

Contrariando a expectativa manifestada em nossa última carta mensal, ao longo de maio os mercados seguiram e aprofundaram as principais tendências do mês anterior, sem que isso deflagrasse grandes intervenções de governos e bancos centrais. Nossa tônica durante o mês foi reduzir exposição a risco e realizar lucros de algumas posições que vínhamos carregando há bastante tempo. Isso se provou correto no livro de juros locais (a carteira que carregávamos, comprada tanto em NTN-B quanto em inflação implícita, teria sido apenas fonte de volatilidade na segunda metade do mês), mas nos impediu de capturar um aprofundamento da deterioração das bolsas européias (sobretudo Espanha) contra o S&P500. Considerando os riscos potenciais que víamos no caso de uma intervenção mais profunda, e as magnitudes dos movimentos, não acreditamos que tenhamos perdido uma oportunidade única; além disso, o posicionamento atual nos dá grande conforto (e um pouco de saudável inquietação) em um mercado onde seguimos percebendo um risco elevado de intervenção e manipulação direta ou indireta de preços.

Nosso principal acerto no mês foi seguir explorando o tema do fortalecimento do dólar americano, tanto diretamente (comprando futuros de DXY) quanto indiretamente (vendendo futuros de ouro de forma tática e operando outros pares de moedas, como AUDCAD). A tendência de alta do dólar no médio prazo parece consolidada, e atribuímos boa probabilidade desse movimento ser o início de um novo *bull market* para a moeda. Se essa premissa estiver correta, devemos, ao longo dos próximos meses, ver o DXY trabalhando acima de 90, o que seria compatível com o EURUSD abaixo de 1,20.

Vemos o enfraquecimento do euro como conseqüência quase inevitável de um pacote de salvamento da União Européia para a Espanha e seus bancos (o desfecho da Grécia parece ter impacto cada vez mais marginal, a Espanha é a verdadeira “baleia”) e posterior viabilização da união monetária. O tema parece estar bastante maduro, e ainda que o mercado seja taticamente ruim (sobrevendido e muito convencido da posição) e por isso esteja sujeito a uma realização quando algo minimamente convincente for anunciado, acreditamos numa volta relativamente rápida à tendência que descrevemos.

Outra evolução importante durante o mês foi uma nova corrida para renda fixa de qualidade, que empurrou os juros longos de muitos países desenvolvidos para novas mínimas históricas. Se o nível de preços anterior não nos parecia oferecer muita margem de segurança, o nível atual parece expressão de certo pânico e grande preocupação com a preservação do capital, ou a precificação de um cenário de risco de deflação por muito tempo (corroborado temporariamente pela importante queda nos preços de commodities). Entendemos o movimento, mas acreditamos que o posicionamento nesses níveis é uma aposta do tipo “catar moedas na frente de um rolo compressor”.

Esse movimento pode ter ajudado na continuação da queda dos juros no Brasil, mas o principal *driver* continua sendo a disposição do banco central em testar níveis cada vez mais baixos para a taxa Selic. Como consequência, o excesso de retorno dos principais índices de títulos públicos (IRF-M, IMA) nesses primeiros cinco meses já superou largamente o que esperávamos para o ano todo. Com as NTN-Bs longas pagando juros reais abaixo de 4%, encontramos um bom ponto para zerar nossas posições nesses papéis. Acreditamos que há um risco de uma reversão parcial nessa euforia com a dívida longa (uma evidência anedótica contrária: o rendimento de mais de 40% no ano da NTN-B 2035 principal, oferecida pelo Tesouro Direto, foi destaque em vários meios de finanças pessoais), e que haverá boas oportunidades para o dinheiro mantido em caixa num futuro próximo. Não acreditamos que temos alguma vantagem comparativa em operar de forma dependente das decisões de política monetária futuras.

Para o mês atual, seguimos carregando pouco risco, esperando pelo Godot da intervenção europeia<sup>(1)</sup>, que, caso contrarie seu criador e resolva aparecer, tem o potencial de levar preços para níveis mais atrativos, ou pelo menos limpar um pouco a posição técnica. Vários preços estão em nível de pânico, sem haver pânico (no sentido de liquidação forçada de posições, com volatilidade muito elevada e aumento das correlações entre os ativos). Acreditamos que essa dissonância vai se resolver nos próximos meses e, para qualquer lado que isso aconteça (ruptura ou alívio), vai se provar importante contar com caixa e espaço no limite de risco para capturar as oportunidades decorrentes.

