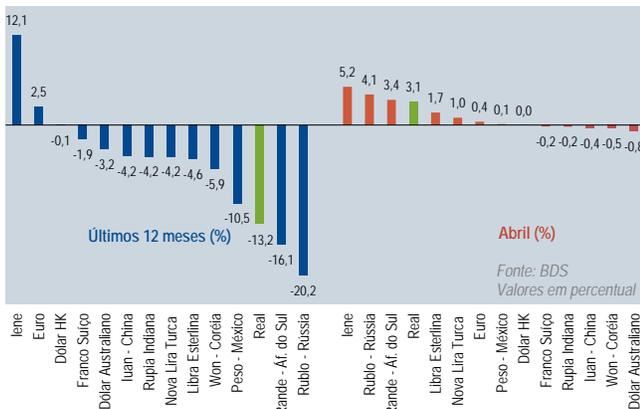


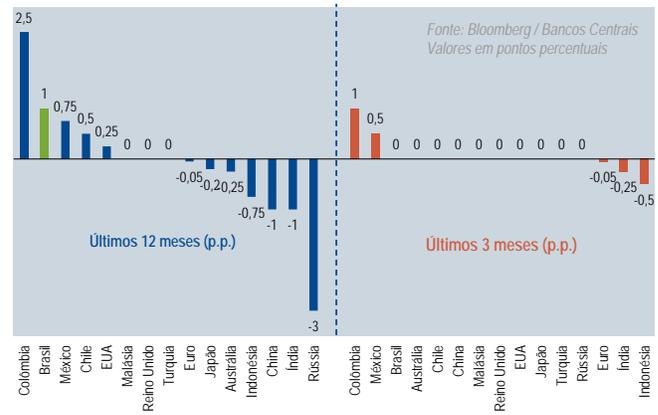
Moedas (contra o dólar)

O real novamente seguiu a tendência de desvalorização global do dólar. Destaque para o iene, que valorizou-se na esteira de sinais contraditórios do BoJ.



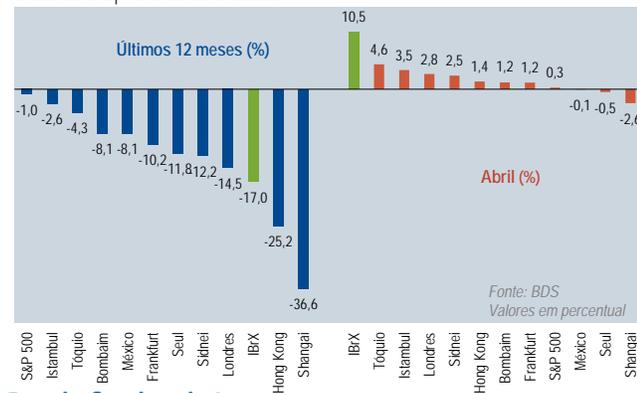
Taxas básicas de juros - variação

O Brasil perdeu o posto de maior aperto monetário do mundo para a Colômbia.



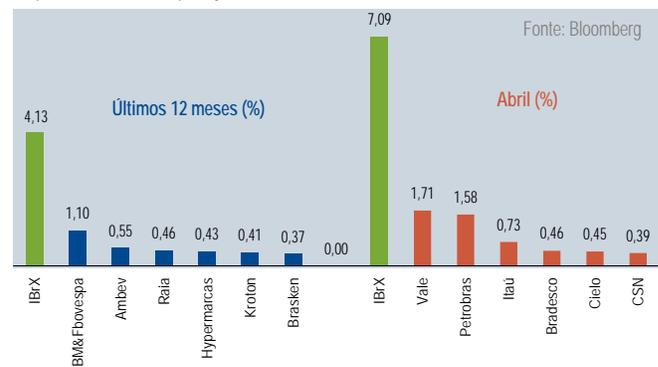
Bolsas do mundo (em dólar)

A evolução do cenário político colocou novamente a bolsa brasileira em destaque. Nos últimos 12 meses, no entanto, a bolsa local só supera as chinesas.



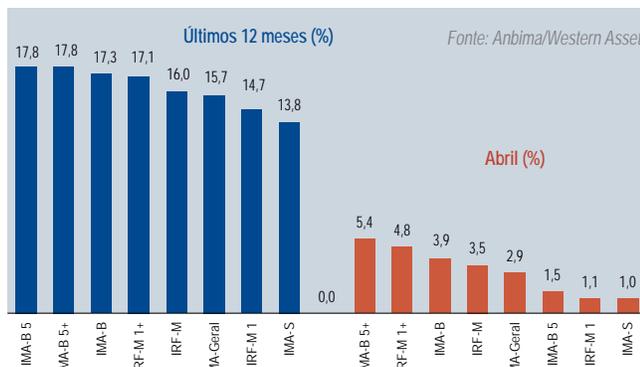
Principais contribuições para o IBRX

Mais um mês em que o rally se concentrou nos bancos e Petrobrás. Vale e CSN também se destacaram, por conta da recuperação espetacular dos preços do minério.



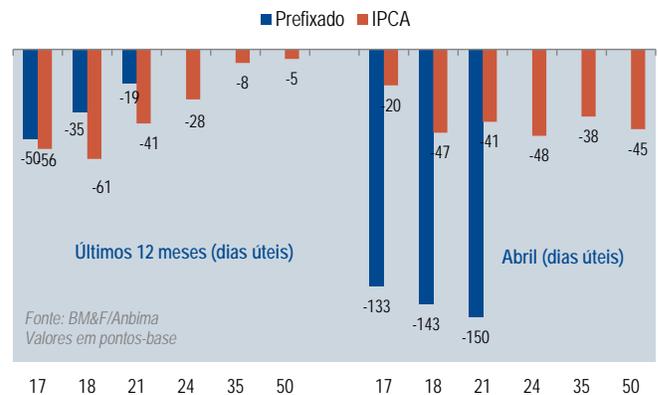
Renda fixa local - I

Mais um mês da recuperação dos IMAs com os desenvolvimentos do cenário político, que voltaram a render mais que o IMA-S.



Renda fixa local - II

Pela primeira vez desde janeiro/2015 tivemos toda a curva de juros recuando em 12 meses.



