

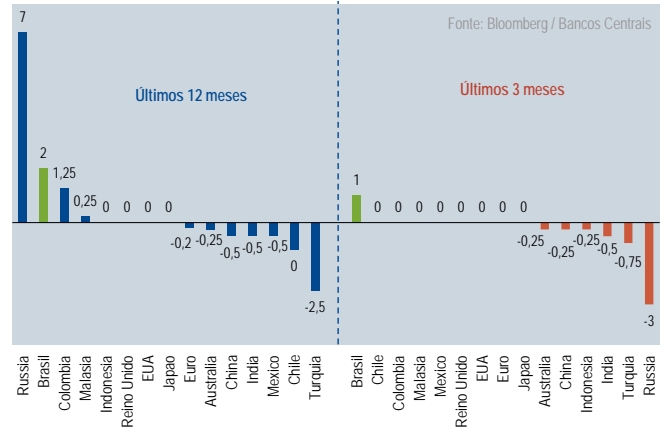
Moedas (contra o dólar)

O real foi novamente o campeão de desvalorização no mês, em função da continuidade do aumento da percepção de risco.



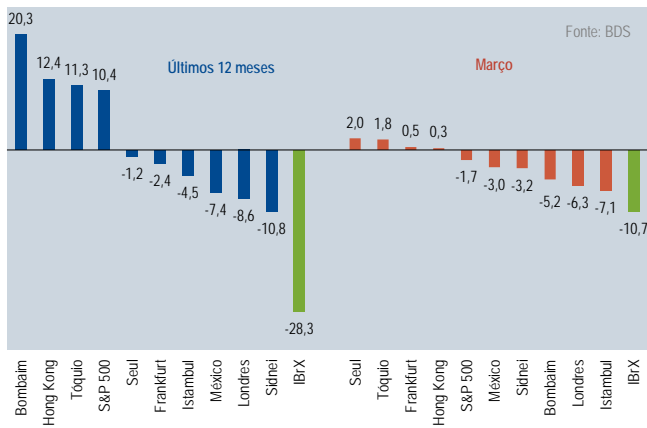
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil continua sendo a única economia que está apertando a política monetária neste ano.



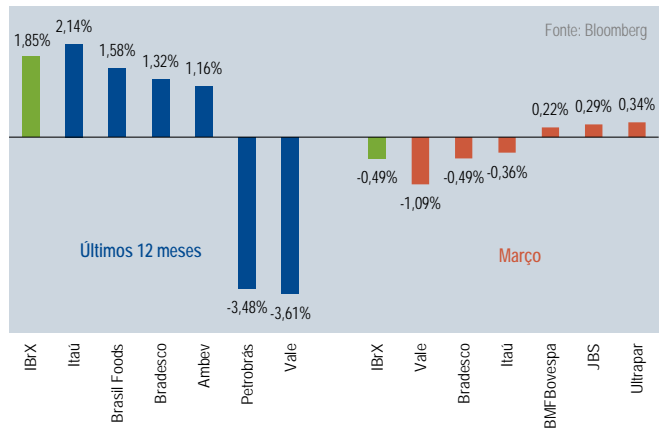
Bolsas do mundo (em dólar)

A desvalorização do real deixou a bolsa brasileira no último lugar dos rankings anual e do mês.



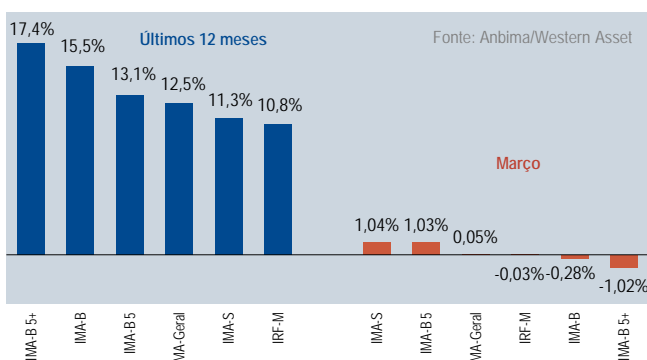
Principais contribuições para o IBRX

Os chamados papéis "defensivos" mostraram seu valor em março, enquanto as perdas se concentraram em commodities e bancos.



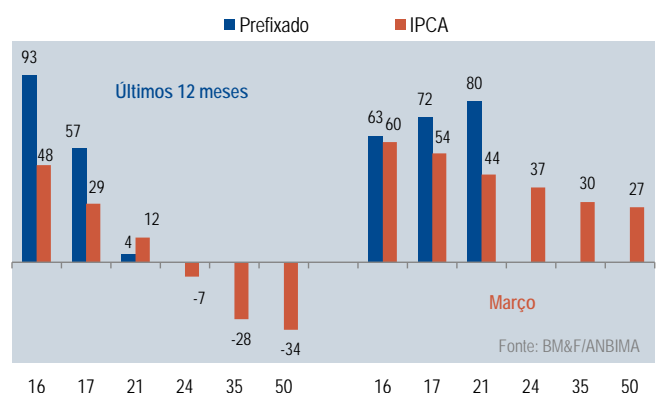
Renda fixa local - I

Os IMAs sofreram no mês, em função do aumento das taxas de juros. As NTN-B mais curtas, no entanto, se beneficiaram do carregamento da inflação em alta.





