piora adicional do cenário. Mas a questão é sempre saber quanto da desvalorização (se ocorrer) seria permanente. 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 abaixo de 9. O que se traduz, em nossa opinião, em uma oportunidade única para posicionamento em bolsa.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...com os novos dados de desaceleração da economia, crescia a adesão à tese do Banco Central de que a desaceleração global poderia ter efeitos importantes sobre a atividade doméstica, apesar de as projeções de inflação continuarem distantes do centro da meta que, por outro lado, foram revisadas para baixo em função da reponderação do IPCA. Desta forma, acreditávamos que a inflação ficaria em torno dos 5,5% para os próximos 2 anos, o que não deveria estressar o mercado de taxas de juros por algum tempo. Com base neste cenário, <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/13 e jan/14. Durante o mês zeramos a aposta no jan/13 e adicionamos o vértice jan/15 na carteira. Com a sinalização de uma postura mais conservadora do BC, acreditamos que existe mais espaço para um recuo das taxas longas. A exposição continuou maior que o IRF-M.	A melhora marginal no cenário internacional e, mais importante, a divulgação do Relatório de Inflação - que mostrou que o BC pode ser mais conservador do que o antecipado pelo mercado -, resultaram numa alta das taxas de juros nominais em dezembro. Os títulos prefixados com vencimentos em jan/14 e jan/15 subiram respectivamente 64 e 53 pontos-base.
...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 principal aposta no vértice ago/20, que continua apresentando um nível de inflação implícita bastante atrativo. <b>A exposição total continuou maior que o IMA-B.</b>	Assim como as taxas nominais, <b>as taxas dos títulos indexados a inflação subiram no mês passado</b> . Como esse movimento foi mais significativo nos títulos de curto prazo, o impacto no portfólio não foi relevante. O vencimento ago/20 subiu apenas 12 pontos-base, ao passo que o vértice mai/13 subiu 50 pontos-base.
...dada a virtual ausência de liquidez dos títulos atrelados ao <b>IGP-M</b> , precisaríamos manter os atuais títulos na carteira.	...mantivemos o posicionamento nos atuais títulos, sem poder alongar o prazo médio da carteira devido à <b>falta de liquidez</b> do mercado, gerando uma duration inferior à do IMA-C.	As taxas dos <b>títulos indexados ao IGP-M apresentaram uma ligeira alta</b> em todos os vencimentos, mas o impacto na carteira foi quase nulo dada a pequena participação no portfólio.
... <b>investimentos alternativos</b> poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos posição na família de fundos <b>multimercado multiestratégia</b> gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	Esta família de fundos apresentou desempenho <b>abaixo do CDI</b> no mês.
...os <b>títulos privados</b> seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos as atuais posições em títulos privados e adquirimos um FIDC do setor financeiro com prazo de 5 anos e prêmio de CDI + 2,50% a.a., um FIDC do setor de saneamento, com prazo de 5 anos e prêmio de CDI + 3,50% a.a.	Os prêmios de risco de <b>crédito voltaram a beneficiar</b> o desempenho do portfólio neste mês.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

A sinalização de uma postura menos agressiva por parte do BC corrobora a nossa visão de que a autoridade pode até aceitar uma convergência mais lenta da inflação para a meta, mas ainda trabalha dentro dos parâmetros do sistema de metas de inflação. Dito isto, acreditamos que existe espaço para o recuo das taxas prefixadas na parte longa da curva, que ainda embute alguma (ou muita) desconfiança sobre o compromisso do BC com a meta de inflação. Por outro lado, ainda avaliamos que, em função dos dados mais fracos de atividade econômica, o que vem em ajuda na formação das expectativas de inflação, o BC terá espaço para cortar a SELIC até 9,50% neste ciclo de redução de juros.

Deveremos permanecer com um posicionamento dado em vértices específicos que julgamos atrativos.

Apesar de uma melhora marginal nos indicadores recentes de inflação, as expectativas continuam distantes do centro da meta.

Deveremos manter uma posição em juros reais como alternativa de diluição de risco caso as expectativas de inflação voltem a se deteriorar, obrigando o BC a elevar a SELIC. Daremos preferência aos vértices que apresentem menores prêmios de inflação implícita.

Apesar de certa volatilidade no curto prazo em função das incertezas em relação ao cenário global, 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. Além disso, a existência de um potencial conflito entre câmbio mais fraco e controle da inflação deverá levar o BC a intervir no mercado caso necessário. Na outra ponta, o complexo cenário que envolve as economias europeias deverão manter o euro pressionado.

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

Avaliamos que a crise na Europa está próxima de um desfecho, pelo bem ou pelo mal, e consideramos que muito do mal já está nos preços da bolsa. Assim, o potencial de baixas adicionais parece limitado neste ponto. Não que a bolsa não possa recuar ainda mais no curto prazo se ocorrer uma piora adicional do cenário. Mas a questão é sempre saber quanto da desvalorização (se ocorrer) seria permanente. 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 abaixo de 9. O que se traduzia (e ainda se traduz) em uma oportunidade única para posicionamento em bolsa.

