

## Carta do Gestor – Maio e Junho 2013

Nos últimos dois meses, os preços em alguns mercados moveram-se rapidamente no sentido oposto ao que imaginávamos. Nossos principais erros foram: primeiro, acreditar que o Ibovespa próximo a 53.000 propiciava uma grande oportunidade de compra (tanto no absoluto quanto no relativo contra índices de ações de outros países) e, segundo, confiar que o Banco Central delimitaria um intervalo relativamente estreito para a oscilação do câmbio reais/dólares. Também falhamos ao não antecipar a grande liquidação de ativos de países emergentes provocada pela possibilidade de uma política menos expansiva pelo Fed e suas conseqüências para o já fragilizado mercado brasileiro.

Postulada a *mea culpa*, cabe aqui avaliar como os preços atuais se traduzem em oportunidades para os próximos meses. Para isso, é necessário avaliar se a turbulência recente dos mercados representa alguma mudança de paradigma ou trata-se de ruído em torno de tendências seculares inalteradas. Listamos abaixo alguns temas que parecem ser dominantes nas discussões e na formação de preços atuais, dividindo-os em “globais” e “brasileiros / idiossincráticos” e fornecendo nossa avaliação para cada um deles:

### 1. Temas globais

i) Alta de juros nos Estados Unidos – no topo da lista atual de preocupações dos mercados parece estar a recente alta nos juros longos dos EUA, justificada por uma percebida disposição do Fed de reduzir seu peso na ponta compradora dos títulos. Porém, nos parece improvável que o Fed induziria um novo *crash* em mercados sustentados por fundamentos econômicos ainda relativamente frágeis, de forma que o ajuste dos juros parece apenas determinar um novo intervalo (com mais volatilidade potencial, há de se reconhecer) e reconhecer uma leve melhora nas perspectivas de crescimento americanas.

ii) Fuga de emergentes – aqui o tema é tanto de uma desalavancagem catalisada pelo item anterior quanto uma possível piora de fundamentos ou deterioração do ambiente político. Acreditamos em uma possível reversão de fluxo de capitais e fuga generalizada para o dólar americano, mas ainda não vemos evidências nessa direção. A piora de fundamentos / ambiente político é clara em alguns casos e talvez tenha se intensificado nos últimos meses. Entretanto, ainda não apareceram sinais de parada súbita no crescimento chinês, ainda que a sinalização dos preços de commodities metálicas aumente a preocupação nessa direção.

iii) Crise na Europa – os dois itens anteriores parecem ter minimizado os problemas da União Europeia, mas eles seguem sem resolução definitiva – ainda não há um plano claro de recapitalização dos bancos, e os fundamentos na periferia seguem se deteriorando.

## Carta do Gestor – Maio e Junho 2013

### 2. Temas brasileiros / idiossincráticos

i) Grupo EBX – parte da queda do Ibovespa pode ser atribuída a uma reprecificação do caso dessas empresas, com o mercado passando a incorporar risco de quebra e menor probabilidade de ajuda estatal. Parece distante a possibilidade de aportes significativos por investidores privados. Do ponto de vista técnico, segue o posicionamento vendido do mercado a preços com baixíssima margem de segurança e taxas de aluguel muito altas.

ii) Compressão de lucros – segue o mesmo tema do ano passado, com mercado de trabalho apertado, empresas com dificuldades de repassar aumentos de custos e conseqüente piora nas margens de lucro. Ainda assim, o mercado opera com múltiplos altos para determinados setores, o que torna possível uma distinção entre a bolsa “cara” (varejo, consumo, etc) e “barata” (energia, mineração, etc).

iii) Inflação e política monetária – tem feito com que o banco central brasileiro tenha sido o primeiro no mundo a iniciar um ciclo de aperto monetário. O mercado de renda fixa estava precificado para um longo período de BC “atrás da curva”, o que justifica as grandes perdas em títulos pré e indexados. Um ciclo de alta de juros agressivo já está embutido na curva futura, o que nos faz acreditar que, salvo por uma grande surpresa na inflação, uma correção seja provável nos próximos meses.

iv) Crise política, convulsão social – é cedo e difícil avaliar o impacto da onda de protestos na atividade, mas certamente não é positivo, em momento que previsões de crescimento para este ano já começam a ser revisadas para baixo.