FATOS QUE MARCARAM OS MERCADOS EM ABRIL

	Renda Fixa	Câmbio	Bolsa
A admissibilidade do impeachment foi aprovada na Câmara, e agora segue no Senado			
As expectativas de inflação começaram a recuar, em função do recuo da inflação corrente e da mudança no cenário político			
O BC interveio fortemente no mercado de câmbio, através do oferecimento de swaps reversos.			
Além do Fed não subir a taxa básica em abril, o comunicado e a ata foram lidos pelo mercado como <i>dovish</i> , apontando a fraqueza da recuperação da economia norte-americana e a baixa inflação.			
Os preços do petróleo e do minério de ferro recuperaram-se fortemente, indicando diminuição de probabilidade de um <i>hard-landing</i> na China.			

O QUE ESPERAMOS

Cenário Internacional:

Nesta edição, trazemos um artigo de Chia-Liang Lian (CL), Head de Mercados Emergentes da Western Asset, sobre as perspectivas para esta classe de ativo do ponto de vista do investidor global. CL responde à questão: investir em moeda local de mercados emergentes ainda faz sentido? Esta análise torna-se ainda mais importante neste momento, em que economias emergentes, como a brasileira, dependem mais do que nunca de fluxos globais para sustentar e impulsionar os preços de seus ativos.

Dívida Emergente Local: um Paradigma Perdido?

Por Chia-Liang Lian, head de Mercados Emergentes da Western Asset

A experiência de investir em dívida local de mercados emergentes (ME) ao longo dos últimos 3 anos tem sido análoga à de descascar uma cebola. Não tem sido uma experiência para os fracos de coração; na medida em que as camadas vão sendo puxadas, tem sido uma batalha constante conter as lágrimas. Os investidores nesta classe de ativos têm realmente experimentado uma "tempestade perfeita".

A primeira onda foi induzida pelo Federal Reserve (Fed) em meados de 2013, quando o Fed adotou um tom mais *hawkish* em sua comunicação. As ondas que se seguiram acentuaram a baixa dos mercados e fizeram os investidores globais clamarem por dólares. A escalada das tensões geopolíticas na Rússia e os desdobramentos de escândalos corporativos no Brasil custaram aos dois países seus ratings soberanos de grau de investimento. O crescimento mais lento da China traduziu-se em uma queda prolongada dos preços das commodities, o que afetou as contas correntes da maioria dos ME. Finalmente, para piorar a situação, um movimento de Beijing para ajustar o yuan chinês (CNY), em agosto de 2015, alimentou temores de um *hard landing* na China.

O impacto sobre os títulos locais dos ME ficou evidenciado pela maior sequência de perdas desde a sua criação como uma classe de ativos dominante, na virada do milênio. Usando o J. P. Morgan Global Bond Index-Emerging Markets Global Diversified (GBI-EM GD) como um índice de referência, a dívida local dos ME acumula retornos negativos há 3 anos consecutivos, a uma taxa anualizada de -10% entre 2013 e 2015. Estes retornos desafiam a narrativa de melhoras fundamentais nas economias emergentes, um paradigma em que o próprio caso de investimento em ME se baseia. Na verdade, trata-se de um contraste gritante com a experiência da década anterior, quando o benchmark quase triplicou em valor.

Olhando para trás, uma fonte primária de volatilidade nos ME pode ser atribuída à gigantesca expansão do PIB da China, após a sua

adesão à Organização Mundial do Comércio em 2001. No espaço de uma década, o PIB chinês quadruplicou em tamanho, graças a massivos investimentos em infraestrutura, e que ajudaram a catapultar a economia chinesa no ranking das grandes economias do mundo. Isto teve pelo menos duas implicações importantes para os ME.

Primeiro, a China ajudou a alimentar um boom de commodities global que trouxe as economias emergentes para o centro do palco do mundo. Tão imensa foi a demanda da China por importações de matérias-primas, que o saldo comercial de alguns países da América Latina dependentes de commodities se inverteu de déficit para superávit. Uma consequência não intencional, no entanto, foi o fracasso de alguns políticos de países emergentes de não atribuir os ventos favoráveis a fatores exógenos pelo lado da demanda. Isso provavelmente provocou o efeito de diluir a urgência e o incentivo para que esses países perseguissem reformas estruturais internas.

Em segundo lugar, dado o acesso estrangeiro limitado a oportunidades *onshore* nos mercados chineses, os fluxos de carteira foram desviados para os mercados locais dos seus principais beneficiários, principalmente na América Latina, nos anos anteriores a 2011. Esta tendência foi reforçada pelas perdas nos mercados desenvolvidos durante a crise financeira global de 2008-09. O resultante crescimento da exposição a ME ao longo dos anos, tanto por investidores estratégicos quanto por especuladores de curto prazo, como uma proxy para expressar o crescimento chinês, forneceu o pano de fundo técnico para uma queda acentuada.

A questão é se a experiência traumática dos últimos 3 anos deve ser vista como prova suficiente de que o embasamento para o investimento em ME foi falho. Nós não estamos neste campo, por alguns motivos.

- **Soft Landing chinês:** Em relação à trajetória de crescimento a médio prazo na China, a Western Asset coloca-se firmemente no campo do *soft landing*, e prevê uma moderação do crescimento anual para 5%-6% (sobre a China, veja a nossa newsletter de abril relativa ao mês de março, com Perguntas e Respostas do nosso analista de Ásia, Desmond Soon). A transição de uma economia baseada na indústria para uma lastreada em serviços deverá ser, sem dúvida, irregular. No entanto, a profunda influência da China sobre o comércio internacional e nos mercados financeiros continuará a ser sentida. No comércio mundial, a China está se transformando de um produtor para um consumidor. A inclusão oficial do CNY ainda este ano como a quinta moeda na Cesta de Direitos Especiais de Saque (SDR) do Fundo Monetário Internacional irá marcar uma etapa importante em seus esforços de vários anos para liberalizar a conta capital. Nós acreditamos que a possibilidade de uma futura inclusão da dívida denominada em CNY em benchmarks-chave terá um efeito salutar sobre dívida local de ME como um todo.