A posição comprada em bolsa continua sendo interessante, dados os fundamentos das empresas locais e a manutenção da assimetria entres os potenciais de ganho e perda para a classe de ativos.

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.

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:** em geral, tiveram rentabilidade inferior ao benchmark, que caiu 0,21% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...apesar da preocupação recente 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 ao setor com as maiores apostas ativas distribuídas entre PDG, MRV e Even.	... as ações do setor têm sofrido com a compressão momentânea das margens, e a contínua aversão a risco decorrente do cenário internacional. <b>PDG</b> e <b>MRV</b> caíram 12,2% e 8,2% no mês, respectivamente.
... as ações do <b>setor de bens de consumo não duráveis</b> (alimentos, bebidas e tabaco) estavam relativamente caras em relação à média. Apesar da melhora de resultados, continuamos acreditando que os frigoríficos ainda enfrentam dificuldades para rentabilizar o capital investido.	... permanecemos com exposição significativamente abaixo do benchmark no setor.	... <b>JBS</b> valorizou 2,2% no mês, sendo que no mês anterior já havia subido 15,3%. Outro destaque no setor foi Ambev, que subiu 11,4%, com a continuidade da busca por papéis defensivos e com maior previsibilidade de resultados.
... que as empresas do <b>setor de energia elétrica</b> estavam sendo utilizadas como alternativa de proteção contra a inflação pelos investidores, resultando em forte performance relativa, e haviam se tornado menos atrativas.	...mantivemos a exposição abaixo do benchmark no <b>setor de energia elétrica</b> .	Em dezembro, todas as empresas do setor apresentaram uma performance positiva, na média superiores à 10,0%, por serem papéis tidos como defensivos e por seu foco de atuação local.
...dentro do <b>setor petroquímico</b> , Braskem 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> acima do benchmark.	... <b>Braskem</b> caiu 8,5%. O resultado negativo foi causado, principalmente pela deterioração das expectativas em relação à China e manutenção do elevado preço do petróleo.
...a manutenção do processo de urbanização da China e o crescimento das demais economias emergentes continuariam ocorrendo no médio/ longo prazo, contribuindo para que o preço do minério de ferro continue elevado por mais tempo do que o mercado acredita.	... mantivemos a significativa exposição acima do benchmark ao <b>setor de mineração</b> , através de <b>Vale</b> , <b>Bradespar</b> (holding formada quase que exclusivamente por ações da Vale) e <b>Magnesita</b> .	...As ações de <b>Vale</b> , <b>Bradespar</b> e <b>Magnesita</b> caíram 3,1%, 4,4% e 2,7%, respectivamente, pela deterioração das expectativas em relação à China.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX:** em geral, tiveram rentabilidade abaixo do benchmark, que subiu 1,52% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...apesar da preocupação recente 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 ao setor com as maiores apostas ativas distribuídas entre <b>PDG, MRV e Even</b> .	<ul style="list-style-type: none"> <li>... as ações do setor tem sofrido com a compressão momentânea das margens, e a contínua aversão a risco decorrente do cenário internacional. PDG especificamente anunciou a venda de empreendimentos em bloco que levantou dúvidas de governança. PDG e MRV caíram 12,2% e 8,2% no mês, respectivamente.</li> </ul>
... as ações do <b>setor de bens de consumo não duráveis</b> (alimentos, bebidas e tabaco) estavam relativamente caras em relação à média. Os frigoríficos enfrentavam sérios problemas para rentabilizar o capital investido.	... permanecemos com exposição significativamente abaixo do benchmark no setor.	<ul style="list-style-type: none"> <li>...<b>JBS</b> valorizou 2,2% no mês, sendo que no mês anterior já havia subido 15,3%. Outro destaque no setor foi Ambev, que subiu 11,4%, por ser uma alocação defensiva, com resultados mais previsivos.</li> </ul>
... que as empresas do <b>setor de energia elétrica</b> estavam sendo utilizadas como alternativa de proteção contra a inflação pelos investidores, resultando em forte performance relativa, e haviam se tornado menos atrativas.	...mantivemos a exposição abaixo do benchmark no <b>setor de energia elétrica</b> .	<ul style="list-style-type: none"> <li>Em dezembro, todas as empresas do setor apresentaram uma performance muito forte, na média superiores à 10,0% no mês, por seu aspecto de defensividade e foco de atuação local.</li> </ul>
...dentro do <b>setor de petroquímicas</b> , <b>Braskem</b> oferecia uma alternativa interessante de investimento, dado o ganho de sinergia com a aquisição da Quattor, um mercado doméstico aquecido e a manutenção do cenário positivo para o setor no mercado global.	...continuamos com uma exposição em <b>Braskem</b> acima do benchmark.	<ul style="list-style-type: none"> <li>...<b>Braskem</b> caiu 8,5%, ainda repercutindo o mal resultado apresentado no 3º trimestre. O resultado negativo foi causado, principalmente, por conta da valorização do real frente ao dólar, já que a petroquímica tem forte exposição à moeda norte-americana.</li> </ul>
...a manutenção do processo de urbanização da China e o crescimento das demais economias emergentes continuariam ocorrendo no médio/ longo prazo, contribuindo para que o preço das commodities continuasse elevado por mais tempo do que o mercado acredita.	... mantivemos a significativa exposição acima do benchmark ao <b>setor de mineração</b> , através de <b>Vale, Bradespar</b> (holding formada quase que exclusivamente por ações da Vale) e <b>Magnesita</b> .	<ul style="list-style-type: none"> <li>...As ações de <b>Vale, Bradespar e Magnesita</b> caíram 3,1%, 4,4% e 2,7%, respectivamente.</li> </ul>

