

No mês que passou, os ativos de risco apresentaram melhora pelo mundo, enquanto o dólar se desvalorizou. Os ativos dos países emergentes, que estiveram no centro da piora dos mercados em janeiro, se estabilizaram. Suas moedas, inclusive, apresentaram valorização. As elevações dos juros básicos em diversas destas economias contribuíram para este melhor comportamento. O mesmo pode ser dito das promessas de melhores políticas, como a fiscal.

As bolsas dos países desenvolvidos, assim como os ativos de crédito, apresentaram altas ainda mais elevadas. Esta melhora ocorreu apesar da decepção com os dados de atividade dos Estados Unidos. Novamente, as estatísticas mais fracas podem – e acreditamos que devem – ser frutos do clima extremamente adverso. Assim, os mercados teriam dado menos importância a estas informações. O ambiente de juros ainda muito baixos – com alguma discussão sobre a possibilidade de interrupção do chamado “tapering” devido aos dados mais fracos – também acabou contribuindo para que diversos investidores voltassem a aumentar suas posições depois das quedas de janeiro.

O Brasil foi beneficiado por este movimento global, com o real se valorizando e o risco país apresentando queda. No mês, o governo anunciou o esperado “contingenciamento”, prometendo muito mais rigor fiscal. O Banco Central acabou por diminuir o ritmo de alta da Selic. Além da promessa de uma política fiscal mais responsável, os dados de atividade vieram mais fracos e a inflação um pouco menos pressionada. Já o risco de racionamento de energia elétrica aumentou bastante no mês, o que deve ter afetado o comportamento da bolsa, que não conseguiu apresentar reação mais positiva.

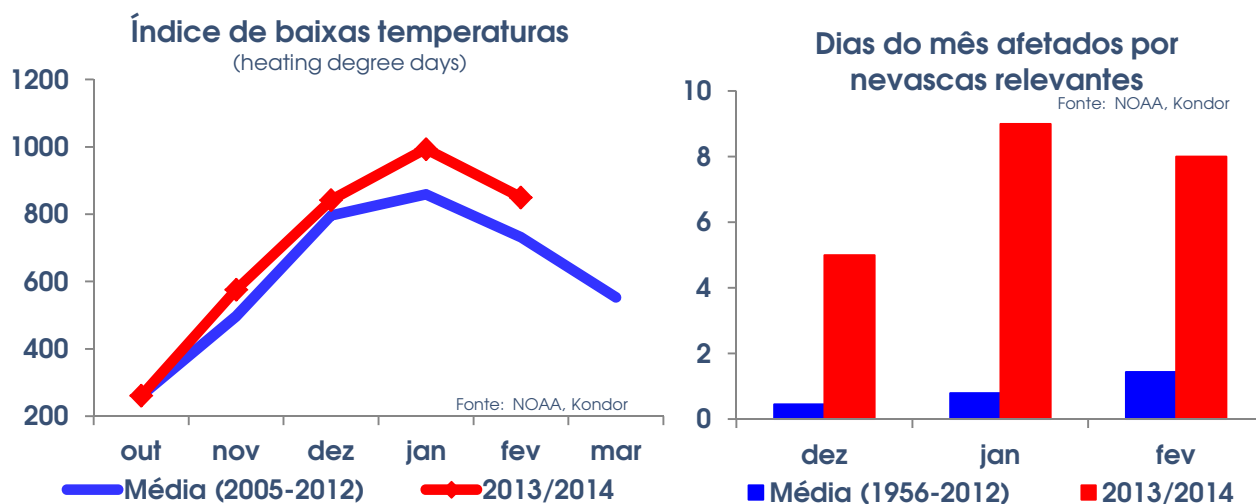
Cenário internacional: decepção com os dados de atividade da economia americana, enquanto os preços dos ativos apresentaram alta pelo mundo

As informações acerca da atividade global não apresentaram boas surpresas em fevereiro. O destaque negativo foram os Estados Unidos. Relevantes informações vieram significativamente abaixo do esperado: o “nonfarm payroll”, importante dado do mercado de trabalho; o índice de difusão da manufatura ISM; vendas no varejo, dentre outros. No entanto, deve-se ressaltar que o país está enfrentando um dos mais rigorosos invernos das últimas décadas. Não apenas a temperatura tem estado muito abaixo da média histórica, como também o número de nevascas fortes foi muito acima do normal. Diversos estudos demonstram que as condições climáticas têm relevante impacto na atividade. Mas este impacto é temporário e costuma ser seguido de uma “compensação” quando o clima volta a se normalizar.

