

Após o melhor início de ano em muito tempo, os mercados contiveram parte da euforia durante Março (exceção às ações americanas que, lideradas pela Apple, prosseguiram com o rali). As principais tendências durante o mês foram a queda na volatilidade (o índice VIX tocou patamares inferiores a 15) e o prosseguimento da deterioração relativa de alguns índices de ações da Europa frente aos EUA. Uma das posições de maior acerto na história do fundo, a de valor relativo comprada em S&P500 e vendida em IBEX, completou um ano, ainda sem nenhuma indicação do mercado que nos faça reconsiderá-la. Esse "book" foi o maior responsável pelo excesso de retorno do mês, somado a um ganho nas posições de juros (compra de NTN-B 2020), e compensando a perda no "book" de câmbio, com o enfraquecimento relativo do real contra dólar, euro e demais moedas.

Seguimos acreditando, como principal pano de fundo para os mercados, na continuação do ciclo de desalavancagem iniciado em 2007 / 2008, com os EUA consideravelmente mais adiantados em relação à maior parte da Europa, tanto na recuperação econômica, quanto na limpeza de balanços de empresas e famílias. Como mencionamos no mês passado, vemos a Espanha como arquétipo dos problemas do continente. Há meses o mercado vem confirmando essa visão; progressivamente, isso vai ficando mais claro nos preços (sobretudo de ações, mais imunes às intervenções que ocorrem nos juros de títulos soberanos). Ainda confiamos no potencial desse tema de investimento e em seus desdobramentos.

Se por um lado temos claro que os riscos de rupturas no mercado continuam relativamente altos (com níveis de preços de muitos ativos que oferecem baixa margem de segurança), também parece evidente que bancos centrais, governos e organismos multilaterais tentarão agir reativamente com grandes volumes de intervenção, o que, ainda que não alterem os maus fundamentos, nem melhorem a capacidade de pagamento da maior parte dos devedores, podem, como vimos em diversas ocasiões no passado recente, provocar fortes reações em mercados sobrevendidos. Essa circunstância tem influenciado nosso posicionamento, evitando exposições direcionais mais pronunciadas em índices de ações e trabalhando com níveis de *stop-loss* curtos e bem definidos para quando, ainda assim, tomamos esse tipo de risco.

Atribuição de Performance	
<b>Amundsen FIC</b>	<b>1,21%</b>
<b>Juros</b>	<b>0,72%</b>
Direcional	0,57%
Inflação	0,08%
Cupom Cambial	0,14%
Exterior	-0,08%
<b>Moedas</b>	<b>-0,53%</b>
Dólar	-0,30%
Euro	-0,23%
<b>Bolsa</b>	<b>-0,19%</b>
Local	-0,17%
Exterior	-0,02%
<b>Relative Value</b>	<b>0,61%</b>
<b>Commodities</b>	<b>-0,08%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>0,89%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,20%</b>

Os outros temas de médio / longo prazo que temos perseguindo são o fortalecimento do dólar americano e a queda nos juros reais brasileiros. O primeiro foi praticamente neutro durante o último mês, com o enfraquecimento do iene compensando a valorização de outras moedas e levando o DXY a uma pequena alta (0,3%). Por sua vez, os juros brasileiros (medidos pela taxa de retorno das NTN-Bs longas) completaram o quarto mês consecutivo de queda. O IMA-B já entregou, no ano, 330 p.b. de excesso de retorno, mais do que a média dos últimos anos para períodos de 12 meses (de cerca de 290 p.b.). Ainda que o cenário pareça positivo para o carregamento desses papéis, devemos, ao longo do mês de abril, revisar a posição e, possivelmente, realizar parte dos lucros. A inflação precificada pelo mercado para os próximos 18 meses ainda é relativamente alta, e vemos como não desprezível a possibilidade da inflação corrente seguir apontando para baixo durante boa parte do restante deste ano (seja por continuação da tendência dos preços de alimentos ou por desonerações de impostos ou medidas "administrativas" similares), o que poderia desencadear um *sell off* em um mercado que nos parece algo sobrecomprado.

<sup>1</sup> Ver *The Spanish Hangover*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7876>

