

Em dezembro, os mercados forneceram evidências contraditórias para nossa tentativa (descrita na última carta mensal) de definir se os próximos meses comprovarão o que chamamos de “aprofundamento” (atuação proativa dos bancos centrais buscando inflação mais elevada, com importantes conseqüências para preços de ativos) ou se continuaremos vendo movimentos relativamente pequenos e tentativas apenas de manter as economias funcionando enquanto o longo ciclo de desalavancagem se desenrola. Ainda que preços de ações e títulos de renda fixa pareçam indicar probabilidade maior de alta geral de preços nominais, commodities, com exceção do petróleo, voltaram a cair, encerrando um ano de pouco brilho para os índices agregados e o próprio petróleo. Metais preciosos encerraram 2012 com ganhos, pequenos, porém, se comparados a bolsas e mesmo a algumas modalidades de renda fixa (pior ainda se levarmos em conta a volatilidade desses ativos).

Adicionando à confusão, logo nos primeiros dias de 2013 a comunicação do FOMC indica que alguns de seus membros já pensam em interromper ainda neste ano o programa de compra de títulos. Mesmo descontadas a diferença entre o discurso e a ação e a prematuridade de qualquer conclusão, é o bastante para que repensemos a tese do “aprofundamento”: difícil acreditar em um cenário de alta generalizada de preços se o banco central mais relevante do mundo entrar em modo mais cauteloso; e o mercado precisaria passar por uma reconfiguração para um cenário em que os preços dos títulos de longo prazo dos EUA deixam de ter uma garantia implícita.

Se ainda temos pouca clareza quanto à direção geral dos mercados, nos parece evidente que os grandes vencedores de 2012 foram os bancos centrais e demais autoridades governamentais, que, por ora, conseguiram evitar corridas bancárias (algo que nos parecia impossível), calotes soberanos e eleições de partidos radicais. Dessa forma, é grande a aparente confiança nessas entidades, o que deve fazer com que soluções que pareciam inviáveis ou mesmo estapafúrdias há algum tempo tornem-se aceitáveis ou discutíveis (sim, ainda estamos abalados com a corrente polêmica envolvendo a “moeda de platina de um trilhão de dólares”). A relação de causalidade ação de governos – contenção da crise (que pode ou não ser verdadeira) parece estar profundamente estabelecida no imaginário coletivo, e estão abertas as portas para mais experimentos e supressão de mercados. Discutimos esse tema longamente em cartas passadas, e nossa opinião segue inalterada: em resumo, mercados manipulados tendem a implodir com o tempo. Nenhum indício, porém, de que isso vá acontecer no futuro próximo.

No Brasil, paradoxalmente, a confiança do mercado no governo (ao menos a expressa pela maioria dos economistas que usualmente aparecem na mídia tradicional) é a mais baixa em muitos anos. O governo brasileiro, para citar alguns argumentos freqüentes, não leva a sério a ameaça inflacionária, segue gastando demais, usa “contabilidade criativa” para cumprir metas, não consegue investir, interfere muito no ambiente de

negócios, etc. Ainda que alguns desses sejam fundamentados, nos importa mais observar que grande parte desse pessimismo já está incorporado aos preços de mercado, de forma que é provável que pequenas surpresas positivas (ou mesmo uma não-deterioração ao longo do ano) impliquem em movimentos relevantes. Certa vez um pertinente observador brasileiro disse que “nem éramos tão ruins, nem ficamos tão bons”; acreditamos que essa é uma boa heurística para avaliar o tratamento dado ao país pelos mercados. Aparentemente, estamos na fase de nos acharmos piores do que realmente somos, como reação a anos de exuberância também não justificada. Isso deve trazer oportunidades interessantes.

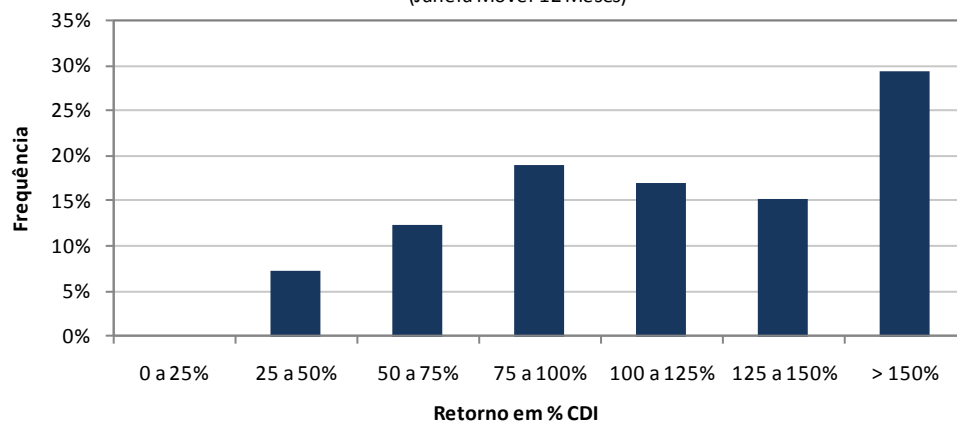
## Amundsen

Tivemos novamente bom desempenho na atuação tática, sobretudo acreditando na continuidade da alta das ações e na valorização do real contra o dólar, corrigindo parte do movimento exagerado do mês anterior. Também ganhamos com as posições tomadas em cupom cambial e compradas em inflação futura.

Atribuição de Performance	
<b>Amundsen FIC</b>	<b>1,40%</b>
<b>Moedas</b>	<b>0,42%</b>
Dólar	0,42%
<b>Bolsa</b>	<b>0,59%</b>
Local	0,59%
<b>Juros</b>	<b>0,18%</b>
Inflação	0,12%
Cupom Cambial	0,07%
Pré	-0,02%
Opções	0,01%
<b>Relative Value</b>	<b>-0,09%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>0,54%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,24%</b>

**Histograma de Retornos - Amundsen FIC**

(Janela Móvel 12 Meses)



## Nansen

Tivemos desempenho pouco abaixo do CDI, perdendo no livro de câmbio e compensando parcialmente com ganhos na posição tomada de cupom cambial e nos livros de bolsa e inflação.

Atribuição de Performance	
<b>Nansen FIC</b>	<b>0,40%</b>
	-
<b>Moedas</b>	<b>0,37%</b>
Dólar	-0,37%
<b>Bolsa</b>	<b>0,03%</b>
Local	0,03%
<b>Juros</b>	<b>0,28%</b>
Pré	0,00%
Inflação	0,01%
Cupom Cambial	0,25%
Opções	0,03%
<b>Carregamento</b>	<b>0,54%</b>
	-
<b>Custos</b>	<b>0,10%</b>

## Histograma de Retornos - Nansen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)