Como escrevemos em cartas anteriores (vide carta de setembro de 2013), projetamos um maior crescimento da economia americana nos próximos trimestres. Os fatores por trás de nossas projeções continuam todos válidos: um aperto fiscal bem menos intenso este ano, balanço das empresas e bancos em boa situação, maior conforto das famílias com seu nível de alavancagem, ganhos de competitividade nos últimos anos, setor de moradias mais saneado, necessidade de aumento da construção de casas para acomodar a expansão do número de famílias, dentre outros. Assim, esperamos a divulgação de fortes dados quando as temperaturas amainarem e as nevascas se interromperem. No entanto, o mês de fevereiro foi um

dos piores da história em termos de clima. Apenas em março devemos observar maior recuperação e os dados referentes a este mês só serão divulgados em abril. Teremos, portanto, que ter um pouco de paciência.

Figura 1: O frio extremo e as nevascas devem ter distorcido os dados de atividade da economia norte-americana.



Nota: O heating degree days, HDD, em um dado dia é o maior valor entre 0 e a diferença entre 65°F e a temperatura média desde dia. O HDD do mês é o valor acumulado nos dias do mês em questão. Para os dias afetados por nevascas consideramos os dias em que houve nevascas com classificação na Northeast Snowfall Impact Scale (NESIS).

Uma das consequências da fraqueza dos dados americanos foi a estabilização das Treasuries em patamares inferiores aos observados na virada do ano. As bolsas conseguiram recuperar as perdas do mês anterior, possivelmente impulsionadas pelo cenário de taxas de juros mais baixas. Neste ambiente de juros americanos mais baixos e recuperação das bolsas, o dólar apresentou significativas perdas.

Na Zona do Euro, alguns dados também decepcionaram, como a produção industrial e as vendas no varejo. No entanto, os índices de difusão da indústria e dos serviços continuaram apontando para expansão moderada. Na China, diversos dados de atividade não são divulgados esta época do ano. Mas os melhores dados da balança comercial anunciados no início do mês contribuíram para a animação dos mercados. A divulgação de um índice de difusão da indústria mais fraco na segunda quinzena de fevereiro chegou a chamar a atenção, mas não foi suficiente para mudar o comportamento dos preços dos ativos. É bom lembrar que temos o feriado do Ano Novo Lunar no começo do ano, que muito distorce as estatísticas, tornando-as ainda menos confiáveis.

Os mercados dos países emergentes, por seu lado, apresentaram estabilização. A atuação dos bancos centrais locais (vide carta de janeiro deste ano) e a estabilização em patamares mais baixos dos juros norte-americanos contribuíram para o melhor comportamento dos preços dos ativos destas nações. No entanto, como acabamos de escrever, projetamos recuperação mais robusta da economia americana, a qual deve vir acompanhada da elevação das taxas de juros daquele país. E como problemas estruturais permanecem em diversas economias emergentes – e não estão devidamente refletidos nos preços dos ativos –, acreditamos que ainda veremos muita volatilidade e ajuste de preços pela frente.

Cenário nacional: melhor ambiente global e anúncio do pacote fiscal se sobrepõem ao aumento do risco de racionamento

No Brasil, um dos destaques do mês foi o anúncio do chamado “contingenciamento” de gastos. Após a forte deterioração dos preços dos ativos do país em janeiro – juntamente com os dos países emergentes considerados mais frágeis – e da ameaça de “downgrade” da nota de crédito do país, o governo prometeu ser mais rigoroso com suas contas fiscais. Em relação à lei orçamentária presente no Congresso, abaixou um pouco as expectativas de receitas e prometeu diminuir o ritmo de expansão de diversas despesas. Também assumiu uma projeção mais realista para as contas de estados e municípios. A meta de superávit primário passou a ser de 1,5 por cento para o governo central e de 0,4 por cento para os demais entes da federação.

Em um ambiente que já era de maior busca por ativos de risco globalmente, as novas projeções fiscais parecem ter sido bem recebidas pelo mercado. De nossa parte, continuamos bastante descrentes do cumprimento das novas metas. Primeiramente, porque o ponto de partida é muito pior do que parece. Se descontarmos receitas excepcionais e postergação do pagamento de despesas já contraídas, o superávit primário “recorrente” do país teria sido em torno de 0,5 por cento em 2013 – enquanto o superávit primário divulgado ano passado foi de 1,9 por cento.

