

No mês de setembro, observamos continuidade na deterioração dos mercados. Ocorreu forte movimento na direção de diminuição de risco, que levou a significativa depreciação de praticamente todos os ativos financeiros. As bolsas apresentaram muita volatilidade, terminando o mês em forte queda. O dólar se apreciou contra todas as demais moedas – o Yen e o Yuan sendo as exceções. Mesmo as taxas de juros de diversos países, notadamente na Ásia, se elevaram, com diversos investidores vendendo seus papéis.

A zona do euro continua sendo o centro das atenções

Na carta do mês passado, analisamos os dois principais assuntos que estão movendo os mercados: a estagnação da economia americana e a crise soberana na zona do euro. Embora a estagnação da economia americana – e global - continue na pauta, a deterioração da crise da zona do euro e suas ramificações para o setor financeiro ganharam ainda mais destaque. Diversas reuniões por ocasião do encontro de outono do FMI/Banco Mundial ratificam nossa análise:

- ninguém sabe ao certo como sair da crise, embora o senso de urgência para que uma solução seja encontrada já esteja nas mentes dos policymakers;

- a resolução da crise passa por difíceis decisões políticas, que são ainda mais lentas na zona do euro, formada por 17 diferentes nações;

- qualquer solução definitiva passa pelo uso do balanço fiscal da Alemanha;

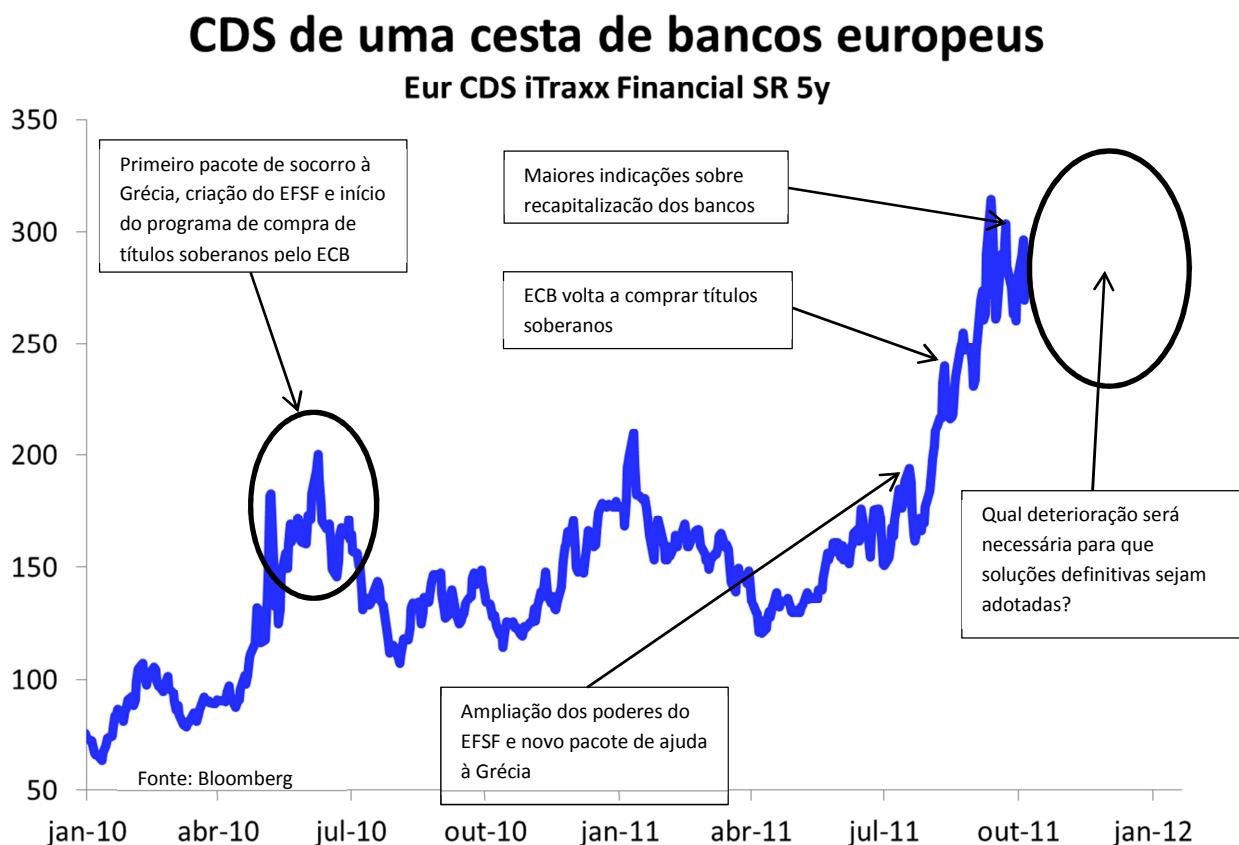
- a necessária capitalização dos bancos europeus é consenso não apenas no mercado e na academia, já sendo advogada explicitamente pelo ECB e mesmo pelo FMI;

