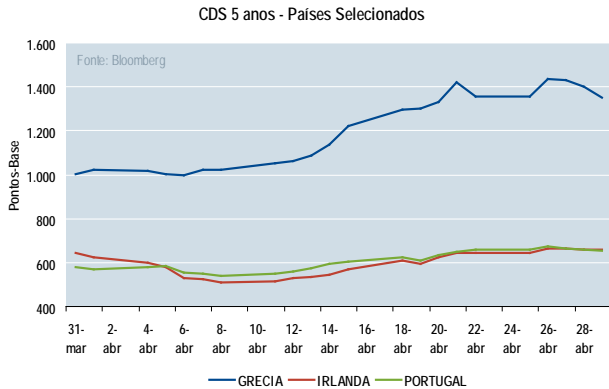


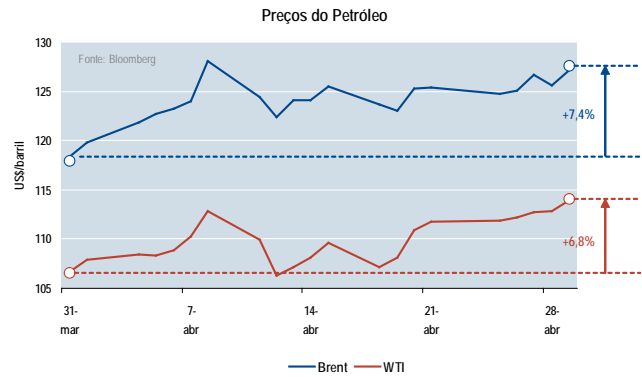
### Deteriorando

O CDS de Portugal deteriorou-se mais um pouco durante o mês, mas a Grécia novamente foi o destaque, com o temor de uma reestruturação iminente da sua dívida.



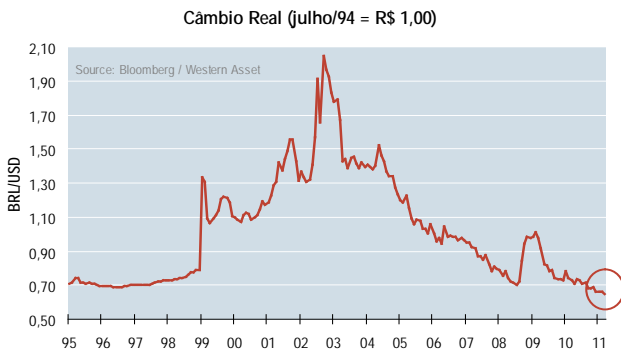
### O céu parece ser o limite

Os preços do petróleo continuam em sua escalada. Os conflitos na Síria e o nó na Líbia não ajudaram a suavizar as tensões na região.



### Mais valorização

A moeda brasileira atingiu o patamar de maior valorização real (descontada a inflação) desde o início do plano Real, em 1994.



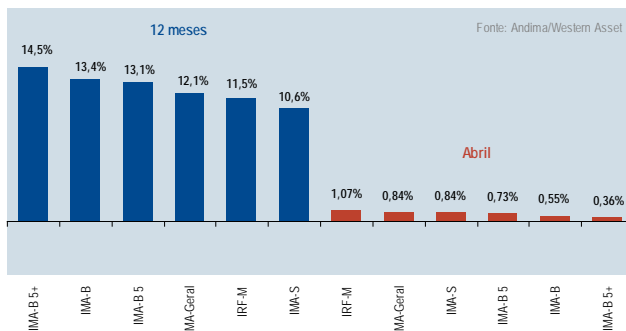
### Bolsa: acumulando para subir?

A bolsa está no mesmo patamar de alguns anos atrás, e parece não ter força para subir. Mas os fundamentos indicam bom potencial de alta.



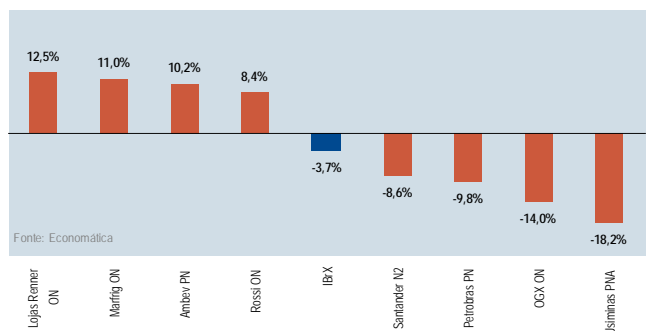
### Bom desempenho do IRF-M

Mesmo com todas as indefinições em relação à Política Monetária, as taxas prefixadas recuaram no mês.



### Bolsa: mais um mês decepcionante

Após um início positivo, a bolsa não suportou a péssima performance das empresas petrolíferas.



## O QUE ACONTECEU

### *Internacional*

O Banco Central Europeu deu a largada para o início do aperto monetário no mundo desenvolvido, ao decidir pela elevação em 0,25 ponto percentual da sua taxa de juros - que passou a ser de 1,25% a.a. -, na tentativa de conter a propagação do aumento de preços causado pelas recentes elevações nas cotações de alimentos e petróleo. A inflação na região atingiu 2,6% em março, acima da meta do BCE de 2% a.a. O presidente da instituição, Jean-Claude Trichet, afirmou que a atual política monetária está muito frouxa, sinalizando que novos ajustes poderão ser feitos ao longo do ano. O BCE não aumentava a taxa de juros há quase dois anos e a decisão reflete a menor tolerância da sociedade europeia com deteriorações do quadro inflacionário.

No outro extremo, a ata da última reunião do FED (que manteve a taxa de juros em zero) deixou claro que as taxas devem permanecer suficientemente baixas por um prolongado período de tempo. No entanto, não há consenso dentro do FED, a se considerar os pronunciamentos de seus alguns membros. Por isso, em uma iniciativa inédita, Bernanke concedeu uma entrevista coletiva após a decisão do FOMC, de modo a deixar clara a posição do FED (no caso a sua própria) sobre a trajetória futura da política monetária: QE2 mantido até junho conforme o inicialmente planejado, e sem aumento de taxas de juros em um horizonte visível de tempo.

Na China, apesar do aperto monetário que a autoridade chinesa tem realizado desde o final do ano passado, os últimos dados mostram que a atividade continua forte e a inflação permanece acima da meta. O PIB chinês encerrou o primeiro trimestre com uma alta de 9,7% em doze meses, mantendo o ritmo dos trimestres anteriores. Pelo lado da inflação, o IPC chinês acumula alta de 5,4% em 12 meses (destaque para a alta dos preços de alimentos, que subiram aproximadamente 12% em março). Alguns analistas temem que esses resultados possam obrigar a autoridade monetária chinesa a ser mais agressiva no combate à inflação e, conseqüentemente, provocar uma desaceleração no crescimento global.