Em segundo lugar, porque as projeções de receitas parecem muito otimistas. Não apenas acreditamos em crescimento do PIB bem inferior à projeção do governo de 2,5 por cento em 2014 (ver comentários abaixo), como a elasticidade da receita em relação à expansão da atividade deve ser menor que a da última década. Isso porque a absorção doméstica, que gera muito mais arrecadação, deve agora crescer mais próxima do PIB. Além disso, a desoneração de mais alguns setores deve ter início este ano.

Em terceiro lugar, as projeções de despesas também não parecem realistas. A explicação da forte expansão de despesas dos últimos anos está nos chamados gastos sociais. Além de boa parte destes ser regida por regras constitucionais de transferências automáticas ou regras criadas pelo próprio governo – como a do salário mínimo –, o governo não parece disposto a cortar onde tira os maiores dividendos políticos. Devemos lembrar que este é um ano de eleição. O governo poderia diminuir os investimentos públicos federais, mas além de não superarem 1 por cento do PIB, são muito necessários neste momento de falência de nossa infraestrutura.

Finalmente, a falta de chuva nos últimos meses e as mudanças impostas ao setor elétrico em 2013 podem criar uma conta de quase 30 bilhões de reais para o governo este ano – a outra opção seria um fortíssimo e pouco provável aumento de tarifas (ver continuidade da discussão sobre o setor elétrico abaixo).

Figura 2: O orçamento do governo é demasiadamente otimista. Largamos de um superávit primário recorrente muito baixo, o baixo crescimento do PIB deve atrapalhar a arrecadação e o custo com subsídios à energia elétrica pode se aproximar de R\$ 30 bilhões.



Governo central	2014	
	Cenário Kondor PIB: 1,5%	Cenário governo PIB: 2,5%
	Valor	Valor
Receita total	1272	1303
Transferências	-215	-214
Receita líquida	1057	1088
Despesa orçada*	-1025	-1008
Superávit primário	33	81

*No cenário do governo está orçado 9,0 bilhões de CDE, enquanto em nosso cenário temos como hipótese 26 bilhões.

Fonte: Ministério da Fazenda, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, Kondor

É importante também lembrar que estamos criando um grande passivo para o futuro através dos bancos públicos. O governo, para ampliar seus subsídios e “estimular” seus setores e empresas favoritas, vem emprestando enormes somas a seus bancos. Enquanto o Tesouro capta a taxas de mercado – que hoje chegam a 13% -, empréstimos são repassados ao setor privado a taxas muito inferiores. Hoje, apenas o BNDES tem cerca de 350 bilhões de reais emprestados pelo Tesouro, cujo subsídio será pago por toda a sociedade pelos próximos anos. Isso sem falar no risco de inadimplência da fortíssima expansão dos empréstimos realizados – desde 2009, o crédito público se expandiu em cerca de 26 por cento ao ano, enquanto a expansão do crédito privado ficou na casa de 11 por cento.

Em relação à atividade, esta vem dando sinais cada vez maiores de fraqueza. Embora o PIB do quarto trimestre tenha surpreendido para cima, diversas outras estatísticas apontam para desaceleração mais acentuada da economia. A produção industrial de dezembro, por exemplo, apresentou fortíssima queda, com destaque para a desaceleração da produção de bens de capital. Embora indicadores coincidentes apontem para recuperação em janeiro – e nós mesmos suspeitemos de alguma distorção sazonal nos dados em dezembro -, o resultado final deve ser um nível de atividade manufatureira abaixo do observado em novembro. Além disso, a confiança da indústria caiu mais um pouco e se encontra em patamar que aponta para estagnação. Os dados de varejo, assim como a confiança do consumidor, também sugerem uma menor expansão.