- **Fatores técnicos:** Uma debandada de “investidores-turista”, como resultado da publicidade negativa em torno dos ME, sugere uma melhora da base técnica dos investidores nesta classe de ativo. Com os bancos centrais do G3 mantendo um viés acomodatório, acreditamos que o mercado está maduro para um ressurgimento do interesse pelos investidores, tanto os dedicados a ME quanto os generalistas, no contexto de cortes substanciais de exposição ocorridos nos últimos anos. Para investidores institucionais de longo prazo, incluindo Fundos Soberanos, a dívida local de ME oferece um benefício importante de diversificação de carteiras. Além disso, os *valuations* são atraentes. Atualmente, o GBI-EM GD apresenta um *yield* de 6,35%, com *duration* de menos de 5 anos.

- **Tendência secular:** É verdade que desafios fundamentais significativos vieram à tona em alguns países emergentes. No entanto, acreditamos que o paradigma de melhorias fundamentais nos ME permanece intacto, e vemos a correção dos preços dos ativos como transitória. A mudança necessária no paradigma é que os investidores devem deixar de ver a dívida local dos ME como uma aposta de “lucro certo”, como alguns poderiam considerar antes do *Taper Tantrum*¹ de maio de 2013. O processo de maturação dos ME é evolutivo, e o ritmo do progresso socioeconômico pode variar drasticamente de um país para o outro. A necessidade de diferenciar histórias de crédito de longo prazo no universo altamente diversificado de países emergentes, com base no seu mérito individual é, portanto, de suma importância. Dito de outro modo, de agora em diante, o investimento em dívida local dos ME deixará de ser baseado no tema único da demanda chinesa por commodities.

Como gestores ativos, vemos a heterogeneidade dos ME como uma força, não como uma falha. Acreditamos que cria uma oportunidade única para auferir retornos atraentes, sobretudo tendo em conta a atual sub alocação por investidores estratégicos de longo prazo. Ao avaliar sua atratividade, evitaríamos os extremos de eterno otimismo ou de pessimismo perpétuo.

Voltando à analogia da cebola, embora possam ocasionalmente causar lágrimas, as cebolas são um ingrediente extremamente versátil e crítico em uma ampla variedade de pratos da culinária internacional. Devidamente selecionados, acreditamos que uma alocação em dívida local de ME atende o paladar dos mais exigentes investidores, dada a força crescente dos países emergentes, em um horizonte de investimento de longo prazo.

¹ O mercado chama de *Taper Tantrum* a expectativa do fim dos estímulos monetários (Quantitative Easing – QE), anunciado em maio de 2013 pelo então presidente do Fed, Ben Bernanke.

Mercados Locais

Renda Fixa

Abril foi mais um mês de rally das taxas de juros. Em média, a curva prefixada, nos setores médio e longo, recuou impressionantes 400 pontos-base desde o início do ano, enquanto as taxas de juros reais recuaram entre 100 e 120 pontos-base, também nos setores médio e longo. Isto significa que a taxa de inflação implícita recuou cerca de 3 pontos percentuais neste período: estava em cerca de 9% no início do ano, e hoje está por volta de 6%. Mais do que expectativas de desinflação, tivemos uma desinflação das expectativas. No início do ano, com a sensação de que o governo não mais reunia condições políticas para recolocar a dívida pública em trajetória sustentável, o mercado colocou nos preços dos títulos um prêmio elevado pelo risco inflacionário: afinal, a única saída para equacionar a gigantesca dívida pública (sem considerar a possibilidade de um calote em norma), seria a surpresa inflacionária. Este foi um movimento tipicamente de mercado, pois o relatório Focus, que reúne o consenso dos economistas, não chegou a corroborar este nível de inflação, principalmente no longo prazo.

Três fatores concorreram para que ocorresse esta reversão brutal de expectativas. O primeiro foi uma sucessão de surpresas positivas na inflação corrente a partir de fevereiro. De fato, com a economia em depressão e com as condições monetárias mais do que apertadas, era de se esperar que, mais cedo ou mais tarde, a inflação começasse a dar mostras de arrefecimento. No entanto, até começar a acontecer, permanece a dúvida, dados os grandes choques inflacionários ocorridos em 2015. O segundo foi o comportamento da taxa de câmbio, que a partir do final de fevereiro começou a recuar, quebrando o círculo vicioso até então vigente de piora na percepção de risco-país levando a depreciações cambiais subsequentes. O câmbio, por sua vez, foi influenciado por um cenário global mais benigno e pelo componente político citado a seguir.

O terceiro fator, mais importante, foi a perspectiva de mudança política. Com um governo que pudesse contar com um suposto maior apoio do Congresso, poderia haver o encaminhamento de reformas fiscais que pudessem aumentar a confiança na sustentabilidade da trajetória da dívida. Além disso, também aumentariam as chances de uma recuperação mais rápida da atividade econômica, o que igualmente beneficiaria o equilíbrio fiscal.

Parece-nos que ainda há espaço para recuos adicionais das taxas de juros. No final de abril, a curva de juros prefixados embutia aproximadamente 200 pontos-base de cortes da Selic. Avaliamos que o novo Banco Central poderá contar com a ajuda de uma gestão fiscal mais alinhada, o que daria espaço para cortes ainda maiores ao longo de 2017. O momento desta redução, no entanto, não é

certo. O COPOM, sob nova direção, poderia optar por manter a taxa Selic em 14,25% por mais algum tempo, com o objetivo de induzir as expectativas de inflação para mais próximo do centro da meta, antes de iniciar o processo de afrouxamento monetário. Ou, acreditando que esta convergência já estaria contratada, poderia iniciar o ciclo de queda de juros já no COPOM de junho ou julho. Esta decisão não é simples, e o nome do presidente do Banco Central indicado pelo novo governo poderá sinalizar o tom da política monetária daqui em diante. Por esta razão, estamos iniciando uma migração de nossas posições para o setor médio da curva de juros, menos dependente das decisões de política monetária de curto prazo.