O front fiscal piorou em abril. A começar da novela dos PIGs, que teve mais um capítulo com rumores bastante fortes de uma reestruturação iminente da dívida soberana grega. Pelo sim ou pelo não, os CDS da Grécia subiram cerca de 400 pontos-base, para 1.400, o que significa que um seguro contra um default da dívida grega passou a custar agora a bagatela de 14% ao ano. Já o rating de Portugal foi rebaixado em dois níveis (para A3, a apenas um nível do rating BBB+) pela Moody's, mostrando que a situação do país continua se deteriorando.

Nos EUA o quadro também não é dos melhores. A Standard & Poor's rebaixou para negativa a perspectiva para a nota de crédito da economia americana. Na prática, essa medida implica em uma probabilidade de 33% de os papéis do tesouro americano perderem o status de AAA num horizonte de 2 anos. De acordo com a agência, o principal motivo para esta revisão se baseia no risco de republicanos e democratas não chegarem a um acordo referente ao formato da reestruturação fiscal do país, como resposta à deterioração da situação das contas públicas nos últimos anos. Enquanto a proposta dos republicanos é pautada pelo corte de gastos, a proposta democrata está ancorada na elevação de impostos. Uma medida dos desentendimentos no Congresso se deu em abril: somente aos 45 minutos do 2º tempo foi aprovado um corte de US\$ 38 bilhões no orçamento federal, o que garantiu o funcionamento de diversos serviços públicos que poderiam ser paralisados. A despeito dos riscos associados a este cenário, o mercado tem sido tolerante com a situação americana e assim deve permanecer no curto prazo. Em um mundo marcado por tantas incertezas, os papéis do Tesouro americano ainda são considerados uma das poucas alternativas verdadeiramente seguras no mercado financeiro.

### *Brasil*

O mês começou com o impacto causado pela divulgação, no final de março, do Relatório de Inflação do primeiro trimestre. Segundo o documento, o BC elevou a previsão de inflação de 2011 de 5,0% para 5,6% e reduziu os números de 2012 de 4,8% para 4,6%. Os fatores apontados pelo BC para a elevação da inflação nos últimos meses foram o choque nos preços de commodities no mercado internacional e o excesso de demanda no mercado doméstico. No caso do fator local, a autoridade monetária já enxerga certa desaceleração nos indicadores de atividade econômica e acredita que esse movimento tende a se acentuar devido às ações já tomadas até agora. Para o fator externo, o BC acredita que o combate de choques de preço através de política monetária pode punir excessivamente a atividade econômica e o emprego. Dito isso, a instituição estaria disposta a aceitar uma inflação mais alta em 2011 e aponta a convergência da inflação para o centro da meta apenas em 2012. No final das contas, o mercado entendeu que o BC praticamente anunciou a proximidade do fim do ciclo do aperto monetário.

Os indicadores de atividade vieram mistos em abril. A produção industrial interrompeu uma sequência de dados estáveis e avançou 1,9% (com ajuste sazonal) em relação a janeiro, ficando acima da expectativa de mercado que estava em 0,9%. Na mesma direção, a taxa de desemprego continuou a cair, apesar de os números recentes já estarem em patamares historicamente baixos. A taxa de 6,5% em março ficou abaixo do consenso de mercado que era de 6,7%. Na série com ajuste sazonal, a

taxa foi de 6,05%, a mais baixa desde o início da série. Por outro lado, as vendas no varejo referentes a fevereiro recuaram 0,4% em relação a janeiro. Outro índice que desacelerou em fevereiro foi o IBC-Br, que apresentou variação de 0,3% (com ajuste sazonal). Em janeiro, esse indicador havia crescido 0,7% contra o mês anterior.

Com relação à inflação corrente, o IBGE divulgou o IPC-A de março, que ficou em 0,79% ante expectativa de 0,70%. No final de fevereiro, as projeções dos analistas para o IPC-A de março apontavam uma alta de 0,49%. Entre as razões para uma divergência tão grande no resultado efetivo, destacam-se o forte avanço nos preços das passagens aéreas, a disparada do etanol e a reaceleração do grupo de alimentos. Além dessas surpresas, a persistente alta do grupo de serviços também contribuiu para manter o índice pressionado, que junto com a manutenção das medidas de núcleos em patamares elevados evidencia uma maior disseminação das altas de preços na economia. No ano, o índice já acumula alta de 2,44% e 6,30% nos últimos 12 meses, se aproximando perigosamente do teto da meta.

Com esse pano de fundo, o gradualismo foi o tom do discurso do Banco Central para justificar o aumento de apenas 25 pontos-base na SELIC. Apesar de as expectativas já apreçarem uma elevação nesta magnitude, havia um consenso no mercado de que o ideal seria um aumento maior nesta reunião, como chegou a ser especulado após declarações do presidente da instituição em evento nos EUA. Segundo o comunicado da reunião, o atual quadro da economia global é muito complexo e, por isso, há uma necessidade de se adotar uma estratégia mais cautelosa e por um período mais prolongado até que se tenha um desenho mais claro do cenário econômico mundial. Chamou a atenção o fato de a decisão não ter sido uma unanimidade entre os membros do comitê, algo que vinha acontecendo nas últimas reuniões. A ata da reunião reforçou o aspecto de “ajuste mais prolongado” das taxas de juros, a começar da reunião de março, o que fez os mercados precificarem mais dois aumentos de 0,25 ponto percentual, pelo menos.

O reflexo dessas idas e vindas foi o recuo das taxas prefixadas mais longas e elevação das taxas mais curtas: o Jan12 subiu 12 pontos-base, enquanto o Jan17 recuou 33. Já as taxas das NTN-B subiram em todos os prazos, principalmente nos mais curtos, cuja elevação foi de 30 a 60 pontos-base, ao passo que as longas subiram entre 5 e 10 pontos-base.

O dólar finalmente rompeu a barreira dos R\$1,60, e fechou o mês em R\$1,5733, nível mais valorizado - em termos reais - desde o início do plano Real, em julho de 1994.