Renda fixa local - II

Mais um mês de aumentos nas taxas de juros, em função da desvalorização cambial e de dúvidas em relação ao ajuste fiscal.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM MARÇO

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
O Comitê de Política Monetária do FED retirou a palavra “paciência” do comunicado, colocando no horizonte um aumento das taxas de juros já em junho. Mas as previsões dos diretores do FED para as taxas neste ano caíram de 1,125% para 0,625%, indicando um aperto monetário mais lento.			
A operação Lava-Jato entrou na fase de denúncia e investigação dos agentes políticos envolvidos, deteriorando o ambiente político e colocando em cheque a aprovação do ajuste fiscal no Congresso.			
Mobilizações de rua gigantescas em 15/03 e a continuidade da queda acentuada da popularidade da presidente contribuíram para o envenenamento do ambiente político.			
A S&P manteve o rating soberano brasileiro e, mais importante, a perspectiva neutra, afastando a possibilidade de rebaixamento para “junk bond” neste ano.			
O governo chinês estabeleceu objetivo de crescimento para este ano em 7%, abaixo dos 7,5% que vinham desde 2012.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional

Janet Yellen tem procurado, por todos os meios, evitar a mesma turbulência que ocorreu em 2013, quando Ben Bernanke sinalizou o fim do Quantitative Easing 3. Em maio daquele ano, o então presidente do FED apenas mencionou a possibilidade de começar o chamado “tapering”, a redução no montante de compras de títulos no mercado. Mais especificamente, em um testemunho no Congresso, Bernanke disse: “Em um dos próximos comitês, nós poderíamos diminuir o ritmo de nossas compras”. Foi o suficiente para fazer a volatilidade aumentar mundo afora, inclusive no Brasil. O “tapering” começaria apenas 7 meses depois, mas a volatilidade durou o ano inteiro. As taxas das treasuries de 10 anos saíram de 1,70% no final de abril, para fecharem o ano de 2013 a 3%. Por isso, Yellen está pisando em ovos, com o intuito de não provocar o mesmo fenômeno. O último movimento foi tirar a palavra “paciente” do comunicado pós-reunião do Comitê de Política Monetária, adjetivo que qualificava a velocidade da normalização das condições monetárias. Juntamente com essa mudança, no entanto, os chamados “dots” (previsões dos diretores do FED sobre o nível das taxas de juros para os próximos anos) apontaram para uma elevação das taxas muito mais suave do que o indicado no trimestre anterior.

De qualquer modo, o que diferencia maio de 2013 de março de 2015? As circunstâncias. Vejamos:

- Em maio de 2013, os títulos de 10 anos da Itália e da Espanha estavam pagando, respectivamente, 4% e 4,5% ao ano, contra 1,7% das treasuries americanas. Hoje, os títulos desses dois países, que tiveram a desonra de compor o acrônimo PIIGS, estão pagando cerca de 1,3% ao ano, contra 2% das treasuries. Este espetacular recuo das taxas de juros na Europa veio na esteira da melhora dos fundamentos e, mais recentemente, em função do Quantitative Easing anunciado pelo BCE. Difícil imaginar os títulos norte-americanos pagando taxas muito superiores às de Itália e Espanha, países com qualidade de crédito bem inferior. Assim, por arbitragem, não se deveria esperar elevação das taxas das treasuries mais longas, mesmo que o FED inicie o aperto monetário.
- Em maio de 2013, o petróleo (WTI) estava sendo negociado a US\$ 95/barril. Hoje está em US\$ 45/barril. Este choque tem óbvias implicações para a chamada inflação cheia, que considera todos os preços da economia, mas também beneficia, indiretamente, o núcleo da inflação, que desconsidera choques desse tipo, pois são efêmeros por definição. Apesar de ser temporário por natureza, este choque positivo no mínimo compra mais algum tempo de políticas monetárias frouxas sem que surjam pressões inflacionárias.

- O índice que mede o dólar em relação à cesta de moedas de seu comércio exterior variou de 82 em maio de 2003 para 98 hoje, uma valorização do dólar de quase 20%. Este é mais um fator de contenção da inflação nos EUA.

Todos esses fatores tornam o cenário atual relativamente mais blindado a uma eventual mudança de política monetária. Ou seja, podemos esperar turbulências quando finalmente for mudada a chave da política monetária norte-americana, mas menores do que as que vimos em 2013. De qualquer forma, pelo sim ou pelo não, Janet Yellen segue “pisando em ovos”.

Mercados Locais

Renda Fixa

A política monetária está em uma encruzilhada: não resta dúvida de que 12,75% ao ano é uma taxa substancialmente alta para uma inflação recorrente de 6,50% (ex-recomposições tarifárias). Considerando ainda a brutal recessão que se avizinha (mais de 1% do PIB), e o aperto fiscal de 1,8% do PIB (esta é a meta para 2015, ainda que provavelmente não será atingida), temos um quadro em que qualquer banqueiro central já teria, há tempos, interrompido o ciclo de aperto monetário.

Mas o Banco Central do Brasil não é um banqueiro central qualquer. O Banco Central do Brasil é aquele que não conseguiu, ao longo dos últimos quatro anos, fazer a inflação convergir para a meta de 4,5%, em um mundo com clara tendência deflacionária. A ponto de os agentes econômicos assumirem que o Banco Central do Brasil trabalhava com uma outra meta, informal, entre 5,5% e 6,5%. Sempre havia um bom motivo para não subir os juros, ou para parar de subir, ou para derrubar os juros, na contramão do que qualquer regra de Taylor¹ básica preconizaria. E quando não havia um bom motivo, produzia-se um. Como por exemplo, quando somente o BCB via uma “política fiscal que caminhava para a neutralidade”, enquanto todos viam que a política fiscal era francamente expansionista (como, aliás, o déficit primário de 2014 demonstrou).

¹ Regra de Taylor é uma regra de política macroeconômica que diz respeito fundamentalmente à função de reação de um banco central na determinação das taxas de juros básica da economia de um país, dado os seus níveis de inflação e atividade econômica.

Câmbio

O Banco Central anunciou o fim da “ração” de swaps. A julgar pelo comportamento do real neste ano, aparentemente o programa não atingiu o seu fim, ainda que não tenhamos o contrafactual para comprovar esta hipótese. Mas o fato incontestável é que o real foi a moeda que mais se desvalorizou no primeiro trimestre: 17% contra o dólar, 6% contra o euro, 13% contra a libra esterlina. Mesmo em relação a moedas de países produtores de commodities ou outras moedas de economias emergentes, o desempenho não foi melhor: o real perdeu 11% contra o dólar australiano, 13% contra o rande sul-africano e 14% contra o peso mexicano. A moeda respondeu ao aumento das tensões políticas internas, o que gera incertezas quanto à viabilidade do ajuste fiscal e aumento do risco país.

