

Carta do Gestor - Abril 2013

O “susto” com o Chipre foi rapidamente dissipado, engolido pelo tema dominante da iniciativa dos bancos centrais e da chancela dos mercados para a idéia de que qualquer ação é mais aceitável do que sentar sobre as mãos. Muitos índices de ações e preços de títulos de renda fixa fizeram novas máximas históricas, alimentados pela possibilidade de novas rodadas de estímulo monetário pelo mundo. Tal expectativa tem sido concretizada com ações de vários bancos centrais: há poucos dias, o Banco Central Europeu entregou o primeiro corte de juros depois de nove meses; também reduziram suas taxas básicas os bancos centrais da Austrália, Índia, Polônia, Coreia do Sul, Hungria, Turquia, Israel e Dinamarca.

Assim, segue o roteiro de preços nominais em alta, propulsionados pela ação de bancos centrais e a expectativa de mais alguns anos de juros muito baixos. Também segue a divergência dos preços de commodities, que ensaiaram uma correção, mas continuaram muito atrasados com relação a ativos precificados como fluxos de caixa futuro descontados.

A bolsa brasileira tem sofrido da combinação dessa divergência com o problema da persistência da inflação, que faz com que o banco central adote uma política monetária contracionista (em oposição a um mundo francamente expansionista) e não permita uma depreciação do câmbio que reflita a deterioração nos termos de troca e contas externas. Aqui, a questão fundamental é saber quanto disso já está refletido nos preços - em nossa opinião, muito, a não ser que ocorra uma ruptura nos preços de commodities que leve o mercado a acreditar que é possível uma volta ao padrão anterior a 2002.

Acreditamos que dois grandes *squeezes* estão sendo acumulados no mercado brasileiro: primeiro, um de natureza global, com gestores de orientação macro ou *momentum* acumulando posições vendidas no mercado brasileiro contra diversos outros mercados (México, por exemplo). Segundo, um de *stock picking* contra o índice, ou variações disso (*equity hedge*, índice ex-commodities, setor privado x estatais, etc). Reconhecemos as complicações de um índice cuja construção permite *penny stocks* terem grande peso (e aumentá-lo substancialmente entre os rebalanceamentos), mas o tema é tão popular, a posição alugada em alguns papéis tão grande, a taxas tão altas e preços com baixa margem de segurança que não podemos deixar de acreditar que há grande assimetria na posição contrária.

Dito isso, vemos incentivos para que os dois grandes desequilíbrios em variáveis macro que têm correspondência em preços e são fortemente influenciadas por política econômica – os juros, abaixo do equilíbrio e o câmbio, ainda muito apreciado – sejam mantidos até após as eleições presidenciais do próximo ano. A queda nos juros durante o mandato de Dilma, acompanhada de uma inflação relativamente alta, mas não muito diferente do padrão do último par de décadas, deve ser uma bandeira

Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.700 - 2º andar 04543-000 São Paulo - SP Tel.: +55 11 3513-3100 Ouvidoria – DTVM: 0800 770 3726



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de Investimento não contam com a 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante da sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

Carta do Gestor - Abril 2013

eleitoral importante. A manutenção do câmbio em patamar relativamente apreciado ajuda tanto no controle da inflação quanto no consumo. Dessa maneira, de fato as ações brasileiras seguirão sem dois dos principais catalisadores com os quais boa parte do mundo contou nos últimos meses; novamente, nosso relativo otimismo aqui deve-se a preços e a um posicionamento do mercado que nos parece extremo.

Nossa outra principal convicção é o fortalecimento do dólar americano, esta ajudada pela dinâmica de preços dos últimos dias. Seguimos acreditando que os Estados Unidos serão o destino preferido para capitais globais nos próximos anos.

Carta do Gestor - Abril 2013

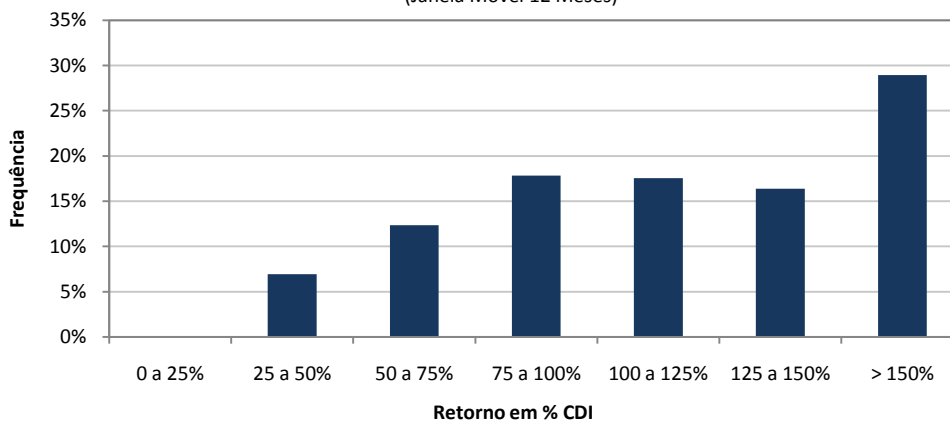
Amundsen

O fundo ganhou com a relativa recuperação do Ibovespa, sofrendo perdas nas estratégias de câmbio, cupom cambial (com o fechamento dos juros em dólares) e juros locais.

Atribuição de Performance	
Amundsen FIC	-0,39%
Moedas	-0,48%
Dólar	-0,48%
Bolsa	0,56%
Local	0,56%
Juros	-0,80%
Inflação	0,04%
Cupom Cambial	-0,35%
Pré	-0,42%
Opções	0,00%
Internacional	-0,07%
Relative Value	0,01%
Commodities	0,02%
Macro	-0,13%
Carregamento	0,60%
Custos	-0,18%

Histograma de Retornos - Amundsen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)



Carta do Gestor - Abril 2013

Nansen

Tivemos um pequeno ganho com a posição comprada em Ibovespa. Perdemos com o fechamento da curva de cupom cambial e o movimento do câmbio.

Atribuição de Performance	
Nansen FIC	0,36%
Moedas	0,05%
Dólar	-0,05%
Bolsa	0,03%
Local	0,03%
Juros	0,15%
Pré	-0,03%
Inflação	0,00%
Cupom Cambial	-0,12%
Relative Value	0,06%
Carregamento	0,61%
Custos	0,14%

Histograma de Retornos - Nansen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)