Por fim, a bolsa voltou a decepcionar neste mês, com uma queda (medida pelo IBR-X) de 3,7%. Destaques negativos foram as ações das petrolíferas, Petrobras e OGX. Esta última recuou 14%, em função de relatório de reservas da consultoria

DeGolyer and MacNaughton, que mostraram menos reservas do que o inicialmente estimado pela OGX. Usiminas também foi destaque negativo, caindo 18% no mês, devolvendo parte da alta no ano que havia ocorrido em função de rumores de uma venda do controle da empresa para CSN ou Gerdau.

Cabe ainda destacar o upgrade concedido pela Fitch à nota de crédito do Brasil. Ao contrário da tendência no mundo desenvolvido, a classificação do Brasil subiu um nível, passando de BBB- a BBB. Esta foi a primeira revisão da classificação de risco do país desde que se tornou grau de investimento em maio de 2008. A rápida recuperação da economia doméstica após a crise de 2008, o aumento das reservas internacionais nos últimos anos e o aperto da política monetária mais recentemente, foram algumas das razões citadas pela agência para a reclassificação da nota brasileira.

## O QUE ESPERAMOS

### *Internacional*

De maneira geral, esperamos um cenário internacional ainda marcado pelo excesso de liquidez, taxas de juros muito baixas no mundo desenvolvido e alta dos preços das commodities. Esse pano de fundo deve continuar beneficiando os preços dos ativos de risco, principalmente nos mercados emergentes, funcionando pelo menos como um colchão que evitaria desvalorizações excessivas e permanentes. No curto prazo, no entanto, alguns fatores podem continuar afetando negativamente os mercados:

- **Oriente Médio:** as tensões devem continuar por mais algum tempo, mas não acreditamos na permanência dos preços do petróleo nos atuais níveis. Qualquer que seja o resultado final dos conflitos na região, e não havendo destruição física da capacidade de produção, não há pressão de demanda que justifique os preços do petróleo nos atuais níveis;
- **Europa:** a situação está longe de estar resolvida. As economias periféricas necessitam efetuar ajustes que podem não ser factíveis politicamente, o que pode levar a alguma reestruturação de suas dívidas. No entanto, continuamos avaliando que Alemanha e França, com o eventual auxílio do FMI, continuarão a suportar a zona do Euro, afastando a possibilidade de crise sistêmica causada por algum eventual *default*.

- **China:** o combate à inflação é o nome do jogo, e o governo chinês não deve medir esforços nesse sentido. Por isso, podemos esperar mais aperto monetário e mais medidas suplementares de contenção de crédito, o que pode eventualmente fazer surgir o receio de uma desaceleração mais forte da economia chinesa. Não acreditamos que o governo chinês se arriscaria a este ponto, devendo assumir como sempre uma postura gradualista;
- **EUA:** a recuperação da economia norte-americana começa a aparecer, mas ainda não foi o suficiente para provocar melhora significativa dos índices de desempenho. No entanto, é de se esperar que, durante o ano, se inicie um debate mais intenso sobre o timing do aumento das taxas de juros, o que pode provocar algum stress no momento em que acontecer. Não esperamos, porém, que isso ocorra nos próximos meses, sendo a economia dos EUA provavelmente uma fonte de boas notícias no curto prazo.

### Brasil

A ata da última reunião do Copom trouxe algumas novidades em relação ao que nos acostumamos a ver nas últimas reuniões:

- 1) Houve a introdução da palavra “principalmente” antes do termo “ações convencionais de política monetária”, mais conhecido por aumento de juros. Ou seja, o BC colocou a taxa de juros como protagonista da política monetária, acima das medidas macroprudenciais;
- 2) Há a menção a um período suficientemente prolongado de ajuste da taxa de juros, contado a partir da reunião de abril. Parece claro, portanto, que o ajuste está longe do fim, como havia ficado subentendido no relatório de inflação de março;

Apesar, portanto, de a decisão ter ficado aquém do que seria o recomendável (aumento de 50 pontos-base), algumas sinalizações foram positivas. Provavelmente, o BC vai aumentar a SELIC mais duas vezes em 25 pontos-base, e a partir da terceira reunião vai avaliar as condições da atividade econômica. Mostrando alguma desaceleração, o BC pode até decidir interromper o processo, com a SELIC em 12,50%. Mas tudo vai depender da evolução dos dados de atividade.

Com relação ao câmbio, aparentemente (e contra todos os discursos) o governo decidiu aceitar um real mais apreciado como mais um fator para amenizar as pressões inflacionárias. Assim, são possíveis novas valorizações no curto prazo. Por outro lado, o crescente déficit em conta corrente deve servir como colchão para valorizações excessivas.

Por fim, a bolsa. O IBrX fechou o mês de abril no mesmo nível nominal de outubro de 2007. Se corrigido pelo CDI, o índice está no mesmo nível de janeiro de 2006. Neste período, apesar dos altos e baixos, as empresas continuaram a crescer e gerar lucros. E avaliamos que isso deve continuar acontecendo nos próximos anos. Por isso, acreditamos que o preço da bolsa não está refletindo os fundamentos das empresas. Para um crescimento de lucros na ordem de 15% em 2011, o P/L projetado para 2011 está em aproximadamente 10,5, o que configura uma bolsa com bom potencial de alta.

### ABRIL EM FOCO

Mercados Internacionais	31/mar	29/abr	Variação
EMBI+	261	276	15 pontos-base
EMBI Brasil	169	168	-1 pontos-base
Global 40	58	60	3,45%
FED Funds	0%-0,25%	0%-0,25%	-
Treasury 10Y	3,49%	3,30%	-19 pontos-base
Dow Jones	12.320	12.811	3,98%
S&P 500	1.326	1.364	2,85%
Euro/US\$	1,420	1,483	4,40%
AU\$/US\$	1,036	1,096	5,78%
C\$/US\$	1,032	1,058	2,46%

Mercados Locais	31/mar	29/abr	Variação
Selic	11,75%	12,00%	25 pontos-base
IMA-S (LFTs)	2.060	2.078	0,84%
IMA-B (NTNs-B)	2.431	2.444	0,55%
IMA-B5	2.303	2.320	0,73%
IMA-B5+	2.745	2.755	0,36%
IRF-M (LTNs/NTNs-F)	4.889	4.941	1,07%
IMA-Geral	2.213	2.232	0,84%
Dólar (PTAX)	1,629	1,573	-3,40%
Cupom Dólar 6 meses	2,48%	5,00%	252 pontos-base
Ibovespa Fechamento	68.587	66.133	-3,58%
IBrX Fechamento	22.386	21.562	-3,68%