Câmbio

O rally do real continuou em abril, acumulando valorização de 13% desde o início do ano, em relação ao dólar. Teria sido provavelmente maior, não fosse a pesadíssima intervenção do BC no mercado, revertendo operações de swap, no valor aproximado de US\$38 bilhões, levando o estoque para US\$ 62 bilhões, mesmo nível de outubro/2013. Aparentemente, apesar do discurso de "suavização da volatilidade", o BC escolheu o nível de R\$ 3,50 para desenhar uma linha na areia, e vem atuando pesadamente neste nível. Mantido este ritmo, o estoque de swaps esgota-se em pouco mais de dois meses. Considerando a melhora do cenário global e, principalmente, do cenário político doméstico, não se deve descartar esta hipótese. Ainda mais porque seria uma oportunidade de o BC livrar-se destes instrumentos para lá de controversos. De qualquer forma, assim como no mercado de juros, uma melhor avaliação da atuação do BC deve aguardar o próximo governo. Um BC menos ou mais intervencionista será sinalizado pela escolha de seu novo presidente. É de se esperar, considerando o discurso mais liberal do PMDB de Temer, menor intervenção. Mas a valorização do real é rejeitada por uma parcela importante das entidades empresariais que apoiam o futuro governo. Por outro lado, um real mais valorizado ajuda na contenção das expectativas de inflação, podendo influenciar positivamente a política monetária do novo governo. É nesta corda bamba que o BC, nos próximos meses, procurará andar sem cair. Considerando o atual cenário global e as expectativas para o novo governo no Brasil, deixado livre, a tendência é de valorizações adicionais do real.

Do ponto de vista fundamentalista, o atual nível do Real, combinado com a depressão econômica pela qual estamos passando, está sendo suficiente para recuperar rapidamente o déficit nas contas correntes, como temos visto pelas sucessivas surpresas positivas na balança comercial nos últimos meses. Apreciações adicionais e uma eventual recuperação da atividade econômica podem, eventualmente, interromper esta recuperação das contas externas. No entanto, em países com baixa taxa de poupança doméstica, como é o caso do Brasil, é natural, e até um pressuposto para o crescimento, ter contas correntes deficitárias, sinal de que se está

conseguindo importar poupança externa para o financiamento do investimento e do consumo. Este déficit, para que não acarrete em crises de balanço de pagamentos, deve ser visto como sustentável, o que é plenamente viável em uma economia com políticas macroeconômicas coerentes. A forma estrutural de evitar-se déficit em contas correntes é o aumento da poupança doméstica, que somente virá a partir de um ambiente propício ao investimento.

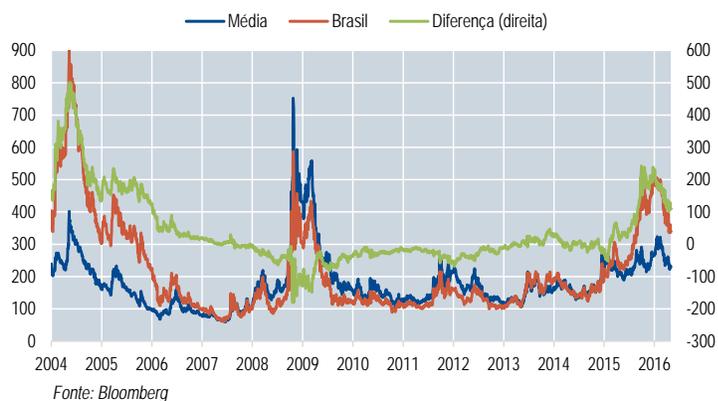
Bolsa

O IBrX valorizou-se mais 7% em abril, acumulando alta de 22% em 2016. É o melhor início de ano para a bolsa desde 2009, quando a bolsa acumulou 25% de alta nos quatro primeiros meses do ano. Naquele ano, a bolsa vinha se recuperando do tombo de 2008, causado pela crise financeira internacional. Desta vez, no entanto, tivemos como pano de fundo principal o cenário político, e a esperança de reversão do quadro macroeconômico caótico que levou a bolsa local a três anos seguidos de retornos negativos (2013, 2014 e 2015).

A bolsa vem antecipando uma suposta melhora da atividade econômica (e dos lucros das empresas) com a perspectiva de mudança do governo. Em nosso cenário atual, os lucros devem crescer cerca de 15% em 2016 e 5% em 2017. Se este cenário se confirmar, o P/L da bolsa hoje, considerando os lucros de 2016, está em 18. Para manter este P/L no final de 2016 (considerando o crescimento de lucros para o ano seguinte), a bolsa deveria subir 10% adicionais em 2016. Como 18 é um nível de P/L bem acima da média histórica, manter este patamar já significa um objetivo bastante desafiador, a menos que ocorra uma melhora sensível do cenário econômico para 2017.

Realizamos um outro exercício, desta vez *bottom-up*: digamos que cada ação do IBrX atingisse o máximo P/L alcançado nos últimos 3 anos. Considerando os lucros esperados para os próximos 12 meses, poderíamos ter alta adicional de 24% da bolsa. Seria, sem dúvida, a precificação de um cenário perfeito, mas é útil para termos uma ideia da valorização que a bolsa poderia experimentar no curto prazo, caso o novo governo consiga uma execução perfeita de seus planos de equilíbrio fiscal.

Risco-País (CDS 5 anos)



Este gráfico mostra o risco-país (medido pelo CDS – *Credit Default Swaps* de títulos de 5 anos) do Brasil e de uma média de países emergentes comparáveis (África do Sul, Rússia, Turquia, Colômbia e México). Observe, em primeiro lugar, que o risco-país do Brasil era maior do que o de seus pares até 2007. A partir de então, passou a ser igual ou ligeiramente menor, até meados de 2015, quando atingiu 200 pontos-base, mesmo patamar de 2005. Ou seja, voltamos 10 anos em termos de risco-país. Com a perspectiva de mudança de governo, esta diferença já voltou 100 pontos-base, e pode voltar outro tanto, se o novo governo colocar em prática uma agenda crível de sustentabilidade fiscal, com impactos positivos na moeda e na bolsa.