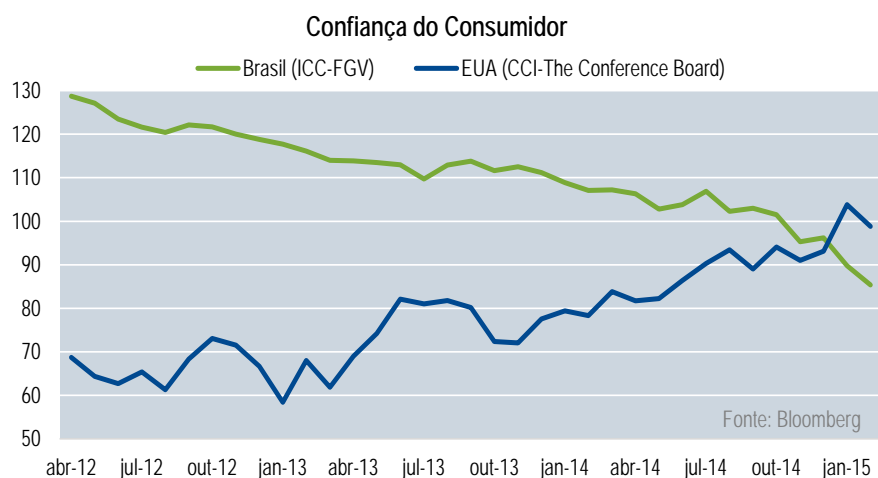
Aparentemente, o patamar atual do dólar (R\$3,20 - R\$3,30) já precifica o nível de risco corrente, razão provável pela qual o câmbio se estabilizou. O estoque de swaps ainda está em cerca de US\$110 bilhões, que devem ser rolados pelo BC no curto prazo, evitando assim mais ruídos em um mercado sensível. A trajetória do

câmbio no curto prazo está muito mais ligada ao comportamento do risco país do que a fundamentos como balança comercial ou nível das taxas de juros. Se houver deterioração adicional do ambiente político, ou se o ajuste fiscal mostrar-se inviável, com risco para o rating soberano, certamente o câmbio responderá negativamente.

Bolsa

Continuamos com a visão de que o crescimento de lucros neste ano não justifica a atual precificação da bolsa. Em nosso cenário, os lucros devem crescer 5% neste ano e 10% no ano que vem, já sobre uma base bastante fraca. Considerando este crescimento e um P/L de 12 no final deste ano, o potencial de alta da bolsa seria de zero. Estes números, no entanto, estão sujeitos a uma altíssima volatilidade, dado o balanço ainda incerto da Petrobras, e o nível do câmbio, que afeta de maneira relevante parte significativa dos lucros. Assim, com um valor esperado baixo e uma variância alta, não nos parece ser um bom momento para o posicionamento em bolsa.

GRÁFICO DO MÊS



- O **índice de confiança do consumidor** de um país indica a sensação do consumidor em relação à sua situação econômica pessoal no curto e médio prazo, o que impacta diretamente no seu comportamento atual de consumo.
- O índice também levanta outros dados de interesse como a intenção de compra de bens duráveis (carro e casa), a evolução dos preços e a capacidade de economizar vs. gastos.
- Os indicadores têm como referência o valor 100. Assim, quanto mais acima deste valor estiver o indicador, mais positiva é a percepção da população, e vice-versa.

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

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

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

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Soberano	...os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam a taxa SELIC.	...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando os vencimentos mais líquidos.	+	O fundo apresentou um retorno acima da SELIC no mês.
DI	...o carregamento dos títulos de crédito em conjunto com os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam o CDI.	...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando o setor curto da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre debêntures, letras financeiras e DPGEs.	+	O fundo apresentou retorno acima do CDI no mês se beneficiando do prêmio de carregamento dos títulos privados.
DI Max	...o carregamento dos títulos de crédito em conjunto com os retornos dos títulos prefixados "swapados" superariam o CDI.	...mantivemos a carteira de títulos prefixados travada com Futuro de DI priorizando o setor médio da curva. Adicionalmente, mantivemos uma carteira de títulos privados distribuída entre CDBs, debêntures, letras financeiras e DPGEs.	+	O fundo apresentou retorno acima do CDI no mês se beneficiando do prêmio de carregamento dos títulos privados.
Crédito Privado	...os títulos privados seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos a posição relevante em títulos privados distribuída entre debêntures, letras financeiras, CDBs, DPGEs e FIDCs.	+	Os prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.
Índices de Preço	...seria mais adequado manter uma carteira concentrada em títulos de curto prazo para uma maior aderência ao IPCA.	...mantivemos o posicionamento em NTN-B com vencimento em até 5 anos.	+	Apesar de as curvas de juros terem aberto no mês, a inflação mais alta no curto prazo contribuiu para a performance do fundo.
IMA-B	...o fraco crescimento econômico no Brasil e as medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo, poderiam levar a um movimento de queda das taxas de juros de longo prazo. Porém, continuávamos céticos quanto à capacidade de o governo de implementar tal ajuste fiscal, por conta das dificuldades enfrentadas pelo governo na esfera política.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um recuo das taxas de juros reais de longo prazo, porém, como forma de proteção da carteira, mantivemos também um posicionamento em juros nominais que se beneficiaria em caso de aumento da percepção de risco por parte dos investidores.	+	...tanto a curva de juros nominal quanto a real subiram no mês. O portfólio sofreu por conta de seu posicionamento em títulos de inflação longos, porém, a posição vendida em juros nominais protegeu o portfólio.
Referenc. Dólar	...as taxas de juros das operações atreladas ao dólar não se modificaríamos significativamente.	...mantivemos posição em operações de mais curto prazo, procurando uma maior aderência da carteira ao dólar.	+	O fundo apresentou um desempenho acima da PTAX.