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... o conteúdo do Relatório de Inflação ainda deixava dúvidas quanto à austeridade do BC na condução da política monetária. Ao longo do mês, os discursos de alguns membros do governo e a ata da reunião do COPOM mostraram que apesar do gradualismo, o BC continua preocupado com o combate da inflação. Seguimos acreditando na sua atuação no longo prazo.	... no início do mês, migramos uma pequena parte da exposição em <b>prefixados</b> do vencimento Jan17 para o Jan13. Permanecemos neutros nos vencimentos de curto prazo. A exposição total continua <b>maior que o IRF-M</b> , financiado parcialmente na parte longa do IMA-B.	+ Após o discurso de algumas autoridades reforçando o compromisso com o combate à inflação e a ata do COPOM, na qual o BC informou que o ciclo de alta continuará por um período suficientemente prolongado a partir da última reunião, <b>a curva de juros nominais recuou</b> nos vencimentos mais longos. A taxa do Jan17 caiu 33 pontos-base e encerrou o mês cotada a 12,49% a.a.
... no início do mês, dado o aumento do risco no cenário inflacionário, uma pequena posição em títulos de curto prazo atrelados ao <b>IPC-A</b> começava a fazer sentido para evitar perdas em caso de um repique inflacionário.	... aumentamos a posição no vencimento Ago12, elevando a exposição total do portfólio para <b>ligeiramente acima do benchmark</b> nessa classe.	- No mês, <b>a curva de juros reais apresentou alta</b> em todos os vencimentos. A perda no portfólio foi limitada dada a baixa exposição ativa nessa classe.
... dada a virtual ausência de liquidez dos títulos atrelados ao <b>IGP-M</b> , precisaríamos manter os atuais títulos na carteira.	... mantivemos o posicionamento nos atuais títulos, sem poder alongar o prazo médio da carteira devido a <b>falta de liquidez</b> do mercado, gerando uma duration inferior à do IMA-C.	= Não houve influência desse segmento na performance do portfólio.
... <b>investimentos alternativos</b> poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	... mantivemos posição na família de fundos <b>multimercado multiestratégia</b> gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	- Esta família de fundos apresentou desempenho <b>abaixo do CDI</b> no mês.
... os <b>títulos privados</b> seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos as atuais posições em títulos privados e adquirimos cotas de três FIDCs: dois bancos de médio porte brasileiro (ambos por um prazo de 4 anos a 120% do CDI e a CDI + 2% a.a.) e de uma multinacional do setor Agribusiness (prazo 2 anos a CDI + 1,60% a.a.).	+ <b>A influência do crédito foi positiva</b> ainda que limitada, dada a baixa exposição da carteira.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... o conteúdo do Relatório de Inflação ainda deixava dúvidas quanto à austeridade do BC na condução da política monetária. Ao longo do mês, os discursos de alguns membros do governo e a ata da reunião do COPOM mostraram que apesar do gradualismo, o BC continua preocupado com o combate da inflação. Seguimos acreditando na sua atuação no longo prazo.	... no início do mês, migramos uma pequena parte da exposição em <b>prefixados</b> do Jan17 para o Jan13. Permanecemos neutros nos vencimentos de curto prazo.	Após o discurso de algumas autoridades reforçando o compromisso com o combate à inflação e a ata do COPOM, na qual o BC informou que o ciclo de alta continuará por um período suficientemente prolongado a partir da última reunião, <b>a curva de juros nominais recuou</b> nos vencimentos mais longos. A taxa do Jan17 caiu 33 pontos-base e encerrou o mês cotada a 12,49% a.a.
... no início do mês, dado o aumento do risco no cenário inflacionário, uma pequena posição em títulos de curto prazo atrelados ao <b>IPC-A</b> começava a fazer sentido para evitar perdas em caso de um repique inflacionário.	... aumentamos a posição no vencimento Ago12, <b>elevando a exposição</b> total dessa classe no do portfólio.	No mês, a curva de juros reais apresentou uma alta em todos os vencimentos. A perda no portfólio foi limitada dada a baixa exposição ativa nessa classe.
... <b>investimentos alternativos</b> poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	... mantivemos posição na família de fundos <b>multimercado multiestatégia</b> gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	Esta família de fundos apresentou desempenho <b>abaixo do CDI</b> no mês.
... os <b>títulos privados</b> seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos as atuais posições em títulos privados e adquirimos cotas de três FIDCs: dois bancos de médio porte brasileiro (ambos por um prazo de 4 anos a 120% do CDI e a CDI + 2% a.a.) e de uma multinacional do setor Agribusiness (prazo 2 anos a CDI + 1,60% a.a.).	Os <b>prêmios</b> de risco de <b>crédito beneficiaram</b> o desempenho do fundo neste mês.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK COMPOSTO CDI (ou IMA-S) + IMA-B:** de maneira geral, apresentaram performance acima do benchmark.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... o conteúdo do Relatório de Inflação ainda deixava dúvidas quanto à austeridade do BC na condução da política monetária. Ao longo do mês, os discursos de alguns membros do governo e a ata da reunião do COPOM mostraram que apesar do gradualismo, o BC continua preocupado com o combate da inflação. Seguimos acreditando na sua atuação no longo prazo.	... no início do mês, migramos uma pequena parte da exposição em <b>prefixados</b> do Jan/17 para o Jan/13. Permanecemos neutros nos vencimentos de curto prazo. Continuamos com uma exposição total ativa nessa classe, financiada parcialmente na parte longa do IMA-B.	+ Após o discurso de algumas autoridades reforçando o compromisso com o combate à inflação e a ata do COPOM, na qual o BC informou que o ciclo de alta continuará por um período suficientemente prolongado a partir da última reunião, a <b>curva de juros nominais recuou</b> nos vencimentos mais longos. A taxa do Jan17 caiu 33 pontos-base e encerrou o mês cotada a 12,49% a.a.
... no início do mês, dado o aumento do risco no cenário inflacionário, uma pequena posição em títulos de curto prazo atrelados ao <b>IPC-A</b> começava a fazer sentido para evitar perdas em caso de um repique inflacionário.	... aumentamos a posição no vencimento Ago12, elevando a exposição total do portfólio para <b>ligeiramente acima do benchmark</b> nessa classe.	- No mês, a curva de juros reais apresentou alta em todos os vencimentos. A perda no portfólio foi limitada dada a baixa exposição ativa nessa classe.
... <b>investimentos alternativos</b> poderiam ser uma boa forma de diversificação dos riscos.	... mantivemos posição na família de fundos <b>multimercado multiestratégia</b> gerido pela própria Western Asset para investidores institucionais.	- Esta família de fundos apresentou desempenho <b>abaixo do CDI</b> no mês.
... os <b>títulos privados</b> seriam boas fontes de retorno em prazos mais longos, mesmo podendo sofrer perdas no curto prazo.	... mantivemos as atuais posições em títulos privados e adquirimos cotas de três FIDCs: dois bancos de médio porte brasileiro (ambos por um prazo de 4 anos a 120% do CDI e a CDI + 2% a.a.) e de uma multinacional do setor Agribusiness (prazo 2 anos a CDI + 1,60% a.a.).	+ Os <b>prêmios</b> de risco de <b>crédito beneficiaram</b> o desempenho do fundo neste mês.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... seria mais adequado manter baixa a volatilidade deste produto.	... mantivemos a carteira posicionada em vencimentos até 2 anos.	- O fundo apresentou um retorno ligeiramente acima da Selic no mês, dado o movimento da curva de spread das LTNs.