Trabalhamos com um cenário base relativamente otimista para o mundo (sem choque de juros nos EUA, com algum crescimento e espaço para aumento de múltiplos em ações; na Europa, acreditamos em passos construtivos na direção de recapitalização do sistema bancário). No Brasil, ainda que seja difícil enxergar uma saída para a situação atual antes de uma reprecificação mais profunda, que envolva um ajuste grande na taxa de câmbio e possivelmente uma volta a juros básicos de dois dígitos, acreditamos que os preços de ações são de liquidação forçada, embutindo um pessimismo exagerado e posicionamento especulativo quase consensual. Levando em conta o custo de oportunidade (CDI), o Ibovespa está a preços similares aos do auge da crise de 2008. No relativo contra o S&P500 (em dólares), o nível é o mais baixo desde 2006; contra o IPC mexicano, desde 1994. Nos parece fazer sentido um otimismo tático, ainda acreditando que os ajustes macroeconômicos recessivos serão adiados para depois das eleições presidenciais do ano que vem.

## Carta do Gestor – Maio e Junho 2013

Acreditamos que evitar perdas em períodos de turbulência é parte importante do nosso mandato, assim como aproveitar esses períodos para identificar ativos subvalorizados. Falhamos recentemente em antecipar a turbulência recente; acreditamos, porém, que a recuperação de nossas cotas virá, em alguma medida, de uma correção em tendências que nos parecem com claros sinais de esgotamento.

## Carta do Gestor – Maio e Junho 2013

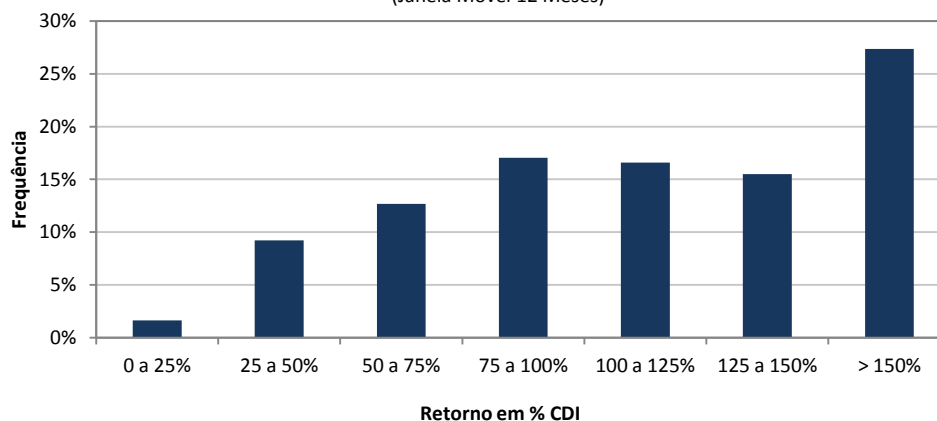
### Amundsen

Principais perdas foram em posições compradas em Ibovespa e vendidas em USD/BRL.

Atribuição de Performance		
Amundsen FIC	Maio	Junho
	<b>0,02%</b>	<b>-3,21%</b>
<b>Moedas</b>	<b>-1,29%</b>	<b>-0,90%</b>
Dólar	-1,29%	-0,90%
<b>Bolsa</b>	<b>0,27%</b>	<b>-1,99%</b>
Local	0,27%	-1,99%
<b>Juros</b>	<b>0,68%</b>	<b>-0,59%</b>
Inflação	-0,30%	-0,37%
Cupom Cambial	-0,04%	0,09%
Pré	1,04%	-0,31%
Internacional	-0,02%	-
<b>Relative Value</b>	<b>-0,15%</b>	<b>0,05%</b>
<b>Commodities</b>	<b>-0,06%</b>	<b>-</b>
<b>Macro</b>	<b>0,17%</b>	<b>-0,35%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>0,59%</b>	<b>0,77%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,19%</b>	<b>-0,19%</b>

### Histograma de Retornos - Amundsen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)



## Carta do Gestor – Maio e Junho 2013

### Nansen

Principais perdas foram nas posições compradas em Ibovespa e na abertura do cupom da NTN-A.

Atribuição de Performance		
Nansen FIC	Maio	Junho
	<b>-0,43%</b>	<b>-1,62%</b>
<b>Moedas</b>	<b>-0,64%</b>	<b>-1,38%</b>
Dólar	-0,64%	-1,38%
<b>Bolsa</b>	<b>-0,25%</b>	<b>-0,73%</b>
Local	-0,25%	-0,73%
<b>Juros</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,03%</b>
Pré	0,10%	0,04%
Inflação	-0,03%	-0,01%
Cupom Cambial	-0,04%	0,00%
<b>Carregamento</b>	<b>0,58%</b>	<b>0,60%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,14%</b>	<b>-0,13%</b>

### Histograma de Retornos - Nansen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)