Fundos RF Ativo / Multi RF: em geral, desempenho em linha com o CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...o fraco crescimento econômico no Brasil e as medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo poderiam levar a um movimento de queda das taxas de juros de longo prazo. Porém, continuávamos céticos quanto à capacidade de o governo de implementar tal ajuste fiscal, por conta das dificuldades enfrentadas na esfera política.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um recuo das taxas de juros reais de longo prazo, porém, como forma de proteção da carteira, mantivemos também um posicionamento em juros nominais que se beneficiaria em caso de aumento da percepção de risco por parte dos investidores.	+	...tanto a curva de juros nominal quanto a real subiram no mês. O portfólio sofreu por conta de seu posicionamento em títulos de inflação longos, porém, a posição vendida em juros nominais protegeu o portfólio.
Crédito	...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos as exposições a ativos de crédito.	+	Os prêmios dos títulos de crédito contribuíram para a performance do fundo.

Fundos Tradicional RF: em geral, desempenho em linha com o CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...o fraco crescimento econômico no Brasil e as medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo poderiam levar a um movimento de queda das taxas de juros de longo prazo. Porém, continuávamos céticos quanto à capacidade de o governo de implementar tal ajuste fiscal, por conta das dificuldades enfrentadas na esfera política.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um recuo das taxas de juros reais de longo prazo, porém, como forma de proteção da carteira, mantivemos também um posicionamento em juros nominais que se beneficiaria em caso de aumento da percepção de risco por parte dos investidores.	+	...tanto a curva de juros nominal quanto a real subiram no mês. O portfólio sofreu por conta de seu posicionamento em títulos de inflação longos, porém, a posição vendida em juros nominais protegeu o portfólio.
Crédito	...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos as exposições a ativos de crédito.	+	Os prêmios dos títulos de crédito contribuíram para a performance do fundo.

Temas e Estratégias

	Temas de investimento	Estratégias
Prefixados/Inflação	<p>O Relatório de Inflação do primeiro trimestre manteve aberta a possibilidade de uma elevação adicional de 25 ou 50 bps na reunião do Copom de abril. Nosso cenário base continua sendo que a nova equipe econômica promoverá ajustes na direção de conter a deterioração dos resultados fiscais e reduzir as distorções de preços relativos na economia. É possível, porém, que a aprovação das medidas pelo congresso seja prejudicada pelo cenário político conturbado, o que poderá gerar volatilidade. Pelo lado internacional, o Fed se prepara para iniciar a elevação de juros, mas sinalizou que o passo da elevação de juros poderá ser mais lento.</p>	<p>Esperamos um ciclo adicional de alta de 0,75 bps na taxa SELIC, o que contribuirá para impedir que as taxas de inflação superem o teto da meta, considerando-se a contração fiscal que se somará ao aperto de política monetária. Com o aumento dos prêmios nos ativos de renda fixa, reduzimos significativamente nossas posições compensatórias em jan/21.</p>
Câmbio	<p>Além de colher os frutos de um balanço macroeconômico bastante ajustado, a economia mexicana deverá se beneficiar da agenda de reformas recentemente implementadas e de uma retomada da atividade econômica americana, além de manter a inflação em patamares relativamente baixos, justificando assim, uma posição comprada em peso mexicano.</p> <p>Um importante risco para as posições aplicadas nos juros curtos é a continuidade do enfraquecimento do real em relação ao dólar. Portanto, uma compra de dólar vs. real constitui um hedge interessante para a carteira de renda fixa.</p> <p>O rande sul-africano pode ser uma alternativa de hedge interessante para o posicionamento comprado em Peso Mexicano, à medida em que reduz a exposição da carteira a moedas de mercados emergentes e associadas a commodities.</p> <p>Apesar do programa de compra de títulos pelo Banco Central Europeu, a desvalorização acumulada do euro já precifica adequadamente o cenário de afrouxamento monetário.</p> <p>A economia suíça está sob risco de entrar em um processo deflacionário após o abandono pelo Banco Central do piso cambial em relação ao euro. Acreditamos que serão necessárias importantes medidas adicionais de afrouxamento monetário que impactarão negativamente o franco suíço.</p>	<p>Nossa carteira de moedas consiste em posições compradas em dólar, euro e peso mexicano contra uma combinação de franco suíço, rande sul-africano e real.</p>
Bolsas	<p>Acreditamos que o cenário para o investimento em bolsa inspira cuidados. Teremos um ano com o crescimento doméstico sendo afetado negativamente por uma política monetária mais apertada, um quadro fiscal mais restritivo e, uma desaceleração de crédito. A isso se somam os riscos de restrição na oferta de energia.</p> <p>Embora a bolsa americana esteja negociando a múltiplos elevados, uma pequena exposição comprada aos ativos de renda variável nos EUA faz sentido num ambiente econômico com crescimento robusto.</p>	<p>Permanecemos sem posições no Ibovespa e com pequenas posições compradas em S&P 500.</p>

Fundos Allocation

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...o fraco crescimento econômico no Brasil e as medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo poderiam levar a um movimento de queda das taxas de juros de longo prazo. Porém, continuávamos céticos quanto à capacidade de o governo de implementar tal ajuste fiscal, por conta das dificuldades enfrentadas na esfera política.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um recuo das taxas de juros reais de longo prazo, porém, como forma de proteção da carteira, mantivemos também um posicionamento em juros nominais que se beneficiaria em caso de aumento da percepção de risco por parte dos investidores.	+	...tanto a curva de juros nominal quanto a real subiram no mês. O portfólio sofreu por conta de seu posicionamento em títulos de inflação longos, porém, a posição vendida em juros nominais protegeu o portfólio.
Câmbio	...uma exposição ao dólar poderia funcionar como uma boa proteção ao portfólio, em caso de haver deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil.	...movimentamos a exposição a dólar taticamente de forma a proteger o portfólio.	+	...a forte desvalorização do real, que acompanhou o movimento de deterioração da percepção de risco dos investidores fez com que essa posição contribuísse de forma relevante para o portfólio.
Bolsas	...investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	...mantivemos o posicionamento no fundo Multitrading Alpha.	+	O fundo Multitrading Alpha apresentou performance acima do CDI no mês.
Outros	...o crescimento econômico verificado nos EUA poderia fazer com que as ações americanas performassem bem.	...mantivemos posição comprada em S&P 500.	-	...o S&P caiu no mês, prejudicando a performance do fundo.
	...uma posição tomada em títulos de 10 anos americanos seria uma boa fonte de proteção para o caso de um processo de alta nos juros americanos não antecipado pelo mercado.	...mantivemos uma posição tomada em títulos de 10 anos americanos.	+	...as curvas de juros subiram e contribuíram para performance do fundo.