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... o conteúdo do Relatório de Inflação ainda deixava dúvidas quanto à austeridade do BC na condução da política monetária. Ao longo do mês, os discursos de alguns membros do governo e a ata da reunião do COPOM mostraram que apesar do gradualismo, o BC continua preocupado com o combate da inflação. Seguimos acreditando na sua atuação no longo prazo.	... no início do mês, migramos uma pequena parte da exposição em <b>prefixados</b> do Jan17 para o Jan13. Permanecemos neutros nos vencimentos de curto prazo.	+ Após o discurso de algumas autoridades reforçando o compromisso com o combate à inflação e a ata do COPOM, na qual o BC informou que o ciclo de alta continuará por um período suficientemente prolongado a partir da última reunião, <b>a curva de juros nominais recuou</b> nos vencimentos mais longos. A taxa do Jan17 caiu 33 pontos-base e encerrou o mês cotada a 12,49% a.a.
... no início do mês, dado o aumento do risco no cenário inflacionário, uma pequena posição em títulos de curto prazo atrelados ao <b>IPC-A</b> começava a fazer sentido para evitar perdas em caso de um repique inflacionário.	... aumentamos a posição no vencimento Ago12, <b>elevando a exposição</b> total dessa classe no do portfólio.	- No mês, a curva de juros reais apresentou alta em todos os vencimentos. A perda no portfólio foi limitada dada a baixa exposição ativa nessa classe.
... após a redução da intervenção do BC no mercado de câmbio, parece que a autoridade já começou a aceitar a apreciação da moeda local como um mecanismo de auxílio no combate à inflação.	... mantivemos a posição vendida em dólar, elevando a exposição no final do mês. Realizamos a troca de boa parte da posição em futuros por opções de venda com vencimento mais longo, dado seu nível baixo de volatilidade implícita.	+ O dólar encerrou o mês cotado a R\$1,57, acumulando uma depreciação de 3,40%. Além disso, o portfólio obteve ganho com a alta do prêmio das opções de venda de dólar contidas no fundo.
... o aumento no prêmio de risco dos títulos de países periféricos da Europa comprova que a condição fiscal dessas economias permanece em situação delicada. Continuamos acreditando que a Europa levará mais tempo para se recuperar que os EUA dada a maior rigidez da sua economia.	... aumentamos marginalmente a posição vendida em euro (contra o dólar).	- O euro apreciou-se aproximadamente 4,40% no mês em relação ao dólar.
... a diversificação entre moedas de países exportadores de commodities seria uma alternativa caso o governo brasileiro volte a intervir no mercado cambial.	... permanecemos com posições compradas em dólar australiano e dólar canadense (ambas contra o dólar americano), reduzindo a exposição à primeira moeda dada a forte alta que ocorreu recentemente.	+ O movimento de apreciação de moedas de países exportadores de commodities, beneficiou a performance do fundo.
... uma posição tomada em títulos de dívida soberana brasileira (Globals) seria um hedge mais adequado para as posições existentes no fundo num cenário de <i>flight to quality</i> .	... permanecemos com uma posição tomada em Global 20.	- O movimento de queda de taxa do Global 20 prejudicou a performance do portfólio.
... do ponto de vista da análise fundamentalista, a posição na bolsa local continua bastante atrativa.	... mantivemos o posicionamento comprado em bolsa. Trocamos parte da posição em futuros de índices por opções de compra, dado seu preço atrativo.	- O Ibovespa teve queda de 3,58%.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

Na ata da reunião do COPOM de abril, o BC reforçou a preocupação com o cenário inflacionário e citou que continuará com o ciclo de ajuste da taxa básica por um período suficientemente prolongado a partir de reunião de abril. Apesar disso os analistas acreditam que os ajustes já realizados e a manutenção de uma série consecutiva de altas de apenas 0,25% pode não ser suficiente para conter a componente inercial existente no movimento inflacionário atual, dado o nível de indexação da economia brasileira.

O gradualismo da política monetária do BC pode fazer com que a inflação corrente permaneça ao redor do teto da meta durante algum tempo, porém não acreditamos que isso continuará ocorrendo no longo prazo.

O governo parece ter aceitado a apreciação do real como um instrumento auxiliar no combate à inflação e, portanto, tem reduzido a intervenção no mercado de câmbio, permitindo que a moeda local se aprecie em relação ao dólar.

Apesar de o governo ter reduzido a intervenção no câmbio, através de compras de dólar no mercado spot e de swap cambial reverso, ainda há incertezas quanto a manutenção dessa política.

O aumento do prêmio de risco de alguns países europeus periféricos expõe a fragilidade ainda existente na condição fiscal do bloco. No longo prazo, continuamos acreditando que a Europa levará mais tempo para se recuperar que os EUA dada a maior rigidez da sua economia.

À medida que os fundamentos das empresas locais permanecem e a bolsa local não apresente retorno equivalente, a sua atratividade aumenta.

Com a redução da possibilidade de uma crise sistêmica e uma nova recessão, os títulos brasileiros de longo prazo negociados no exterior atingiram taxas muito baixas.

## Estratégias

Mesmo após o BC assumir uma estratégia gradualista no combate da inflação, há um certo exagero embutido nas taxas de juros de longo prazo. Continuamos acreditando que o BC continuará perseguindo a meta de inflação e na convergência de longo prazo das taxas de juros para níveis internacionais, o que justifica uma posição **dada em taxas de juros mais longas**.