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

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição e o cenário externo se mantivesse estável.	...mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados. Ao longo do mês migramos a posição de Jan/18 para Jan/19 e desfizemos a proteção que o portfolio carregava através de uma posição vendida em Jan/21.	+	... positivos. As taxas de juros pré-fixadas recuaram de forma expressiva no mês.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	... positivos, na medida em que os prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.

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

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição e o cenário externo se mantivesse estável.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados. Ao longo do mês migramos a posição de Jan/18 para Jan/19 e desfizemos a proteção que o portfolio carregava através de uma posição vendida em Jan/21	+	... positivos. As taxas de juros pré-fixadas recuaram de forma expressiva no mês.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	... positivos, na medida em que os prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.

Fundos IMA-B: em geral, desempenho acima do benchmark (IMA-B).

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição e o cenário externo se mantivesse estável.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados. Ao longo do mês migramos a posição de Jan/18 para Jan/19 e desfizemos a proteção que o portfolio carregava através de uma posição vendida em Jan/21.	+	... positivos. As taxas de juros pré-fixadas recuaram de forma expressiva no mês.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	=	... neutros, na medida em que os movimentos dos prêmios dos ativos de crédito não afetaram a performance do portfolio de forma significativa.

Temas e Estratégias

	Temas de investimento	Estratégias
Prefixados/Inflação	Com um comunicado bastante extenso, o Copom indicou que pretende manter a taxa de juros estável até que as projeções de inflação permitam uma acomodação monetária.	Com a redução dos prêmios nos vencimentos curtos, decidimos mover parte importante da posição aplicada para o vencimento jan/19.

Fundos Allocation: em geral, desempenho acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição e o cenário externo se mantivesse estável.	... mantivemos uma baixa utilização de risco com a exposição concentrada em pré-fixados. Ao longo do mês migramos a posição de Jan/18 para Jan/19 e desfizemos a proteção que o portfólio carregava através de uma posição vendida em Jan/21.	+	...positivos. As taxas de juros pré-fixadas recuaram de forma expressiva no mês.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao dólar.		... negativos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio subtraiu valor do portfólio.
	... o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro em função da expectativa de que o BCE poderia, num futuro próximo, aumentar os estímulos monetários, levando a uma desvalorização da moeda europeia.	...mantivemos um exposição comprada em Dólar frente ao Euro por parte do mês.		
	...o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA.	...mantivemos posição comprada em Peso Mexicano.		
Outros	... investimentos alternativos poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos...	... mantivemos posição em um fundo Multimercado Multiestratégia gerido pela própria Western Asset.	-	... negativos, na medida em que o fundo Multimercado rendeu abaixo do benchmark no mês.

Fundos Multitrading: em geral, desempenho acima do CDI.

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição.	... ao longo do mês trocamos parte relevante da posição de juros reais por juros nominais, na medida em que estes tenderiam a responder melhor à redução da percepção de risco.	+	... positivos. As taxas de juros pré-fixadas recuaram de forma expressiva no mês.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	... positivos, na medida em que os prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao Dólar.	-	...negativos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio subtraiu valor do portfólio.
	... o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro em função da expectativa de que o BCE poderia, num futuro próximo, aumentar os estímulos monetários, levando a uma desvalorização da moeda europeia.	... mantivemos um exposição comprada em Dólar frente ao Euro por parte do mês.		
	... o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA.	... mantivemos posição comprada em Peso Mexicano.		
Outros	... as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas.	... mantivemos posições aplicadas em juros globais de longo prazo	-	... negativos. As estratégias no exterior subtraíram valor ao longo do mês.

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

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	... a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição.	... ao longo do mês trocamos parte relevante da posição de juros reais por juros nominais, na medida em que estes tenderiam a responder melhor à redução da percepção de risco.	+	... positivos. As taxas de juros pré-fixadas recuaram de forma expressiva no mês.
Crédito	... os títulos privados seriam boas alternativas de retorno no longo prazo, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos exposição a títulos de crédito.	+	...positivos, na medida em que os prêmios de crédito contribuíram para a performance do fundo.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao Dólar.	-	... negativos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio subtraiu valor do portfólio.
	... o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro em função da expectativa de que o BCE poderia, num futuro próximo, aumentar os estímulos monetários, levando a uma desvalorização da moeda europeia.	...mantivemos um exposição comprada em Dólar frente ao Euro por parte do mês		
	... o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA.	... mantivemos posição comprada em Peso Mexicano.		
Bolsas	... exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio.	... movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs	-	... negativos. Os posicionamentos em renda variável subtraíram valor do portfólio.
Outros	... as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas.	... mantivemos posições aplicadas em juros globais de longo prazo	-	... negativos. As estratégias no exterior subtraíram valor ao longo do mês.

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

	Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
Prefixados/Inflação	...a despeito dos fundamentos econômicos fracos, a percepção de risco Brasil poderia recuar na medida em que houvesse redução das incertezas políticas conforme o processo de Impeachment avançasse para uma definição.	... ao longo do mês trocamos parte relevante da posição de juros reais por juros nominais, na medida em que estes tenderiam a responder melhor à redução da percepção de risco.	+	... positivos. As taxas de juros pré-fixadas recuaram de forma expressiva no mês.
Câmbio	... um hedge para uma eventual deterioração da percepção de risco dos investidores em relação ao Brasil poderia ser útil para o portfólio, principalmente em função da exposição às taxas de juros.	... mantivemos posição vendida em Real em relação ao Dólar.	-	... negativos. A combinação de estratégias no mercado de câmbio subtraiu valor do portfólio.
	...o Dólar poderia se valorizar frente ao Euro em função da expectativa de que o BCE poderia, num futuro próximo, aumentar os estímulos monetários, levando a uma desvalorização da moeda europeia.	... mantivemos um exposição comprada em Dólar frente ao Euro por parte do mês		
	...o Peso Mexicano poderia se beneficiar da gradual recuperação da atividade econômica nos EUA.	... mantivemos posição comprada em Peso Mexicano.		
Bolsas	...exposições aos mercados de renda variável local e internacional poderiam ser complementares na implementação de estratégias macro do portfólio.	... movimentamos taticamente as exposições da carteira de ações tanto no mercado local quanto no mercado internacional através de BDRs	-	... negativos. Os posicionamentos em renda variável subtraíram valor do portfólio.
Outros	...as perspectivas de baixo crescimento econômico global aliadas às expectativas de inflação baixa ao redor do mundo, deveriam levar os BCs de países desenvolvidos a manterem suas políticas monetárias acomodáticas.	...mantivemos posições aplicadas em juros globais de longo prazo	-	...negativos. As estratégias no exterior subtraíram valor ao longo do mês.