Fundos Multitrading: em geral, desempenho acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...o fraco crescimento econômico no Brasil e as medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo poderiam levar a um movimento de queda das taxas de juros de longo prazo. Porém, continuávamos céticos quanto à capacidade de o governo de implementar tal ajuste fiscal, por conta das dificuldades enfrentadas na esfera política.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um aumento do prêmio de risco em conjunto com uma posição aplicada em juros reais, que se beneficiaria em caso de confirmação de melhora da postura do governo, sem abrir mão do seguro inflacionário, caso as pressões nos índices de preços persistam.	+	...tanto a curva de juros nominal quanto a real subiram no mês. O portfólio sofreu por conta de seu posicionamento em títulos de inflação longos, porém, a posição vendida em juros nominais protegeu o portfólio.
Crédito	...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos as exposições a ativos de crédito.	+	O prêmio de carregamento dos títulos de crédito voltou a beneficiar o desempenho do portfólio.
Câmbio	...uma exposição ao dólar poderia funcionar como uma boa proteção ao portfólio, em caso de haver deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil.	...movimentamos a exposição a dólar taticamente de forma a proteger o portfólio.	+	...a forte desvalorização do real, que acompanhou o movimento de deterioração da percepção de risco dos investidores fez com que essa posição contribuísse de forma relevante para o portfólio.

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

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...o fraco crescimento econômico no Brasil e as medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo poderiam levar a um movimento de queda das taxas de juros de longo prazo. Porém, continuávamos céticos quanto à capacidade de o governo de implementar tal ajuste fiscal, por conta das dificuldades enfrentadas na esfera política.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um aumento do prêmio de risco em conjunto com uma posição aplicada em juros reais, que se beneficiaria em caso de confirmação de melhora da postura do governo, sem abrir mão do seguro inflacionário, caso as pressões nos índices de preços persistam.	+	...tanto a curva de juros nominal quanto a real subiram no mês. O portfólio sofreu por conta de seu posicionamento em títulos de inflação longos, porém, a posição vendida em juros nominais protegeu o portfólio.
Crédito	...os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	...mantivemos as exposições a ativos de crédito.	+	O prêmio de carregamento dos títulos de crédito voltou a beneficiar o desempenho do portfólio.
Câmbio	...uma exposição ao dólar poderia funcionar como uma boa proteção ao portfólio, em caso de haver deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil.	...movimentamos a exposição a dólar taticamente de forma a proteger o portfólio.	+	...a forte desvalorização do real, que acompanhou o movimento de deterioração da percepção de risco dos investidores fez com que essa posição contribuísse de forma relevante para o portfólio.
Bolsa	...por conta do cenário de desaceleração econômica intensa no Brasil e das incertezas neste momento de transição para uma nova política econômica, a performance das ações poderia ficar pressionada.	...montamos posições táticas que neste cenário, performariam bem caso a bolsa caísse.	+	...a bolsa apresentou uma leve queda no mês, favorecendo a performance do fundo.
	...o crescimento econômico verificado nos EUA poderia fazer com que as ações americanas performassem bem.	...mantivemos posição comprada em S&P 500.	-	...o S&P caiu no mês, prejudicando a performance do fundo.

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

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...o fraco crescimento econômico no Brasil e as medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo poderiam levar a um movimento de queda das taxas de juros de longo prazo. Porém, continuávamos céticos quanto à capacidade de o governo de implementar tal ajuste fiscal, por conta das dificuldades enfrentadas na esfera política.	...mantivemos a posição que se beneficiaria de um aumento do prêmio de risco em conjunto com uma posição aplicada em juros reais, que se beneficiaria em caso de confirmação de melhora da postura do governo, sem abrir mão do seguro inflacionário, caso as pressões nos índices de preços persistam.	+	...tanto a curva de juros nominal quanto a real subiram no mês. O portfólio sofreu por conta de seu posicionamento em títulos de inflação longos, porém, a posição vendida em juros nominais protegeu o portfólio.
Câmbio	...uma exposição ao dólar poderia funcionar como uma boa proteção ao portfólio, em caso de haver deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil.	...movimentamos a exposição a dólar taticamente de forma a proteger o portfólio.	++	...a forte desvalorização do real, que acompanhou o movimento de deterioração da percepção de risco dos investidores fez com que essa posição contribuísse de forma relevante para o portfólio.
Bolsa	...por conta do cenário de desaceleração econômica intensa no Brasil e das incertezas neste momento de transição para uma nova política econômica, a performance das ações poderia ficar pressionada.	...montamos posições táticas que neste cenário, performariam bem caso a bolsa caísse.	+	...a bolsa apresentou uma leve queda no mês, favorecendo a performance do fundo.
	...o crescimento econômico verificado nos EUA poderia fazer com que as ações americanas performassem bem.	...mantivemos posição comprada em S&P 500.	-	...o S&P caiu no mês, prejudicando a performance do fundo.