Dada a deterioração no cenário de inflação, em função da postura mais arriscada do BC, uma posição em **NTNs-B de curto prazo** como forma de proteção voltou a ficar interessante.

Apesar do atual nível da taxa câmbio e do IOF sugerirem maior cautela no posicionamento nessa classe de ativo, o fato do governo aceitar a apreciação do real no combate à inflação deixa mais espaço para ganhos com uma posição **vendida em dólar** (contra o real).

A **diversificação entre moedas** de países exportadores de commodities, como **Austrália e Canadá**, é uma alternativa num cenário que o governo volte a ser mais intervencionista.

O **euro** deve mostrar enfraquecimento no longo prazo em relação ao **dólar**, porém sujeito a muita volatilidade.

A posição **comprada em bolsa** continua sendo interessante dados os seus fundamentos.

Uma posição **tomada em taxa de Global 20** faz sentido como hedge contra algum aumento da aversão a risco.

## FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBOVESPA: rentabilidade acima do benchmark, que caiu 3,6% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... em relação ao setor de energia, a continuação da tensão política no Oriente Médio contribuía para a manutenção da cotação do petróleo em patamares elevados. Aliados a isto, os bons fundamentos da Petrobras conjuntamente com o desconto no preço das ações da empresa em relação aos peers internacionais, tornavam a posição bastante interessante.	... mantivemos a exposição acima do benchmark em Petrobras PN e HRT durante o mês.	+ Apesar da perda com a forte queda das ações da Petrobras (PN caiu 9,8% e ON 11,1%), o resultado setorial foi positivo dado o ganho com a posição abaixo do benchmark em OGX Petróleo. O papel caiu 14,1% após a consultoria D&M divulgar relatório reduzindo as estimativas de reservas de petróleo da empresa e aumentando o nível de incerteza em relação aos campos de exploração.
... as empresas do setor de bebidas e alimentos ainda se configuravam como alternativa de funding, dado o valuation pouco atrativo da maioria dos casos.	... mantivemos significativa posição abaixo do benchmark no setor de bebidas e alimentos.	- Ambev e Brasil Foods subiram 10,2% e 2,3% respectivamente.
... apesar de certa preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maioria das empresas do <b>setor de construção civil</b> continuava apresentando bons resultados, com vendas ainda fortes e margens saudáveis resultando em boas perspectivas e valuations bastante atrativos em comparação com a média do mercado.	... iniciamos o mês com significativa exposição ao setor com as apostas ativas distribuídas entre <b>PDG, Even, Brookfield e Gafisa</b> . Reduzimos a posição nesta última durante o mês dada a perspectiva negativa para o resultado da empresa que tem enfrentado dificuldades para controlar o aumento de custos.	+ O setor voltou a apresentar desempenho superior à média de mercado no mês. Destaque para o ganho com as posições em <b>PDG e Even</b> que subiram 2,7%.
... apesar do bom momento da economia local, a maioria dos papéis do <b>setor de varejo</b> continuava apresentando múltiplos bastante elevados em comparação com a média do mercado. Além disso, o setor poderia ser um dos mais impactados em caso de novas medidas macroprudenciais anunciadas pelo Banco Central.	... mantivemos significativa exposição abaixo do benchmark no <b>setor de varejo</b> .	- Os papéis do setor voltaram a apresentar forte desempenho no mês. <b>Lojas Renner e Pão de Açúcar</b> subiram 12,4% e 5,0% respectivamente. Lojas Renner divulgou bom resultado no 1º trimestre, mostrando expansão de receita tanto no segmento varejista quanto no de serviços financeiros.
... em relação ao <b>setor de siderurgia</b> , o excesso na produção global de aço contribuía para a manutenção do desequilíbrio entre oferta e demanda do produto, mantendo os estoques em patamar elevado e o nível de preços abaixo do ideal. Outra fonte de risco para o setor, a apreciação do real também exercia pressão nos resultados das empresas dada a competição dos produtos importados.	... mantivemos significativa posição abaixo do benchmark no <b>setor de siderurgia</b> .	+ O setor teve um dos piores desempenhos da bolsa no mês. Na comparação com o Ibovespa, destaque para o ganho com a posição abaixo do benchmark em <b>Usiminas PN</b> que recuou 18,2%, com a expectativa negativa em relação ao resultado da empresa. No fim do mês a empresa divulgou o resultado referente ao 1º trimestre de 2011 que mostraram manutenção de margens baixas e queda na receita, reflexo dos baixos níveis de preços e do real apreciado.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX:** em geral, tiveram rentabilidade acima do benchmark, que caiu 3,7% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... apesar de certa preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maioria das empresas do <b>setor de construção civil</b> continuava apresentando bons resultados, com vendas ainda fortes e margens saudáveis resultando em boas perspectivas e valuations bastante atrativos em comparação com a média do mercado.	... iniciamos o mês com significativa exposição ao setor com as apostas ativas distribuídas entre <b>PDG, Even, Brookfield e Gafisa</b> . Reduzimos a posição nesta última durante o mês dada a perspectiva negativa para o resultado da empresa que tem enfrentado dificuldades para controlar o aumento de custos.	+ O setor voltou a apresentar desempenho superior à média de mercado no mês. Destaque para o ganho com as posições em <b>PDG e Even</b> que subiram 2,7%.
... as empresas do <b>setor de bebidas e alimentos</b> ainda se configuravam como alternativa de funding, dado o valuation pouco atrativo da maioria dos casos.	... mantivemos significativa posição abaixo do benchmark no <b>setor de bebidas e alimentos</b> .	- <b>Ambev e Brasil Foods</b> subiram 10,2% e 2,3% respectivamente.
... em relação ao <b>setor de energia</b> , a continuação da tensão política no Oriente Médio contribuía para a manutenção da cotação do petróleo em patamares elevados. Aliado a isto, os bons fundamentos da <b>Petrobras</b> conjuntamente com o desconto no preço das ações da empresa em relação aos peers internacionais, tornavam a posição bastante interessante.	... mantivemos a exposição acima do benchmark em <b>Petrobras PN e HRT</b> durante o mês.	+ Apesar da perda com a forte queda das ações da <b>Petrobras</b> ( <b>PN</b> caiu 9,8% e <b>ON</b> 11,1%), o resultado setorial foi positivo dado o ganho verificado com a posição abaixo do benchmark em <b>OGX Petróleo</b> . O papel caiu 14,1% após a consultoria D&M divulgar relatório reduzindo as estimativas de reservas de petróleo da empresa e aumentando o nível de incerteza em relação aos campos de exploração.
... apesar do bom momento da economia local, a maioria dos papéis do <b>setor de varejo</b> continuava apresentando múltiplos bastante elevados em comparação com a média do mercado. Além disso, o setor poderia ser uma dos mais impactados em caso de novas medidas macroprudenciais anunciadas por parte do Banco Central.	... mantivemos significativa exposição abaixo do benchmark no <b>setor de varejo</b> .	- Os papéis do setor voltaram a apresentar forte desempenho no mês. <b>Lojas Renner e Pão de Açúcar</b> subiram 12,4% e 5,0% respectivamente. Lojas Renner divulgou bom resultado no 1º trimestre, mostrando expansão de receita tanto no segmento varejista quanto no de serviços financeiros.
... em relação ao <b>setor de siderurgia</b> o excesso na produção global de aço contribuía para a manutenção do desequilíbrio entre oferta e demanda do produto, mantendo os estoques em patamar elevado e o nível de preços abaixo do ideal. Outra fonte de risco para o setor, a apreciação do Real também exercia pressão nos resultados das empresas dada a competição dos produtos importados.	... mantivemos significativa posição abaixo do benchmark no <b>setor de siderurgia</b> .	+ O setor teve um dos piores desempenhos da bolsa no mês. Na comparação com o Ibovespa, destaque para o ganho com a posição abaixo do benchmark em <b>Usiminas PN</b> que recuou 18,2%, com a expectativa negativa em relação ao resultado da empresa. No fim do mês a empresa divulgou o resultado referente ao 1º trimestre de 2011 que mostraram manutenção de margens baixas e queda na receita, reflexo dos baixos níveis de preços e do Real apreciado.