Temas e Estratégias

Temas de investimento	Estratégias
<p>Banco Central não alterou o juro na reunião do Copom. A autoridade monetária tem sinalizado desconforto com a inflação corrente mas parece não estar disposta a subir o juro por conta de atividade econômica bem mais fraca que o antecipado pelo mercado..</p>	<p>A curva de juros cedeu diminuindo o prêmio. Mercado acredita que haverá corte significativo de taxa de juro em 2016. Considerando uma perspectiva de inflação começando a cair conjugada com atividade econômica bem mais fraca, podemos concluir que o Banco Central cortará taxas ainda esse ano. Com isso, os fundos mantiveram posição aplicada em juros reais e nominais de médio e longo prazo.</p>
<p>Riscos ainda grandes, moeda brasileira apreciou. A incerteza permanece elevada e o ajuste que nossa conta corrente tem apresentado parece dar um certo alívio à moeda. O cenário político continua muito instável e deve se definir no próximo período, o que tem estimulado um movimento de menor aversão ao risco. A volatilidade depende fundamentalmente dos rumos que a evolução do cenário político local tomar observando também os desenvolvimentos globais.</p>	<p>Os fundos multimercados buscaram manter uma posição menor comprada em dólares e vendida em reais ao longo do mês, como uma forma de proteção para uma eventual piora na avaliação de risco do país, mesmo com as contas externas apresentando um resultado melhor. Os fundos carregam uma posição comprada. Julgamos ser um hedge importante para a carteira de renda fixa e bolsa.</p>
<p>Principais Bancos Centrais parecem adicionar estímulos. A tese da divergência de Bancos Centrais perdeu força quando o FED exteriorizou sua preocupação com a evolução do cenário global e suas consequências. No entanto o mercado ainda recebe estímulos monetários na Europa. O Japão permaneceu em espera após cortar a taxa de juros para o território negativo surpreendendo o mercado.</p>	<p>A divergência tem perdido força entre as autoridades monetárias, mas ainda tende a favorecer a moeda norte americana e enfraquecer o Euro. No período mantivemos uma pequena exposição em moedas. Mantivemos também uma posição aplicada em juros Americanos e Europeus de longo prazo.</p>
<p>Perspectivas mais favoráveis para a bolsa brasileira. Duas forças agindo no mercado simultaneamente, a percepção de que o Brasil tende a apresentar contração de produto no ano, com inflação em alta e por outro lado uma possibilidade de mudança nos rumos econômicos e políticos. Com isso, a perspectiva para os resultados das empresas fica mais desafiadora mas já pode mostrar algumas oportunidades.</p>	<p>Os fundos multimercados têm mantido posição comprada no direcional de bolsa local e Americana. A composição da carteira de ações apresenta característica mais defensiva, como uma tentativa de proteção neste ambiente de maior incerteza.</p>

Fundos Ibovespa Ativo: em geral, desempenho inferior do benchmark, que subiu 7,70% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...		E os resultados...
... a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN .	-	... negativos. As ações se valorizaram impulsionadas pela alta nos preços do minério, os quais chegaram a atingir uma máxima de 10 meses atrelada a uma queda de oferta e à recuperação sazonal da demanda advinda da China.
... a exposição de cerca de 70% da receita da Tupy denominada em moedas fortes (tanto por operações no exterior como por exportações a partir do Brasil) mais do que compensaria a fraqueza do mercado automobilístico brasileiro. Além disso, a empresa está passando por um processo de desalavancagem o qual beneficiaria as ações no médio prazo.	...mantivemos posição acima do benchmark em Tupy .	-	... negativos. Os papéis continuaram a sofrer com o Real mais apreciado. Além disso, notícias relacionadas a algumas dificuldades da empresa em mercados relevantes, como o americano no segmento <i>off-road</i> e também a fraqueza da demanda local, contribuíram para o desempenho negativo das ações.
...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 .	-	... negativos. Os papéis da empresa passaram por uma forte recuperação ao longo do mês, movimento principalmente atrelado a recuperação nos preços do minério e a divulgação de dados melhores que o esperado a respeito do comércio exterior da China.
...a CEMIG poderia ser prejudicada pelo cenário político ainda incerto e a expectativa de fraca demanda de energia após a forte alta de preços. Adicionalmente, os números referentes à alavancagem da companhia estão em elevação.	...mantivemos posição abaixo do benchmark em CEMIG .	+	... positivos. As ações da companhia sofreram uma correção em abril após o papel ter batido no dia 30 de março o maior patamar desde agosto de 2015, investidores ficaram atentos ao risco de alavancagem presente na companhia e às discussões sobre mudanças societárias na Light

Fundos de Retorno Absoluto: rentabilidade inferior do Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
...a Vivo poderia se beneficiar dado sua sólida posição competitiva no segmento móvel, superando a performance de seus concorrentes. Além disso, a expectativa de que com a consolidação da compra da GVT, o negócio no segmento de telefonia fixa deveria melhorar e solidificar a geração de caixa da companhia.	... mantivemos posição acima do benchmark em Vivo .	- ... negativos. Os preços das ações acabaram tendo um desempenho inferior ao índice no período. Tal movimento esteve de acordo com a característica da empresa de possuir uma volatilidade menor do que o índice (<i>beta</i> mais baixo).
...o setor de papel e celulose apresenta a característica de aproveitar uma possível desvalorização do real, sem os problemas de demanda doméstica. Além disso, Klabin é uma empresa com sólida posição competitiva e boa resiliência a uma economia mais fraca.	... mantivemos posição acima do benchmark em Klabin .	- ... negativos. Em um cenário de apreciação do Real, empresas expostas ao mercado externo acabaram prejudicadas. Além disso, a queda nos preços de celulose na China e Europa também impactou de maneira negativa as ações da empresa.
... a exposição de cerca de 70% da receita da Tupy denominada em moedas fortes (tanto por operações no exterior como por exportações a partir do Brasil) mais do que compensaria a fraqueza do mercado automobilístico brasileiro. Além disso, a empresa está passando por um processo de desalavancagem o qual beneficiaria as ações no médio prazo.	... mantivemos posição acima do benchmark em Tupy .	- ... negativos. Os papéis continuaram a sofrer com o Real mais apreciado. Além disso, notícias relacionadas a algumas dificuldades da empresa em mercados relevantes, como o americano no segmento <i>off-road</i> e também a fraqueza da demanda local, contribuíram para o desempenho negativo das ações.