Temas e Estratégias

Temas de investimento	Estratégias
<p>Economia brasileira passa por difícil processo de ajuste. A nova equipe econômica vem fazendo um trabalho impressionante visando corrigir distorções na economia brasileira, que envolvem desde subsídios, políticas de preços equivocadas e artifícios para apresentar números fiscais melhores (ou menos piores). O legado tem se mostrado mais pesado do que antecipado, mas esperamos que o governo continue a trilhar neste caminho. Como todo processo de ajuste, a dificuldade é enorme, e aumenta mais com um governo que apresenta baixa popularidade. Os riscos, portanto, são ainda muito grandes.</p>	<p>Os fundos multimercados têm mantido estratégia de juros e inflação com característica razoavelmente otimista. As carteiras possuem exposição aplicada em juros reais (compradas em NTN-B), assim como estão compradas em inflação implícita (compradas em NTN-B travadas com o respectivo contrato de DI). Embora o ajuste fiscal tenha impactos baixistas sobre a inflação no longo prazo, a correção na distorção dos preços leva a um aumento da inflação no curto prazo.</p>
<p>Economia dos EUA continua a se recuperar. A última reunião da autoridade monetária dos EUA (FOMC) sinalizou que os juros podem demorar mais tempo para subir. Há menores pressões inflacionárias (com queda em preços de commodities) e o movimento de fortalecimento do dólar contribui para aumentar a incerteza sobre o crescimento dos EUA.</p>	<p>Os fundos mantêm exposição comprada em dólares e na bolsa dos EUA (S&P). Parte da exposição ao dólar é contra o real, o que tende a funcionar como uma espécie de contraponto à exposição em juros. Caso a autoridade monetária dos EUA opte por estender o estímulo monetário, o dólar poderia perder valor, mas os ativos de bolsa poderiam se beneficiar, o que justifica a exposição comprada em S&P.</p>
<p>Mundo entrou em nova rodada de mais estímulos monetários. O Banco Central Europeu assumiu, talvez, papel de maior destaque em março, ao confirmar a implementação de agressivo programa de estímulo monetário. Ele se juntou a outras autoridades, que já vinham aproveitando as menores taxas globais de inflação, justamente para tentar estimular o crescimento.</p>	<p>Os fundos mantêm exposição vendida ao euro, sendo que a exposição oscilou ao longo do mês. Após a reunião do FOMC, a tendência de valorização do dólar perdeu um pouco de força, o que levou os fundos a ajustarem suas posições, chegando até mesmo a zerar por alguns dias. A tendência de fortalecimento do dólar continua em voga, mesmo que apresente alguma volatilidade.</p>

Fundos Ibovespa Ativo: em geral, desempenho abaixo do benchmark, que subiu 0,84% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
... o setor de papel e celulose se beneficia de um real mais fraco. Além disso, a Suzano está passando por um processo de desalavancagem financeira, refletindo melhorias operacionais da empresa.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+	...positivos. O papel subiu, basicamente, em função da apreciação do dólar frente ao real.
... a Klabin é uma empresa sólida com projetos bem vistos pelo mercado e resiliente a uma economia mais fraca, além de pertencer ao setor de papel e celulose, que se beneficia em cenários de desvalorização cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Klabin.	+	...positivos. A continuação da desvalorização cambial no mês de março e a característica defensiva em cenários desafiadores beneficiou o papel.
...Fibria é mais uma empresa que faz parte do setor de papel e celulose, mas preferimos Suzano e Klabin dentro do setor.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Fibria.	-	...negativos. Seguindo a mesma linha do setor de papel e celulose descrito anteriormente, o papel valorizou-se em função da desvalorização cambial.
...Ultrapar apresentava um valuation pouco atrativo.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Ultrapar.	-	...negativos. A empresa apresentou um bom resultado no 4º trimestre 14, e o papel acabou apresentando boa performance no mês.

Fundos de Retorno Absoluto: rentabilidade acima do Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
... o setor de papel e celulose se beneficia de um real mais fraco. Além disso, a Suzano está passando por um processo de desalavancagem financeira, refletindo melhorias operacionais da empresa.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+	...positivos. O papel subiu, basicamente, em função da apreciação do dólar frente ao real.
... a Klabin é uma empresa sólida com projetos bem vistos pelo mercado e resiliente a uma economia mais fraca, além de pertencer ao setor de papel e celulose, que se beneficia em cenários de desvalorização cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Klabin.	+	...positivos. A continuação da desvalorização cambial no mês de março e a característica defensiva em cenários desafiadores beneficiou o papel.
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale.	+	...positivos. A queda do preço do minério no mês de março impactou a performance do papel negativamente.

Fundos de Sustentabilidade Empresarial: rentabilidade acima do benchmark (ISE), que caiu 2,14% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
...o setor de papel e celulose se beneficia de um real mais fraco. Além disso, a Suzano está passando por um processo de desalavancagem financeira, refletindo melhorias operacionais da empresa.	...mantivemos posição acima do benchmark em Suzano.	+
...a Klabin é uma empresa sólida com projetos bem vistos pelo mercado e resiliente a uma economia mais fraca, além de pertencer ao setor de papel e celulose, que se beneficia em cenários de desvalorização cambial.	...mantivemos posição acima do benchmark em Klabin.	+
...Fibria é mais uma empresa que faz parte do setor de papel e celulose, mas preferimos Suzano e Klabin dentro do setor.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em Fibria.	-

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

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
...o setor de papel e celulose se beneficia de um real mais fraco. Além disso, a Suzano está passando por um processo de desalavancagem financeira, refletindo melhorias operacionais da empresa.	...montamos uma posição Long em SUZB5.	+
...as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	...montamos uma posição Short em VALE5.	+
...uma posição que refletisse nossa visão de um dólar mais apreciado seria adequado para o fundo long & short.	...montamos uma posição Long em SLCE3.	+

Fundos Small Cap: rentabilidade abaixo do parâmetro de performance (índice SMLL), que subiu 0,92% no mês

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
...Ecorodovias é uma empresa com valuation atrativo, e seria beneficiada com o recuo das taxas de juros, por ser avaliada de acordo com uma geradora de fluxo de caixa.	...mantivemos posição acima do benchmark em Ecorodovias.	-	...negativos. O papel sofreu com o mercado questionando a disciplina de capital da empresa após a oferta agressiva realizada no leilão da concessão ponte Rio/Niterói, no qual a companhia saiu vencedora.
...as atuais condições da economia não favoreciam o setor de construção residencial.	...mantivemos posição em MRV Engenharia abaixo do benchmark.	-	...negativos. A empresa apresentou bons resultados no 4T14.