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX50:** em geral, tiveram rentabilidade abaixo do benchmark, que subiu 0,99% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
...apesar da preocupação recente 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 ao setor com as maiores apostas ativas distribuídas entre <b>PDG, MRV e Even</b> .	<ul style="list-style-type: none"> <li>... as ações do setor tem sofrido com a compressão momentânea das margens, e a contínua aversão a risco decorrente do cenário internacional. <b>PDG</b> especificamente anunciou a venda de empreendimentos em bloco que levantou dúvidas de governança. <b>PDG</b> e <b>MRV</b> caíram 12,2% e 8,3% no mês, respectivamente.</li> </ul>
...as ações do <b>setor de bens de consumo não duráveis</b> (alimentos, bebidas e tabaco) estavam relativamente caras em relação à média. Os frigoríficos enfrentavam sérios problemas para rentabilizar o capital investido.	... permanecemos com exposição significativamente abaixo do benchmark no setor.	<ul style="list-style-type: none"> <li>...<b>JBS</b> valorizou 2,2% no mês, sendo que no mês anterior já havia subido 15,3%.</li> <li>Outro destaque no setor foi Ambev, que subiu 11,4%, por ser uma alocação defensiva, com resultados mais previsivos.</li> </ul>
...que as empresas do <b>setor de energia elétrica</b> estavam sendo utilizadas como alternativa de proteção contra a inflação pelos investidores, resultando em forte performance relativa, e haviam se tornado menos atrativas.	...mantivemos a exposição abaixo do benchmark no <b>setor de energia elétrica</b> .	<ul style="list-style-type: none"> <li>Em dezembro, todas as empresas do setor apresentaram uma performance muito forte, na média superiores à 10,0% no mês, por seu aspecto de defensividade e foco de atuação local.</li> </ul>
...dentro do <b>setor de petroquímicas</b> , Braskem oferecia uma alternativa interessante de investimento, dado o ganho de sinergia com a aquisição da Quattor, um mercado doméstico aquecido e a manutenção do cenário positivo para o setor no mercado global.	...continuamos com uma exposição em <b>Braskem</b> acima do benchmark.	<ul style="list-style-type: none"> <li>...<b>Braskem</b> caiu 8,5%, ainda repercutindo o mal resultado apresentado no 3º trimestre. O resultado negativo foi causado, principalmente, por conta da valorização do real frente ao dólar, já que a petroquímica tem forte exposição à moeda norte-americana.</li> </ul>
...a manutenção do processo de urbanização da China e o crescimento das demais economias emergentes continuariam ocorrendo no médio/ longo prazo, contribuindo para que o preço das commodities continuasse elevado por mais tempo do que o mercado acredita.	... mantivemos a significativa exposição acima do benchmark ao <b>setor de mineração</b> , através de <b>Vale, Bradespar</b> (holding formada quase que exclusivamente por ações da Vale) e <b>Magnésita</b> .	<ul style="list-style-type: none"> <li>...As ações de <b>Vale, Bradespar</b> e <b>Magnésita</b> caíram 3,1%, 4,4% e 2,7%, respectivamente.</li> </ul>

## 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...

...apesar das incertezas em relação ao desempenho econômico global, potenciais quedas adicionais da bolsa parecem limitadas no nível atual e um cenário de desaceleração na atividade e de revisão de lucros já estava apreçado com um índice Preço/Lucro corrente em um nível historicamente baixo.

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

+

Dezembro foi um mês de continuidade da aversão a risco de maneira geral e redução do volume diário negociado, em função dos feriados de final do ano. O IBrX sofreu menos que as bolsas europeias e norte-americanas, **encerrando o período com alta de 1,5%**.

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.

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