- a Grécia e, provavelmente, Portugal e Irlanda terão que reestruturar suas dívidas;

- a questão central não é apenas fiscal, mas envolve reformas estruturais para aumentar a competitividade de diversos países do bloco;

Dadas as dificuldades do processo político na Europa, continuamos mantendo postura bastante cautelosa – ou mesmo negativa – em nossas operações. Mantém-se a sensação de que a crise terá que piorar ainda mais para que as difíceis e muitas vezes impopulares decisões políticas sejam tomadas. É bom enfatizar este ponto: quem está no comando são os policymakers e, principalmente, os políticos. A esta altura, achamos inevitável uma recessão no bloco.

Gráfico 1: Maiores medidas exigem maior deterioração dos mercados na zona do euro



E quanto à China?

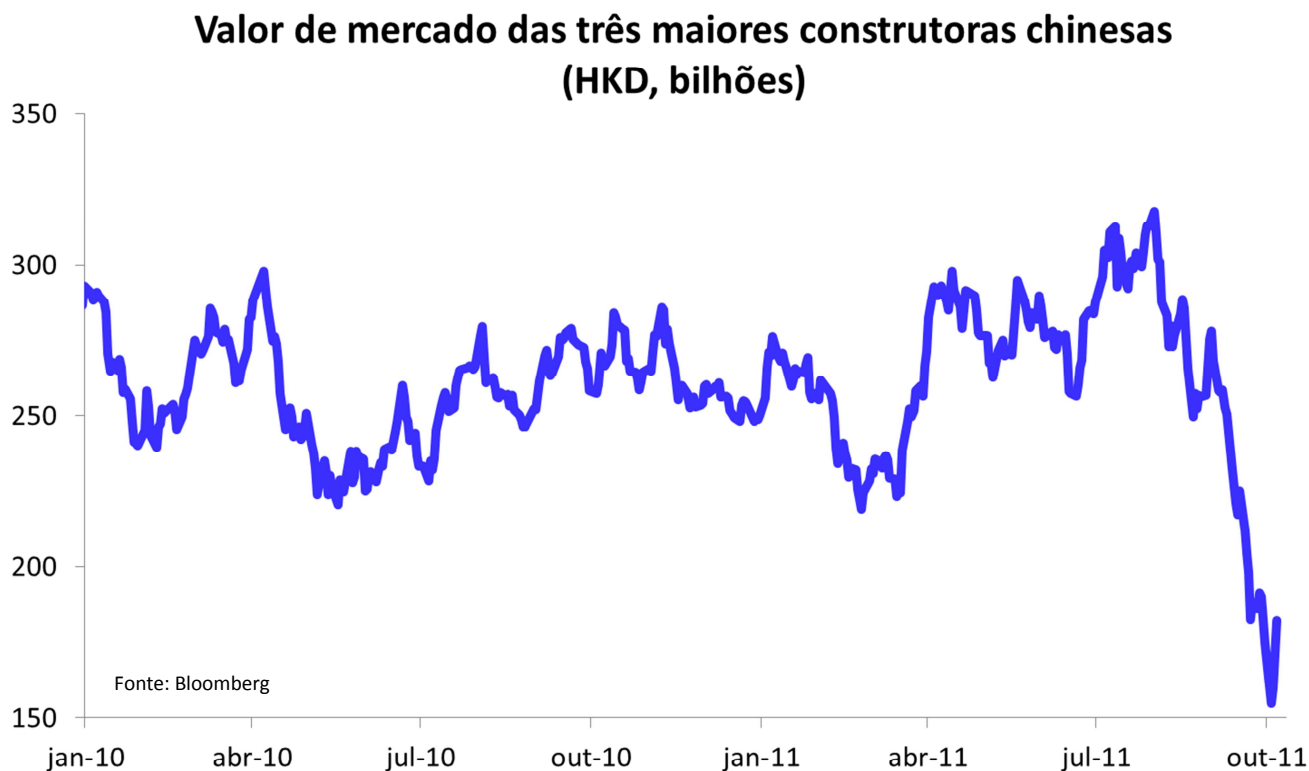
Não bastassem as dimensões dos problemas pelos quais passa a zona do euro e a estagnação da economia americana, cresceram as preocupações com um pouso forçado da economia chinesa. Por trás destas preocupações estão as notícias sobre o endividamento dos governos locais, a especulação sobre os empréstimos duvidosos dos bancos e as informações sobre a possível quebra de algumas empresas do setor imobiliário – com forte queda dos preços das ações e a disparada nas taxas de juros dos títulos de diversas empresas do setor.