Fundos de Dividendos: rentabilidade abaixo do benchmark (IDIV), que caiu 4,14% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
...por ser uma empresa que apresenta sólida geração de caixa, temos a Comgás como uma boa pagadora de dividendos.	...mantivemos a posição no papel acima do benchmark	+	...positivos. O papel apresentou recuperação técnica no mês, dadas as sucessivas quedas dos meses anteriores.
...as atuais condições da economia não favoreciam o setor de propriedades comerciais, além da empresa oferecer dividendos pouco atrativos.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em BR Properties.	-	...negativos. O anúncio da OPA acabou impulsionando a performance do papel no mês.
...a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN.	-	...negativos. O papel subiu, impulsionado pela renovação do programa de recompra pelo controlador.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	Mantemos uma visão ainda construtiva com os bancos privados, apesar de reconhecermos um cenário mais desafiador para a qualidade das suas carteiras de crédito. O aumento do desemprego já em curso, associado à perda do poder de compra da população decorrente da inflação mais alta, deve causar aumento na inadimplência de pessoas físicas. No lado corporativo, também identificamos risco de piora, mais especificamente em empresas da cadeia de petróleo e construção pesada. Entretanto, esses efeitos negativos devem ser mais do que compensados pelo aumento relevante dos spreads praticados pelos bancos. Esperamos crescimento de lucros acima de 10% para os principais bancos privados. Isso, associado a um valuation bastante atrativo (múltiplo P/L na casa das 9x) deve assegurar uma retorno positivo para os próximos 12 meses.
Cíclicos Globais	Acima do benchmark	Nossa posição ainda está concentrada em celulose. Por ser fundamentalmente exportador, com demanda distribuída geograficamente entre Europa, Ásia e América do Norte, esse setor beneficia-se dos novos patamares de câmbio, sem os problemas de uma demanda doméstica mais fraca. Após o período de estabilização, com a absorção da entrada de capacidade das unidades brasileiras, os preços mundiais de celulose de fibra curta mostraram boa recuperação, com a forte demanda mundial. Adicionalmente, as empresas desse setor são superavitárias em energia elétrica, o que contribui para o isolamento frente a um eventual racionamento de energia.
Cíclicos Domésticos	Ligeiramente abaixo do benchmark	Pretendemos manter uma posição mais leve no segmento, através de uma posição abaixo do benchmark em varejo e nas incorporadoras. Entendemos que o cenário macroeconômico recomenda cautela, com vendas do varejo deprimidas por conta de uma baixa confiança do consumidor. O mesmo fenômeno já se faz sentir no mercado imobiliário, com lançamentos e vendas apresentando quedas relevantes se comparados ao ano passado, além de níveis de distrato bastante elevados.
Regulados	Abaixo do benchmark	Pretendemos manter posição abaixo do benchmark no setor elétrico. Avaliávamos que, além do cenário político ainda incerto, o setor elétrico apresenta, aos atuais preços, uma expectativa de retorno para o acionista aquém do que demandamos.
Defensivos Domésticos	Abaixo do benchmark	Mantemos esta exposição através, principalmente, de uma posição abaixo do benchmark em consumo e Ultrapar. Apesar da maior previsibilidade de lucro em um ambiente macroeconômico adverso, acreditamos que os preços destas ações já incorporam estas características e vemos menor retorno esperado para estas companhias.

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

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

Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company 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, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.