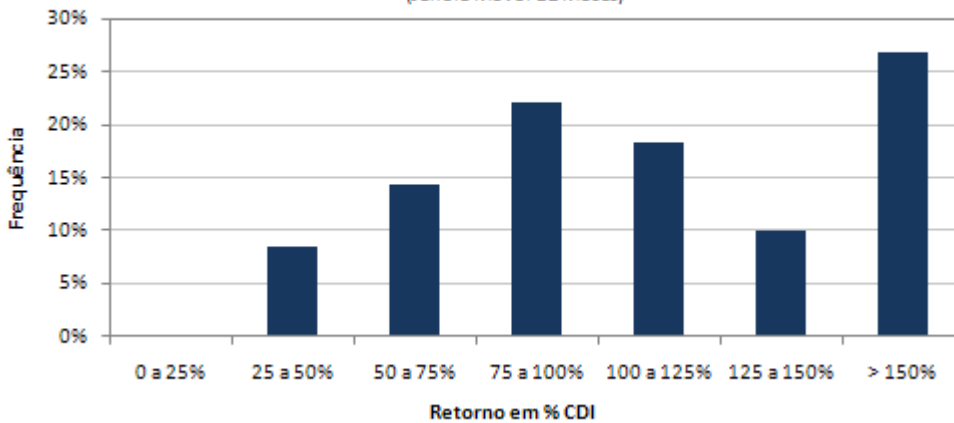
- (1) Referência: a ótima piada de Michael Cembalest, do J.P. Morgan Asset Management - <http://bit.ly/M3ZEUY>

## Amundsen

A estratégia de compra de dólar americano (DXY) foi a que mais contribuiu para o resultado do fundo durante o mês. Tivemos ganhos menores com as posições táticas em índices de ações, venda de ouro e no livro de juros, comprado em NTN-B e inflação implícita. A posição de valor relativo em bolsas (long EUA, short Europa) foi zerada com perda no mês, mas com grandes lucros acumulados desde que a abrimos.

**Histograma de Retornos - Amundsen FIC**

(Janela Móvel 12 Meses)

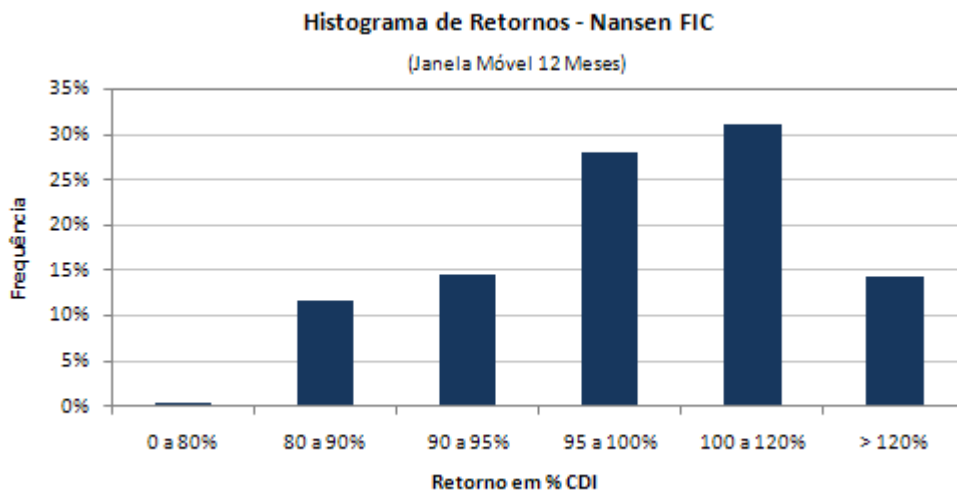


## Atribuição de Performance

<b>Amundsen FIC</b>	<b>1,15%</b>
<b>Moedas</b>	<b>0,91%</b>
Dólar	0,91%
<b>Bolsa</b>	<b>0,30%</b>
Local	0,30%
<b>Juros</b>	<b>0,19%</b>
Inflação	0,24%
Indexadas	0,54%
Cupom Cambial	-0,19%
Pré	-0,06%
Opções	-0,34%
<b>Commodities</b>	<b>0,38%</b>
<b>Relative Value</b>	<b>-1,15%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>0,76%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,23%</b>

## Nansen

Contribuíram para o excesso de retorno as posições compradas em NTN-B e inflação implícita (ambas zeradas durante o mês) e as compras de dólar americano. Parte dos ganhos foi compensada por perdas nos livros de cupom cambial e opções de juros local.



Atribuição de Performance	
<b>Nansen FIC</b>	<b>0,83%</b>
<b>Moedas</b>	<b>0,25%</b>
Dólar	0,25%
<b>Juros</b>	<b>-0,02%</b>
Inflação	0,05%
Indexadas	0,13%
Pré/Arbitragem	-0,02%
Cupom Cambial	-0,14%
Opções	-0,05%
<b>Carregamento</b>	<b>0,74%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,14%</b>