Sabemos que o modelo chinês tem diversos problemas e que no seu atual formato não é sustentável no longo prazo. Gostamos de compará-lo com uma bicicleta: precisam estar pedalando o tempo todo; se pararem, ela tomba. Há excesso de investimentos e má alocação de recursos com incentivos muito distorcidos. Entretanto, como a taxa de crescimento é muito elevada, vão absorvendo de maneira relativamente produtiva estes gastos. Também concordamos com a análise de que o país ainda está sentindo a “ressaca” dos enormes estímulos fiscais e parafiscais utilizados para combater a crise de 2008/09. Não apenas geraram alguns dos problemas bastante noticiados hoje – como empréstimos duvidosos, excesso de investimento em alguns setores, etc -, como também retardaram reformas necessárias, por exemplo, no setor financeiro.

Com tudo isso, acreditamos que o crescimento da economia chinesa será menor nos próximos anos, talvez um pouco mais próximo da meta – usualmente batida com folga – de 7,0% anunciada no décimo segundo plano quinquenal. Novamente, sabemos que a economia chinesa possui grandes distorções e que uma queda mais forte na taxa de crescimento sempre é possível. No entanto, é importante lembrar que alguns dos problemas tão noticiados hoje em dia são induzidos pelo próprio governo, que está tentando controlar alguns excessos. O governo sempre pode voltar atrás em algumas medidas de aperto e dar algum alívio a setores como o imobiliário se assim achar necessário. Além disso, o país ainda possui enormes recursos fiscais – mesmo que menores que em 2008 – e gigantescas reservas. Finalmente, é importante lembrar que haverá uma transição política ano que vem. Por um lado, esta transição pode até engessar um pouco o poder de reação a choques dos policymakers, mas por outro é um enorme incentivo para que os atuais governantes não tomem riscos excessivos.

Nossa interpretação é que o maior foco deve ser dado à zona do euro. Não vemos a China como um risco iminente para o crescimento global. Pelo contrário, os problemas na zona do euro e nos Estados Unidos é que podem levar a um menor crescimento chinês. O país ainda é um buffer para o crescimento global, embora seja importante reconhecer que há mais restrições ao uso de políticas fiscal e parafiscal que em 2008/09.

Gráfico 2: a queda do valor de mercado das construtoras está sendo induzida pelo governo chinês e isto faz diferença