Tipo CVM	Fundo	Rentabilidade					Patrimônio		Taxa de adm. / perf.	Aplic. inicial	Data de início
		mar 15	2015	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Médio 12 meses ¹	31 mar 2015			
Referenciado	(1) Western Asset Invest DI FI Referenciado	1,04%	2,78%	11,10%	20,87%	30,09%	R\$ 155,11 milhões	R\$ 85,93 milhões	0,30%	não há	21/02/2002
	Parâmetro de Rentabilidade (CDI)	1,03%	2,81%	11,25%	21,13%	30,24%					
	(2) Western Asset Hedge Dólar FI Referenciado	12,00%	20,93%	40,69%	58,33%	76,72%	R\$ 90,91 milhões	R\$ 123,21 milhões	1,00%	R\$ 25 mil	02/10/1995
	Parâmetro de Rentabilidade (PTAX)	11,46%	20,77%	41,76%	59,30%	76,06%					
	(3) Western Asset Crédito Corporativo FI Renda Fixa Crédito Privado ²	-	-	-	-	-	-	R\$ 54,44 milhões	0,50%	R\$15 mil	29/10/2014
	Parâmetro de Rentabilidade (CDI)	-	-	-	-	-					
Renda Fixa	(4) Western Asset Tradicional FI RF	1,06%	2,91%	11,26%	20,51%	30,76%	R\$ 51,18 milhões	R\$ 53,79 milhões	0,30%	R\$ 25 mil	04/02/2002
	Parâmetro de Rentabilidade (CDI)	1,03%	2,81%	11,25%	21,13%	30,24%					
	(5) Western Asset RF Ativo FI	1,07%	3,14%	11,18%	19,14%	30,59%	R\$ 673,22 milhões	R\$ 718,91 milhões	0,40%	R\$ 25 mil	21/03/2000
	Parâmetro de Rentabilidade (CDI)	1,03%	2,81%	11,25%	21,13%	30,24%					
	(6) Western Asset IMA-B Ativo FI RF	-0,24%	3,40%	15,38%	7,83%	26,56%	R\$ 87,52 milhões	R\$ 87,23 milhões	0,50%	R\$ 25 mil	24/09/2010
	Parâmetro de Rentabilidade (IMA-B)	-0,28%	3,38%	15,53%	8,98%	27,55%					
	(7) Western Asset IMA-B5 Ativo FI RF	0,97%	4,62%	12,26%	-	-	R\$ 74,15 milhões	R\$ 87,32 milhões	0,40%	R\$ 25 mil	27/08/2013
	Parâmetro de Rentabilidade (IMA-B5)	1,03%	4,36%	13,15%	-	-					
	(8) Western Asset IMA-G (ex-C) FI RF	0,12%	2,81%	12,29%	13,08%	26,96%	R\$ 58,92 milhões	R\$ 58,89 milhões	0,35%	R\$ 25 mil	06/09/2011
Parâmetro de Rentabilidade (IMA-G (ex C))	0,09%	2,68%	12,54%	14,77%	28,49%						
(9) Western Asset IRF-M Ativo FI Renda Fixa*	-0,43%	1,96%	-	-	-	R\$ 8,75 milhões	R\$ 22,77 milhões	0,50%	R\$ 25 mil	14/03/2014	
Parâmetro de Rentabilidade (IRF-M)	-0,03%	2,05%	-	-	-						
Ações	(10) Western Asset Ibovespa Ativo FIA	-0,89%	2,05%	0,94%	-10,15%	-16,69%	R\$ 28,01 milhões	R\$ 23,38 milhões	1,00%	R\$ 5 mil	07/07/1997
	Parâmetro de Rentabilidade (Ibovespa)	-0,84%	2,29%	1,46%	-9,23%	-20,71%					
	(11) Western Asset Prev IBrX Alpha FIA	-0,64%	0,93%	0,54%	-8,62%	-	R\$ 13,46 milhões	R\$ 21,49 milhões	0,75% + 20% do que exceder o IBrX	R\$300 mil	26/02/2013
	Indicador de Referência (IBRX)	-0,50%	2,38%	1,69%	-1,57%	-					
	(12) Western Asset Dividend Yield FIA	-0,61%	0,69%	2,38%	-9,71%	-8,71%	R\$ 79,9 milhões	R\$ 63,5 milhões	2,00%	R\$ 5 mil	02/07/2010
Indicador de Referência (IDIV)	-4,14%	-6,21%	-20,86%	-23,59%	-22,74%						
(13) Western Asset Sustentabilidade Empresarial FIA	-2,11%	-0,01%	2,45%	-3,98%	1,54%	R\$ 52,57 milhões	R\$ 47,5 milhões	2,00%	R\$ 5 mil	23/08/2010	
Parâmetro de Rentabilidade (ISE)	-2,14%	0,09%	1,79%	-0,17%	5,91%						
(14) Western Asset FIA BDR Nível I	10,34%	20,64%	-	-	-	-	R\$ 55,4 milhões	1,50%	R\$ 25 mil	06/05/2014	
Parâmetro de Rentabilidade (S&P 500*) em R\$	9,52%	21,30%	-	-	-						
Multimercado	(15) Western Asset Multi Return FIM	1,64%	3,60%	12,10%	21,04%	30,98%	R\$ 30,43 milhões	R\$ 27,88 milhões	0,80% + 20% do que exceder o CDI	R\$ 15 mil	30/11/2007
	Parâmetro de Rentabilidade (CDI)	1,03%	2,81%	11,25%	21,13%	30,24%					
	(16) Western Asset Dinâmico FIM	2,23%	4,38%	13,05%	21,35%	33,16%	R\$ 86,29 milhões	R\$ 91,06 milhões	1,00%	R\$ 15 mil	11/11/2003
	Parâmetro de Rentabilidade (CDI)	1,03%	2,81%	11,25%	21,13%	30,24%					
	(17) Western Asset Multitrading H FIM	1,75%	3,62%	13,19%	20,32%	30,02%	R\$ 139,79 milhões	R\$ 145,26 milhões	1,10%	R\$ 1 mil	14/01/2003
	Parâmetro de Rentabilidade (CDI)	1,03%	2,81%	11,25%	21,13%	30,24%					
(18) Western Asset Multitrading Alpha FIM	2,61%	4,95%	15,29%	12,52%	16,86%	R\$ 8,16 milhões	R\$ 9,75 milhões	1,50% + 20% do que exceder o CDI	R\$ 15 mil	24/10/2007	
Parâmetro de Rentabilidade (CDI)	1,03%	2,81%	11,25%	21,13%	30,24%						
(19) Western Asset US Index 500 FIM	-0,72%	2,22%	22,89%	-	-	R\$ 156,38 milhões	R\$ 220,68 milhões	1,00%	R\$ 25 mil	30/04/2013	
Parâmetro de Rentabilidade (S&P 500*)	-1,74%	0,44%	10,44%	-	-						

* A política de investimento do fundo foi alterada significativamente a partir de 17/12/2014. Até então o fundo tinha como objetivo superar a rentabilidade do IMA-B5+. A partir da alteração, o fundo passou a ter como objetivo superar a rentabilidade do IRF-M. Por esta razão, consoante com as disposições da ANBIMA, as informações relativas a rentabilidade e ao patrimônio líquido médio estão sendo demonstradas a partir da data de vigência da nova política, apesar do fundo ter se iniciado em 14/03/2014.¹ Média aritmética da soma do PL do último dia útil de cada mês. ² O fundo existe a menos de 6 meses, logo é vedada a divulgação de sua performance. Para avaliação da performance de um Fundo de Investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 meses. O Índice S&P 500[®] é um produto da S&P Dow Jones Indices LLC ("SPDJI"). A rentabilidade é líquida de taxa de administração e performance, se aplicável, mas não é líquida de impostos. Os Fundos possuem Regulamento, Prospecto e Lâmina de Informações Essenciais que podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico [www.westernasset.com.br] Não há garantia de que os fundos citados acima nas categorias Renda Fixa & Referenciado e Multimercado terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Para os fundos (2), (4) a (9), (15), (16) e (19), a data do pagamento do resgate é diversa da data do pedido e da conversão de cotas. No caso dos fundos (3), (10) a (14), (17), e (18) pedido de resgate, a conversão de cotas, e o pagamento ocorrem em datas diferentes. Os fundos (2), (15) a (18) estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O fundo 12 não possui parâmetro de performance portanto os indicadores acima tratam-se de mera referência econômica. Fundos (8) e (14): investidores qualificados; demais fundos: investidores em geral. Este material de divulgação é um breve resumo, com fins informativos, e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de cotas. 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 CREDITOS - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O PROSPECTO, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR. A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, S.ão Paulo - SP - 04543-011.