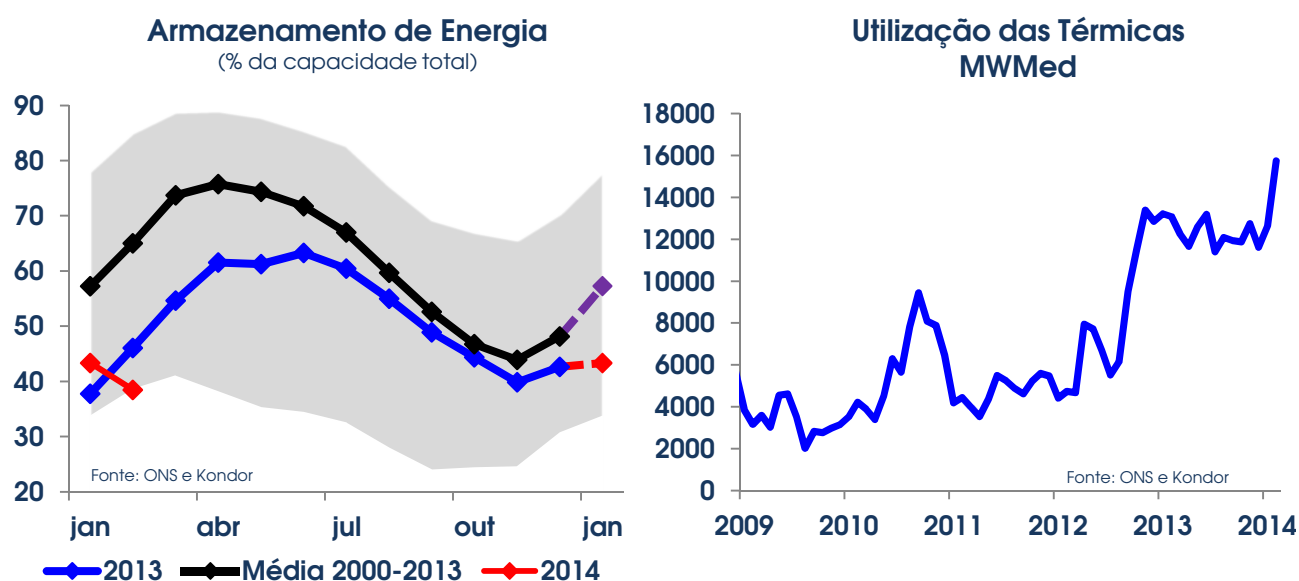
Olhando para frente, o cenário não é nada animador. Além do próprio crescimento potencial mais baixo, já discutido em cartas anteriores (vide carta de outubro de 2013), diversos fatores nos levam a projetar um medíocre crescimento cíclico nos próximos trimestres. Dentre eles, podemos citar: (i) elevação da Selic, que embora não esteja em campo restritivo, dará menos estímulo para a economia; (ii) menor impulso fiscal – ainda que o governo não venha a cumprir o prometido, a expansão fiscal será menor na margem; (iii) menor impulso do crédito público – este deverá continuar se expandindo, mas com menor contribuição para a

expansão da economia; (iv) condições financeiras internacionais menos frouxas; (v) menor crescimento da Argentina, além de políticas protecionistas de nosso vizinho, o que deverá afetar nossas exportações; (vi) menor investimento em setores que se aproveitaram dos estímulos do governo para adiantar a compra de máquinas e caminhões ano passado; (vii) encarecimento da energia elétrica para diversos setores industriais e comerciais, além do risco de racionamento; (viii) baixa confiança do empresariado.

Diante do cenário de menor crescimento e da divulgação da inflação de janeiro melhor que a esperada, o Banco Central acabou por diminuir o ritmo de alta da taxa básica de juros. Como havíamos comentado nas últimas cartas, a autoridade monetária já vinha sinalizando a intenção de moderar o ritmo de alta da Selic. No entanto, a elevação da inflação fez com que mantivesse o ritmo de 50 pontos base em sua reunião de janeiro. A comunicação da reunião de fevereiro não sinaliza a interrupção das altas de juros. A inflação elevada pode levar a mais alguma alta no curto prazo, mas o cenário de atividade muito fraca aponta para a proximidade do fim do ciclo.

Outro assunto que merece destaque – e que ainda não foi devidamente refletido nos preços de todos os ativos – é a significativa elevação do risco de racionamento de energia elétrica. Na carta de janeiro já havíamos escrito sobre o assunto. A novidade é que, em fevereiro, as chuvas não vieram em quantidade e qualidade suficientes para estancar a queda do nível dos reservatórios das usinas hidroelétricas - é importante lembrar que estes reservatórios se enchem principalmente no período que vai de dezembro a março.