Fundos de Sustentabilidade Empresarial: rentabilidade abaixo do benchmark (ISE), que valorizou 1,75% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
...Mesmo com o anúncio da reestruturação societária do veículo de investimento detentor da EcoRodovias, os papéis da empresa poderiam sofrer por conta dos fracos números de tráfego e da deterioração dos resultados de seus ativos logísticos.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em EcoRodovias .	- ...negativos. Em abril, as ações se recuperaram após terem tido desempenho inferior ao mercado por conta do receio a respeito da possível troca de controle na companhia. A própria expectativa de queda de juros acabou por beneficiar os papéis.
...apesar de ser uma empresa sólida, ter um bom posicionamento competitivo e resiliência de resultados, a ações da Cielo possuíam um valuation caro (bem precificadas).	... mantivemos posição abaixo do benchmark em Cielo .	- ...negativos. Os papéis da companhia passaram por uma recuperação após ficarem atrás do mercado nos períodos anteriores. A consolidação no final de abril de uma visão mais positiva para o resultado do 1º Trim 16 acabou por beneficiar o desempenho das ações. Tal expectativa acabou sendo confirmada no início de maio.
... os preços das ações da BM&F Bovespa já estavam refletindo um cenário bastante adverso para o mercado acionário. Com isso, apresentavam um <i>valuation</i> atrativo e uma boa oportunidade de diversificação em uma carteira mais defensiva.	... mantivemos posição acima do benchmark em BM&F Bovespa .	+ ... positivos. As ações se apreciaram após conselho de administração da Cetip aprovar a proposta de fusão com BM&F Bovespa. Segundo o comunicado, é estimada sinergia de uns R\$100m ao ano, daqui a 3 anos. A empresa deve repassar 30% para os clientes na forma de preços menores

Fundos de Dividendos: rentabilidade abaixo do IDIV, que valorizou 12,40% no mês.

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
... as ações da Vale poderiam continuar a sofrer por conta da desaceleração econômica chinesa e por seus reflexos nos preços do minério de ferro no mercado internacional.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em Vale .	- ... negativos. Os papéis da empresa passaram por uma forte recuperação ao longo do mês, movimento principalmente atrelado a recuperação nos preços do minério e a divulgação de dados melhores que o esperado a respeito do comércio exterior da China.
... a CSN poderia sofrer por conta de sua alta alavancagem, e por causa das incertezas em relação ao crescimento das economias chinesa e brasileira, afetando o preço do minério de ferro e a demanda por aço.	... mantivemos posição abaixo do benchmark em CSN .	- ... negativos. As ações se valorizaram impulsionadas pela alta nos preços do minério, os quais chegaram a atingir uma máxima de 10 meses atrelada a uma queda de oferta e à recuperação sazonal da demanda advinda da China.
... a baixa penetração de seguros no Brasil, adicionado ao bom crescimento de lucro líquido em especial quando comparado ao mercado como um todo, se traduzia em um valuation atrativo para a BB Seguridade.	... mantivemos posição acima do benchmark em BB Seguridade .	- ... negativos. Os papéis se deterioraram no período com a consolidação de uma visão mais negativa para crescimento de lucros da companhia, por consequência da expectativa de uma ambiente macro ainda desfavorável à venda de seguros.

Fundos Long & Short: desempenho superior ao benchmark (CDI)

Pensávamos que...	Portanto, nós...	E os resultados...
... a valorização do Real e a deterioração de resultados de duas de suas principais áreas de negócio, JBS Foods e JBS Beef US, continuaria a pesar sobre as ações. Além disso, o risco de imagem trazido pelas investigações ligando a companhia e o BNDES (cujo auxílio foi determinante para forjar a base de ativos da companhia) continuaria a afetar a precificação dos papéis.	... montamos posição <i>short</i> em JBS3 .	+ ... positivos. A queda do dólar perante o real no período acabou por afetar o desempenho das ações das empresas exportadoras como a JBS.
... o setor de saúde, apesar de defensivo, não seria imune e também deveria ser afetado negativamente na variação da base de clientes e/ou índice de sinistralidade dado a atual deterioração econômica no país.	... montamos posição <i>short</i> em ODPV3 .	+ ... positivos. Os papéis da companhia sofreram bastante no final de abril após a publicação de seus resultados referentes ao 1º Trim 2016. O resultado operacional veio bem abaixo da expectativa do mercado, com os números no segmento corporate impactados pelo aumento de desemprego.
... o fato das vendas do setor farmacêutico apresentarem correlação baixíssima com a atividade econômica geral, de forma que mesmo uma contração de PIB severa como a que esperamos para 2016 não deve acarretar queda de vendas para a Raia Drogasil. Acreditamos que o setor como um todo apresente crescimento de receita, enquanto redes fortes como a Raia Drogasil devem continuar liderando o movimento de consolidação.	... montamos posição <i>long</i> em RADL3 .	+ ... positivos. As ações foram beneficiadas por mais uma publicação de resultados forte com o lucro líquido apresentando uma expansão de 27% na comparação com o 1º Trim 2015. Além disso, as vendas no conceito mesmas lojas cresceram 16%, acima das expectativas do mercado.
... a empresa continuaria apresentando fraco desempenho de vendas, e compressão de margens por conta de menor diluição de custos fixos e impacto dos custos em dólares em ambiente com limitação de repasse de preços.	... montamos posição <i>short</i> em MDIA3 .	- ... negativos. As ações reagiram positivamente à medida que o Real se valorizou, uma vez que isso reduz a pressão de alta sobre os custos e diminui a necessidade de repasse de preços, impactando também positivamente a perspectiva de volumes.