**FUNDOS E CARTEIRAS DE BENCHMARK IBRX50:** em geral, tiveram rentabilidade acima do benchmark, que caiu 4,1% no mês.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... apesar de certa preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maioria das empresas do <b>setor de construção civil</b> continuava apresentando bons resultados, com vendas ainda fortes e margens saudáveis resultando em boas perspectivas e valuations bastante atrativos em comparação com a média do mercado.	... iniciamos o mês com significativa exposição ao setor com as apostas ativas distribuídas entre <b>PDG, Brookfield, Even e Gafisa</b> . Reduzimos a posição nesta última durante o mês dada a perspectiva negativa para o resultado da empresa que tem enfrentado dificuldades para controlar o aumento de custos.	<p>O setor voltou a apresentar desempenho superior à média de mercado no mês.</p> <p>+ Destaque para o ganho com as posições em <b>PDG e Brookfield</b> que subiram 2,7% e 3,2% respectivamente.</p>
... as empresas do <b>setor de bebidas e alimentos</b> ainda se configuravam como alternativa de <i>funding</i> , dado o valuation pouco atrativo da maioria dos casos.	... mantivemos significativa posição abaixo do benchmark no <b>setor de bebidas e alimentos</b> .	<p>- <b>Ambev e Brasil Foods</b> subiram 10,2% e 2,3% respectivamente.</p>
... em relação ao <b>setor de energia</b> , a continuação da tensão política no Oriente Médio contribuía para a manutenção da cotação do petróleo em patamares elevados. Aliado a isto, os bons fundamentos da Petrobras conjuntamente com o desconto no preço das ações da empresa em relação aos peers internacionais, tornavam a posição bastante interessante.	... mantivemos a exposição acima do benchmark em <b>Petrobras PN e HRT</b> durante o mês.	<p>+ Apesar da perda com a forte queda das ações da <b>Petrobras (PN</b> caiu 9,8% e <b>ON</b> 11,1%), o resultado setorial foi positivo dado o ganho verificado com a posição abaixo do benchmark em <b>OGX Petróleo</b>. O papel caiu 14,1% após a consultoria D&amp;M divulgar relatório reduzindo as estimativas de reservas de petróleo da empresa e aumentando o nível de incerteza em relação aos campos de exploração.</p>
... apesar do bom momento da economia local, a maioria dos papéis do <b>setor de varejo</b> continuavam apresentando múltiplos bastante elevados em comparação com a média do mercado. Além disso, o setor poderia ser uma dos mais impactados em caso de novas medidas macroprudenciais anunciadas por parte do Banco Central.	... mantivemos significativa exposição abaixo do benchmark no <b>setor de varejo</b> .	<p>- Os papéis do setor voltaram a apresentar forte desempenho no mês. <b>Lojas Renner e Pão de Açúcar</b> subiram 12,4% e 5,0% respectivamente. Lojas Renner divulgou bom resultado no 1º trimestre, mostrando expansão de receita tanto no segmento varejista quanto no de serviços financeiros.</p>
... em relação ao <b>setor de siderurgia</b> o excesso na produção global de aço contribuía para a manutenção do desequilíbrio entre oferta e demanda do produto, mantendo os estoques em patamar elevado e o nível de preços abaixo do ideal. Outra fonte de risco para o setor, a apreciação do Real também exercia pressão nos resultados das empresas dada a competição dos produtos importados.	... mantivemos significativa posição abaixo do benchmark no <b>setor de siderurgia</b> .	<p>+ O setor teve um dos piores desempenhos da bolsa no mês. Na comparação com o Ibovespa, destaque para o ganho com a posição abaixo do benchmark em <b>Usiminas PN</b> que recuou 18,2%, com a expectativa negativa em relação ao resultado da empresa. No fim do mês a empresa divulgou o resultado referente ao 1º trimestre de 2011 que mostraram manutenção de margens baixas e queda na receita, reflexo dos baixos níveis de preços e do real apreciado.</p>

