

Carta do Gestor - Janeiro 2013

Pouca coisa mudou no cenário internacional com relação ao que discutimos na nossa última carta de 2012. Assim, vamos usar este espaço para explorar mais a fundo do que de costume o que imaginamos ser o cenário mais provável para os mercados brasileiros nos próximos meses.

O que nos tem mais chamado a atenção (e custado) é o fraco desempenho do Ibovespa (ainda pior no relativo contra outros índices de ações pelo mundo – como exemplo, o índice brasileiro em dólares está mais de 30% atrás do S&P500 no acumulado desde o início de 2012). O exagero em acreditar que o Brasil tinha se tornado um país com crescimento potencial maior que 4% ao ano e conseqüentes altas margens de lucro para as companhias listadas tem sido corrigido com uma crescente repulsa pelos temas de investimento e o ambiente macroeconômico. Acreditamos que está em curso um processo de “troca de mãos” que se provará benéfico: agentes que usaram premissas exageradamente otimistas estão desistindo do investimento no país, vendendo para novos detentores que partem de um cenário geral mais realista e preços com maior margem de segurança. Em resumo, ações passando de mãos fracas a mão fortes.

É impossível tentar prever o timing da conclusão dessa rotação (e, claro, a tese pode estar errada), mas acreditamos que os níveis atuais (Ibovespa ao redor de 58,000) são atrativos, ao incorporar grande pessimismo em vários dos papéis com mais peso no índice (sobretudo Petrobras). Hoje, o maior risco para as posições compradas parece estar numa eventual correção do forte movimento de alta nos últimos meses no mundo desenvolvido; se isso acontecer, a análise acima segue válida para operações de valor relativo.

O mercado de câmbio parece, no médio prazo e na ausência de choques no exterior, totalmente controlado pelo banco central. Acreditamos que há sentindo na tese em que a manifesta vontade de alguns setores do governo em trabalhar com um real mais desvalorizado está suspensa enquanto a inflação não der sinais de alívio, o que só deve ocorrer no segundo semestre. Enquanto isso, devemos observar a formação de uma “faixa de flutuação razoável”, como definida pelo ministro Mantega, o que implica em poucas oportunidades além de operações táticas de curto prazo e eventual venda de volatilidade.

No mercado de juros, parece se consolidar a expectativa de altas na taxa Selic ainda no primeiro semestre, que, se concretizadas e forem seguidas de alguma queda na inflação, devem implicar em crescente desconforto para os detentores de títulos indexados, após um longo período de bons retornos. Acreditamos que há boa chance dos juros de um dia encontrarem um novo equilíbrio perto de 3% em termos reais, com a meta de 2% propagada pela presidente sendo testada novamente mais perto das eleições de 2014. Trabalhamos com um cenário de inflação próximo ao consenso

Carta do Gestor - Janeiro 2013

do mercado, com a variação no IPCA neste ano próxima ou pouco menor do que em 2012.

No geral, vemos como justificada a preocupação de parte dos poupadores em buscar alternativas de investimento em crédito e ativos fora do Brasil. É pouco provável que 2013 traga uma bonança minimamente similar à queda dos juros no ano passado, e retornos superiores este ano aparentemente estarão condicionados a um bom trabalho de gestão ativa, exatamente o que tentamos entregar a nossos clientes.

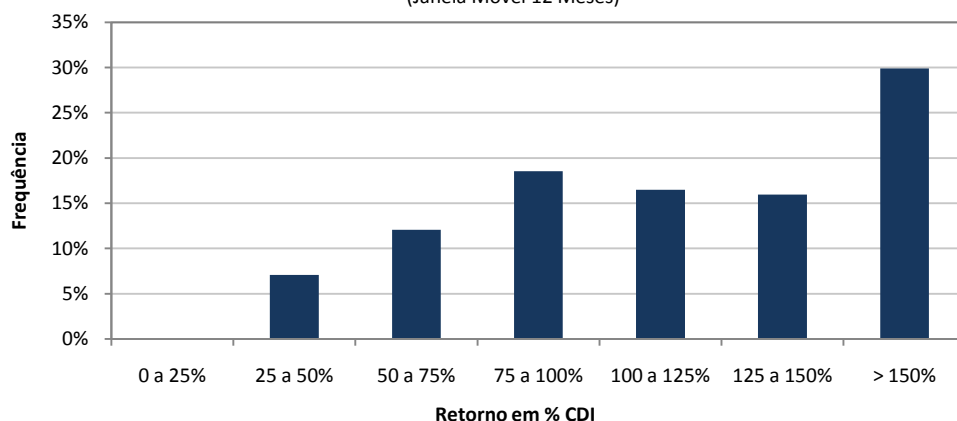
Amundsen

As principais contribuições positivas foram nos livros de juros (tomado em inclinação da curva pré) e cupom cambial. Perdemos nas posições de valor relativo vendidas em índices europeus contra S&P500 e com a aceleração da apreciação do câmbio no final do mês.

Atribuição de Performance	
Amundsen FIC	0,11%
Moedas	-0,25%
Dólar	-0,25%
Bolsa	0,02%
Local	0,02%
Juros	0,23%
Inflação	-0,08%
Cupom Cambial	0,13%
Pré	0,12%
Opções	0,06%
Relative Value	-0,31%
Carregamento	0,61%
Custos	-0,18%

Histograma de Retornos - Amundsen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)



Carta do Gestor - Janeiro 2013

Nansen

Contribuições positivas de posições de cupom cambial e índice de ações foram anuladas por pequenas perdas com posições de juros e inflação.

Atribuição de Performance	
Nansen FIC	0,53%
Moedas	0,00%
Dólar	0,00%
Bolsa	0,03%
Local	0,03%
Juros	0,03%
Pré	-0,04%
Inflação	-0,01%
Cupom Cambial	0,08%
Opções	0,00%
Carregamento	0,60%
Custos	-0,14%

Histograma de Retornos - Nansen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)