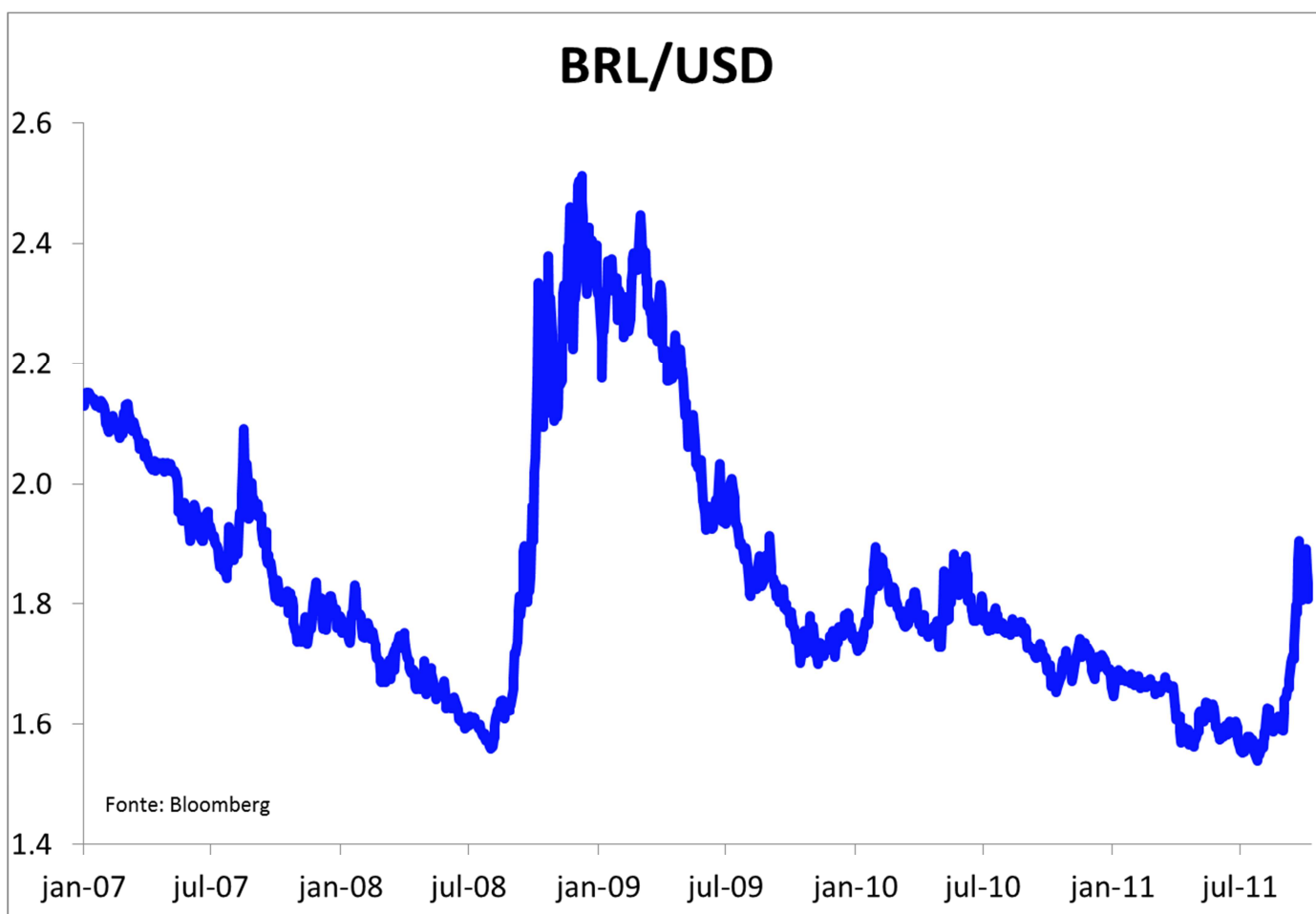
Moedas

Observamos no mês passado movimento de forte valorização do dólar. Para algumas moedas, é possível que uma parte desta desvalorização ante o dólar seja mais permanente. O Euro, por exemplo, está começando a refletir melhor os problemas estruturais enfrentados pelo bloco. O Real também pode estar começando a refletir mais as intervenções arbitrárias do governo, um banco central que busca juros mais baixos mesmo que ao custo de inflação mais elevada e a possibilidade de preços de commodities mais baixos.

No entanto, o movimento de zerada de posições nos parece ser o principal catalisador para a forte e generalizada apreciação do dólar. O técnico é o mais relevante no curto prazo, não os fundamentos específicos dos diversos países. O dólar fraco foi o mantra dos últimos anos, interrompido apenas pelo período mais agudo da crise financeira de 2008/09. Tanto o setor financeiro como o corporativo vêm de longo processo de aumento de exposição a outras moedas. Com a intensificação da aversão ao risco e a diminuição da liquidez nos mercados, a porta ficou estreita para a diminuição desta exposição.

Então, devemos passar por um período mais longo de apreciação da moeda americana. No entanto, acreditamos que o cenário de apreciação das moedas emergentes – principalmente da Ásia – contra as moedas das economias do G3 continua valendo para o médio prazo.

Gráfico 3: a porta de saída no mercado de moedas ficou estreita novamente



Conclusão

A forte volatilidade dos mercados deve continuar conosco por mais tempo. A construção política da zona do euro impede que decisões sejam tomadas de maneira tempestiva, o que aumenta muito o risco de maior stress no sistema financeiro e de recessão nas economias desenvolvidas.

Desempenho (Fundo Kondor Max)

Nesse mês, as posições refletiram um viés negativo para o comportamento dos principais ativos financeiros.

No mercado de juros domésticos, o resultado de +0,17% foi obtido em posição aplicada em taxas pré-fixadas, já que o racional do Banco Central brasileiro aponta para mais quedas de juros à frente quando o cenário externo se deteriora.