TEMAS E ESTRATÉGIAS

Setor	Posição Atual	Racional
Financeiro	Acima do benchmark	<p>Continuamos vendo um cenário mais desafiador para a qualidade das carteiras de crédito dos bancos. O aumento do desemprego já em curso, associado à perda do poder de compra da população decorrente da inflação mais alta e subida de impostos, tem causado aumento na inadimplência de pessoas físicas. No lado corporativo, também identificamos piora, mais especificamente em empresas da cadeia de petróleo e construção pesada. As empresas pequenas e médias, menos capitalizadas, também tem sentido a deterioração do cenário macroeconômico e causado aumento nos indicadores de inadimplência dos bancos. Em contrapartida, acreditamos que os <i>spreads</i> bancários se mantenham em níveis altos durante esse período desfavorável, atenuando os efeitos negativos acima citados. Além disso, as instituições já vem constituindo provisões consideráveis nos últimos trimestres, contando hoje com índices de cobertura bastante confortáveis. Reduzimos nossas expectativas de crescimento de lucros para algo próximo de 0% para os principais bancos privados. Acreditamos que a recente mudança de governo deva dar início a um movimento de melhora gradual na confiança dos empresários, o que deve acarretar melhora gradual no mercado de trabalho e, consequentemente, nos indicadores de inadimplência dos bancos. Tal processo deve ser precedido por uma melhora do risco soberano (quando ficarem mais claras as medidas e reformas propostas pelo governo para resolver a nossa situação fiscal), reflexo positivo sobre ações do setor financeiro..</p>
Cíclicos Globais	Abaixo do benchmark	<p>Nossa posição está dividida em 3 partes: uma aposta em Tupy (TUPY), por sua exposição ao mercado externo, em especial americano, e seu sólido balanço. Adicionalmente, mantemos nossa posição em papel e celulose através de Suzano e Klabin. Os papéis tem sofrido por conta de temores quanto ao preço de celulose e pelo Real mais forte. Entretanto, 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, sendo assim o contrapeso ideal para caso o movimento de alta se reverta. Por fim, temos posição acima do benchmark em agrícolas, centrada em São Martinho (SMTO), novamente pela exposição cambial, além da excelência operacional e forte evolução dos indicadores financeiros da companhia, com destaque para a geração de caixa. Além disso, temos visão positiva para o preço internacional do açúcar, o que deve contribuir de forma material com os resultados da empresa. Como contraponto, mantemos uma posição abaixo do benchmark para o setor de minério de ferro e metais básicos por entendermos que as condições desfavoráveis de demanda no Brasil, bem como a expectativa de desaceleração da economia chinesa devem pesar sobre as ações do setor.</p>
Cíclicos Domésticos	Abaixo do benchmark	<p>Pretendemos manter uma posição abaixo do benchmark no segmento, sobretudo devido à ausência do setor imobiliário na carteira. Entendemos que o cenário recomenda cautela, com o setor sendo afetado por lançamentos e vendas deprimidas, além de elevado nível de distrato por conta de uma baixa confiança do consumidor e fraco desempenho da economia. Neste segmento ainda mantemos uma exposição acima do benchmark em Lojas Renner (LREN) e BVMF, pois ambas possuem sólida posição competitiva e boa geração de caixa. Recentemente, adicionamos a fabricante de carrocerias de caminhão Randon. Além de esperarmos recuperação da atividade econômica no ano que vem (o que impactaria positivamente as vendas da empresa), acreditamos que a melhora do risco-País cause redução do custo de financiamento das empresas, sobretudo as com maior alavancagem como é o caso da Randon.</p>

Regulados	Abaixo do benchmark	<p>Nossa posição se divide em dois grandes blocos. Acima do benchmark em telecom, via Vivo (VIVT), por acreditarmos que a companhia apresenta valuation ainda atrativo, que não reflete os potenciais de ganho com a consolidação da GVT. Abaixo do benchmark no setor elétrico. Avaliamos que a expectativa de fraca demanda após a deterioração no ambiente macro e a alta de preços de energia deve pesar sobre as distribuidoras. Nossa única posição está em Transmissão Paulista (TRPL). Adicionamos o papel após o ministro de Minas e Energia definir os valores residuais no processo de indenização das instalações da rede básica sistema existente (RBSE) validados pela ANEEL, os quais serão incorporados aos resultados das companhias em 2017. Dado o fim deste imbróglio, acreditamos que a controladora da TRPL pode vir a utilizar o caixa recebido para viabilizar o investimento em novos projetos. E com a recente instalação de um governo mais direcionado a políticas pró-mercados, tais projetos podem vir com um retorno bastante interessante.</p>
Defensivos Domésticos	Abaixo do benchmark	<p>Mantemos nossa posição neste segmento através, principalmente, de WEG (WEGE) e BB Seguridade (BBSE). Acreditamos que os fundamentos do setor de seguros continuam sólidos, com destaque para a baixa penetração destes produtos no país. Já no caso de WEG, mesmo usando premissas conservadoras, acreditamos que a empresa deva performar melhor que o mercado e seus peers globais por conta de crescimento superior de lucros graças à desvalorização do real e alíquota efetiva de imposto de renda mais baixa. Mantemos nossa posição abaixo do benchmark em consumo e Ultrapar. Apesar da maior previsibilidade de lucro em um ambiente macroeconômico adverso, acreditamos que os preços destas ações já incorporam estas características e vemos menor retorno esperado para estas companhias. .</p>

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
<p>... o cenário de curto prazo continuaria inspirando cuidados para o investimento em renda variável. No entanto, o maior conforto em relação à materialização do impeachment autorizou nosso posicionamento em bolsa.</p>	<p>... movemos nossa exposição para acima do ponto neutro em renda variável.</p>	<p>+ ...positivos. O índice IBrX apresentou desempenho superior à renda fixa no mês de abril.</p>

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, cj. 152, São Paulo – SP - 04543-011.

Este material é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company 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.

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

