

Escrevemos já sabendo dos resultados das eleições americanas e do comportamento do mercado no dia seguinte. Vemos nessa reação dos preços mais um exemplo de quão difícil tem sido prever seus movimentos, mesmo quando se tem uma idéia razoavelmente correta quanto ao entorno: é evidente que a reeleição de Obama significa mais um período com o Fed comandado por Ben Bernanke ou um sucessor por ele aprovado; ainda assim, as *treasuries* fizeram um dos maiores ralis do ano (como se a probabilidade de eleição de Romney fosse muito maior do que a precificada por pesquisas e mercados de previsão), com o petróleo e ações tendo um dos piores pregões dos últimos meses.

Julgando somente por esses movimentos, que consideramos bastante importantes, a mensagem dos mercados pode ser de novo período de movimentação nas carteiras, na direção de ativos tidos como menos arriscados. Uma leitura mais perturbadora é de uma indicação de que as atuais políticas de expansão do balanço de bancos centrais deixaram de ter efeito geral sobre preços de ativos. Isso invalidaria parte do racional por trás dessas políticas (a geração de efeito-riqueza) e poderia colocar os bancos centrais em uma situação que, potencialmente, levaria a medidas mais desesperadas. Essas conclusões, porém, podem ser ainda precipitadas, ainda que, por suas conseqüências profundas, devem ser incorporadas em nossa avaliação de cenários. Como referência à carta do mês passado, seria um enfraquecimento de nossa hipótese de “Aprofundamento” (repressão financeira) e volta do risco de “Ruptura” (crise deflacionária).

Nossas alocações seguem refletindo convicções relativamente baixas e algum tempo sem correspondência entre nossas idéias e os movimentos de preços. A grande maioria dos mercados tem operado sem tendência (a importante exceção são os juros locais; discutiremos logo mais), o que tem nos levado a operar com posições pequenas e foco maior no curto prazo. Isso tem nos deixado com bastante espaço livre nos limites de risco, situação que consideramos normal e até desejável nessa fase do ciclo.

Quanto aos juros locais: por volta do meio do ano, deixamos de ver assimetria nas posições doadas nesses mercados (pré e cupom de indexados). Não identificamos na nossa capacidade de análise nenhuma vantagem comparativa em tentar prever os movimentos de curto prazo do Copom, e temos dito a clientes que, excluindo a simples vontade do Banco Central, futuras quedas sustentadas nos juros nominais dependem: i) de uma reprecificação da inflação esperada, na direção de um nível mais parecido com o padrão internacional ou; ii) do convencimento progressivo do mercado de que os juros básicos ficaram estáveis ou em queda por bastante tempo, o que implicaria em possíveis ganhos tanto com a queda na inclinação da curva quanto com o *carry / roll-down* das posições doadas (ou compradas em NTN-B).

No momento, acreditamos que o BC está próximo a um fim (ao menos temporário) do ciclo de cortes, não enxergamos um cenário (nem vontade política) capaz de mudar o patamar da inflação e consideramos os ganhos de carregamento potencialmente pequenos para justificar a exposição a risco de *duration*. Também nos incomoda a idéia, constantemente apresentada, de que ficar comprado em títulos indexados é “aposta certa” de ganhos acima do CDI para o próximo ano; mais ainda suas variações que envolvem exposição a ativos com menor liquidez e outros riscos (crédito, por exemplo). Há exemplos suficientes na história de “apostas certas” que acabaram (muito) mal para que voltemos nossa atenção para outras opções de possíveis ganhos.

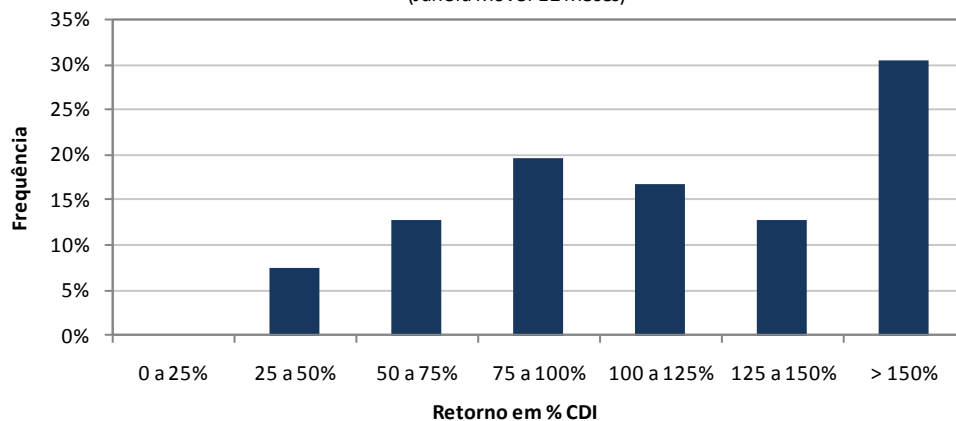
Amundsen

Nosso desempenho no mês foi prejudicado pelas posições de curto prazo de câmbio e pré. No livro direcional, perdemos com a queda na inflação implícita da NTN-C e com o fechamento da curva longa de cupom cambial (posição reduzida ao longo do mês). Nos livros de valor relativo, tiveram resultados negativos a posição em bolsas long EUA / short Europa e no spread entre os títulos de dez anos de França e EUA (posição fechada recentemente, com resultado acumulado levemente positivo). O destaque positivo foi a atuação tática em índices de ações.

Atribuição de Performance	
Amundsen FIC	-0,61%
Moedas	-0,19%
Dólar	-0,19%
Bolsa	0,35%
Local	0,35%
Juros	-0,84%
Inflação	-0,25%
Cupom Cambial	-0,25%
Pré	-0,34%
Internacional	-0,06%
Opções	0,05%
Relative Value	-0,42%
Carregamento	0,60%
Custos	-0,12%

Histograma de Retornos - Amundsen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)



Nansen

A principal contribuição para o resultado ligeiramente abaixo do CDI foi a posição tomada em cupom cambial. Ganhamos com posições de câmbio, índices de ações e inflação implícita.

Atribuição de Performance	
Nansen FIC	0,60%
Moedas	0,07%
Dólar	0,07%
Bolsa	0,12%
Local	0,12%
	-
Juros	0,08%
Pré	-0,01%
Inflação	0,02%
Cupom Cambial	-0,09%
Opções	-0,01%
Carregamento	0,63%
	-
Custos	0,13%

Histograma de Retornos - Nansen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)