No mercado de moedas, obteve-se resultado de +1,05%, composto por retornos positivos nas posições vendidas em Euro, Real, Dólar australiano e Dólar canadense contra o Dólar americano, e retorno negativo na posição comprada na moeda chinesa (CNY) também frente ao Dólar americano.

Em bolsas de valores, o resultado de +0,27% foi basicamente obtido em posições direcionais vendidas em Ibovespa e na bolsa americana S&P.

O caixa do fundo rendeu +0,90% e as despesas custaram -0,46%, totalizando um retorno de +1,93% para o mês de setembro de 2011.

Histórico das Rentabilidades

	Kondor FIM	Kondor Max	CDI	IFMM	IBOVESPA	Dólar
Janeiro	0.68%	0.47%	0.86%	0.43%	-3.94%	-0.32%
Fevereiro	1.01%	1.25%	0.84%	0.71%	1.21%	-0.73%
Março	0.94%	1.14%	0.92%	1.23%	1.79%	-1.96%
Abril	0.71%	0.72%	0.84%	0.81%	-3.58%	-3.74%
Mai	0.83%	0.77%	0.99%	0.70%	-2.29%	0.59%
Junho	0.96%	1.39%	0.95%	0.38%	-3.43%	-1.18%
Julho	0.97%	1.11%	0.97%	0.53%	-5.74%	-0.58%
Agosto	1.71%	2.86%	1.07%	1.80%	-3.96%	2.49%
Setembro	1.24%	1.93%	0.94%	1.41%	-8.18%	18.46%
2011	9.54%	12.23%	8.70%	8.59%	-24.61%	13.35%
2010	8.94%	10.36%	9.75%	9.24%	1.04%	-4.23%
2009	12.14%	14.90%	9.88%	16.81%	82.64%	-25.98%
2008	12.76%	14.33%	12.38%	5.76%	-41.23%	32.00%
2007	20.64%	5.97%	11.81%	12.54%	33.73%	-8.66%
2006	5.83%	-	2.48%	4.22%	14.96%	0.19%
Desde o Início	92.64%	72.42%				
Data de Início	18/10/2006	2/8/2007				

Atribuição do Resultado

Estratégia	Kondor MAX Rentabilidade em %
Juros Pré	0.15%
Juros Inflação	0.00%
Juros Opções	0.02%
Subtotal	0.17%
Câmbio Médio Prazo	0.00%
Câmbio Curto Prazo	0.05%
Ativos externos	1.00%
Subtotal	1.05%
Bolsa Direcional	0.25%
Bolsa Long & Short	0.01%
Bolsa Arbitragem	0.01%
Subtotal	0.27%
Resultado Bruto	1.49%
Caixa	0.90%
Despesas	-0.46%
Resultado Líquido	1.93%
Resultado em % do CDI	206

Atribuição do Resultado

	KONDOR FIQ FIM	KONDOR MAX FIQ FIM
Patrimônio Líquido	108,430,154	444,933,631
P.L. Médio (6 Meses)	132,936,039	461,028,295
Retorno Mensal Médio ¹	1.10%	1.07%
Desvio Padrão Anualizado	2.02%	2.46%
Sharpe Anualizado ²	1.35	1.19
Alpha contra IFMM ³	2.53%	3.15%
Alpha contra IBOVESPA	2.69%	3.01%
Pior Mês	-0.55%	-0.72%
Melhor Mês	3.65%	3.19%
N.º de Meses Positivos	97%	94%
N.º de Meses Negativos	3%	6%
Maior Sequência de Perdas	-1.52% 3 Dias	-2.14% 3 Dias

¹ Desconsiderada amostra de Out/2006 nos cálculos, por não contemplar um mês completo.

² Taxa livre de Risco utilizada: CDI.

³ Alpha anualizado com:
Beta= 0.44 e R = 0.27 (KONDOR FIM)
Beta= 0.51 e R = 0.28 (KONDOR MAX)

Gestora
Kondor Invest
Kondor
invest

Custodiante e Administrador
Banco BTG Pactual
BTG PACTUAL

Auditoria
Ernst & Young
ERNST & YOUNG

ANBIMA
A presente instituição aderiu ao
Código ANBIMA de Regulação
e Melhores Práticas para os
Fundos de Investimento.
ANBIMA

DISCLAIMER: Este documento foi produzido com fins meramente informativos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam e, conseqüentemente, possíveis variações no patrimônio investido. Não há garantia de que este fundo de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, implicando na ocorrência de patrimônio líquido do Fundo e a conseqüente o financeiro no exterior.