## FUNDOS DE RETORNO ABSOLUTO: performance significativamente acima do Ibovespa.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... em relação ao <b>setor de energia</b> , a continuação da tensão política no Oriente Médio contribuía para a manutenção da cotação do petróleo em patamares elevados. Aliado a isto, os bons fundamentos da Petrobras conjuntamente com o desconto no preço das ações da empresa em relação aos peers internacionais, tornavam a posição bastante interessante.	...mantivemos a posição em <b>Petrobras e HRT</b> .	Apesar da perda com a forte queda das ações da Petrobras (PN caiu 9,8% e ON 11,1%), o resultado foi positivo dado o ganho verificado com a ausência em OGX Petróleo. O papel caiu 14,1% após a consultoria D&M divulgar relatório reduzindo as estimativas de reservas de petróleo da empresa e aumentando o nível de incerteza em relação aos campos de exploração.
... apesar de certa preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maioria das empresas do <b>setor de construção civil</b> continuava apresentando bons resultados, com vendas ainda fortes e margens saudáveis resultando em boas perspectivas e valuations bastante atrativos em comparação com a média do mercado.	... mantivemos significativa exposição ao <b>setor de construção civil</b> .	O setor voltou a apresentar desempenho superior à média de mercado no mês. Destaque para o ganho com as posições em <b>PDG e Brookfield</b> que subiram 2,7% e 3,2% respectivamente.
... em relação ao <b>setor de siderurgia</b> o excesso na produção global de aço contribuía para a manutenção do desequilíbrio entre oferta e demanda do produto, mantendo os estoques em patamar elevado e o nível de preços abaixo do ideal. Outra fonte de risco para o setor, a apreciação do Real também exercia pressão nos resultados das empresas dada a competição dos produtos importados.	... mantivemos significativa posição abaixo do Ibovespa no <b>setor de siderurgia</b> .	O setor teve um dos piores desempenhos da bolsa no mês. Na comparação com o Ibovespa, destaque para o ganho com a posição abaixo do benchmark em <b>Usiminas PN</b> que recuou 18,2%, com a expectativa negativa em relação ao resultado da empresa. No fim do mês a empresa divulgou o resultado referente ao 1º trimestre de 2011 que mostraram manutenção de margens baixas e queda na receita, reflexo dos baixos níveis de preços e do real apreciado.
... dentro do <b>setor de serviços</b> , a ação de <b>Valid Soluções</b> continuava descontada em relação ao mercado, dados os bons fundamentos da empresa.	... mantivemos a posição em <b>Valid Soluções</b> (empresa que julgamos como elegível a ser comprada pelo fundo, apesar de ausente do Ibovespa).	+ <b>Valid Soluções</b> subiu 8,8%.

**FUNDOS SMALL CAP:** rentabilidade acima do parâmetro de performance (SMLL - Índice Small Cap), que subiu 0,1%.

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... dentro do <b>setor de serviços</b> , as ações de <b>Valid Soluções e Contax</b> estavam descontadas em relação ao mercado, dados os bons fundamentos das duas empresas.	... mantivemos a posição em <b>Valid Soluções e Contax</b> (ausentes do SMLL).	+ <b>Valid Soluções</b> subiu 8,8% e <b>Contax</b> subiu 6,0%.
... após ser fortemente penalizada em função do resultado ruim no último trimestre de 2010, a ação de <b>Indústrias Romi</b> , pertencente ao <b>setor de bens de capital</b> , estava sendo negociada com relevante desconto. Além disso, havia um cenário positivo para a empresa após a afirmação de que o governo renovará as linhas de financiamento de PSI até o fim de 2011 e perspectivas de um aumento de demanda por projetos de energia eólica no Brasil.	... mantivemos posição em <b>Indústrias Romi</b> .	- <b>Indústrias Romi</b> caiu 11,9% no mês, prejudicando o desempenho relativo do fundo. A empresa divulgou resultado pior que o esperado no 1º trimestre do ano mostrando queda de receita e margem como resultado da competição com produtos importados.
... dentro do <b>setor financeiro</b> , <b>Banco ABC Brasil</b> apresentava valuation bastante atrativo dado o fraco desempenho recente.	... mantivemos a exposição ao setor através de <b>Banco ABC Brasil</b> .	+ <b>Banco ABC Brasil</b> subiu 10,1% com a expectativa de uma sólida expansão de margem como resultado da maior exposição ao segmento middle-market.
... apesar de certa preocupação com aumento de custos e atrasos em obras, a maioria das empresas do <b>setor de construção civil</b> continuava apresentando bons resultados, com vendas ainda fortes e margens saudáveis resultando em boas perspectivas e valuations bastante atrativos em comparação com a média do mercado.	... iniciamos o mês com significativa exposição ao setor com as posições em <b>Even, Brookfield, Gafisa e Rossi</b> . Durante o mês trocamos parte da posição nesta última por <b>EZ Tec</b> , que tem apresentado capacidade acima da média para controlar custos e manter margens.	+ O setor voltou a apresentar desempenho superior à média de mercado no mês. Destaque para o ganho com as posições em <b>PDG e Brookfield</b> que subiram 2,7% e 3,2% respectivamente. A posição em <b>EZ Tec</b> montada durante o mês também apresentou ganho dado que o papel subiu 17,7% no mês e 5,0% desde que foi iniciado.

## TEMAS E ESTRATÉGIAS

## Temas de Investimento

## Estratégias

Apesar da recuperação das ações do setor em abril, continuamos vendo muito valor nas incorporadoras. O desempenho de vendas (tanto de novos lançamentos como de estoques) continuou muito bom neste começo do ano e não vemos motivo para este cenário se alterar nos próximos meses. Esperamos que várias incorporadoras já mostrem fluxos de caixa positivo no final deste ano.

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

Os bancos de grande porte continuam sendo uma excelente opção de investimento. Por conta de das medidas macroprudenciais implementadas pelo governo, as ações do setor tem apresentado performance fraca, mas fundamentalmente tais medidas terão praticamente nenhum efeito sobre os resultados dos bancos. O menor crescimento das carteiras de crédito e algum aumento da inadimplência devem ser mais do que compensado pela alta dos spreads. Já observamos uma melhora da margem de intermediação financeira nos resultados do 1o trimestre, e esperamos estabilidade ou mesmo incremento dos retornos sobre o capital no decorrer do ano. Esperamos que as ações dos bancos apresentem performance melhor do que o mercado.

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

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

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

## Renda Variável e Balanceados (cont.)

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

Pensávamos que...	Portanto nós...	E os resultados foram...
... apesar da recuperação de parte do atraso em relação às bolsas internacionais no mês anterior, os sólidos fundamentos das empresas locais e o bom momento da economia brasileira ainda não estavam refletidos nos múltiplos da bolsa local. Por conta disso, continuávamos com uma visão positiva em relação à renda variável.	... mantivemos uma alocação acima do ponto neutro em bolsa dado que a classe de ativos continuava bastante atrativa do ponto de vista fundamentalista.	A bolsa teve desempenho negativo no mês. O Ibovespa caiu 3,6% enquanto o IBrX recuou 3,7%. A preocupação dos investidores em relação ao cenário de inflação em países emergentes contribuiu para o descolamento da bolsa local em relação às dos países desenvolvidos.

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. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura

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.

É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS.



© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2011. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes, seus respectivos consultores de investimentos e terceiros interessados. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.