Figura 3: o baixo nível dos reservatórios das hidroelétricas implica em elevado risco de racionamento e na necessidade de grande utilização das caras usinas termoeletricas



Algumas consequências advêm do menor nível dos reservatórios. Uma é a necessidade de acionamento de toda energia térmica disponível. Esta energia é bem mais cara que a hidroelétrica e a conta terá que ser paga pelo consumidor ou subsidiada pelo governo. No primeiro caso, teríamos uma significativa elevação da inflação às vésperas da eleição – sendo bom lembrar que ano passado o governo muito propagandeou o corte efetuado nestas mesmas tarifas de eletricidade (vide carta de fevereiro de 2013). No segundo caso, teríamos uma maior deterioração das contas fiscais.

Há ainda um outro fator que amplifica o aumento dos custos das térmicas. A partir do ano passado, uma parte da carga ficou descontratada, quando algumas importantes empresas se recusaram a renovar

antecipadamente as concessões de hidroelétricas (vide carta de fevereiro de 2013). Esta energia agora tem que ser comprada no mercado spot, cujo preço chega a ser mais de oito vezes mais alto que o da energia anteriormente comprada. Novamente, alguém terá que pagar a conta: ou o consumidor ou o Tesouro. Se somarmos ainda os subsídios do setor e as indenizações pendentes, a conta se aproxima de 30 bilhões de reais – hoje, no orçamento, há apenas 9 bilhões de reais para estes gastos.

Os problemas com o setor elétrico já estão tendo consequências na economia, via aumento do custo de energia para os consumidores livres, a perspectiva de maior deterioração fiscal e o impacto na confiança do empresariado. O cenário mais negativo, obviamente, seria o da realização do racionamento de energia. Neste caso, o impacto sobre a atividade e a inflação seria mais profundo. O tamanho deste impacto depende não só do regime de chuvas nestes próximos dois meses, mas também da atuação do governo – faria um racionamento organizado ou deixaria a situação se deteriorar demasiadamente, levando a cortes mais profundos no suprimento de energia no futuro? As chuvas das próximas semanas serão muito importantes para se confirmar ou não a necessidade de racionamento.

Desempenho do fundo Kondor LX

Em fevereiro, permaneceram as dúvidas em relação ao efeito do tempo frio sobre a evolução dos dados econômicos dos EUA. Apesar de acreditarmos que a recuperação daquela economia se efetivará ao longo deste ano, teremos que esperar o mês de abril próximo para que os dados se revelem "limpos" dos efeitos do clima. Em relação aos países emergentes, houve um movimento de apreciação de suas moedas, acentuadamente no Brasil, bem como a diminuição dos juros nas curvas de prazos mais longos. Nós continuamos com o nosso cenário de deterioração dos ativos brasileiros - quais sejam, moeda, juros, bolsa, risco país e cupom cambial -, pois não identificamos ainda uma alteração na condução do nosso modelo econômico na direção de melhora do ambiente produtivo. Continuamos a projetar crescimento mais baixo para esse ano, em torno de 1,5%, e inflação acima de 6%, além das incertezas em relação à gestão fiscal. O fundo apresentou resultado de -0,72%, concentrado em moedas: -1,26%, com a compra de USD/BRL representando metade das perdas, seguida de USD/CAD, USD/AUD, USD/EUR e CNY/USD. Nas demais alocações, os resultados foram: +0,05% em juros pré-fixados e inflação; -0,10% em bolsas; -0,05% em crédito externo e +0,01% no livro quantitativo. O Caixa rendeu +0,78% e as despesas foram -0,15%.

Histórico de Rentabilidade

	Kondor Max	Kondor LX	CDI	IFMM	IBOVESPA	Dólar
Fevereiro	-0.04%	-0.72%	0.78%	0.31%	-1.14%	-3.10%
Janeiro	0.91%	1.12%	0.84%	0.36%	-7.51%	3.83%
2014	0.87%	0.39%	1.63%	0.67%	-8.57%	0.61%
2013	7.81%	9.24%	8.05%	9.34%	-15.50%	13.29%
2012	8.88%	10.01%	8.41%	13.43%	7.40%	10.16%
2011	15.02%	13.23%*	11.60%	11.19%	-18.10%	12.03%%
2010	10.36%		9.75%	9.24%	1.04%	-4.23%
2009	14.90%		9.88%	16.81%	82.64%	-25.98%
2008	14.33%		12.38%	5.76%	-41.23%	32.00%
2007	5.97%*		11.81%	12.54%	33.73%	-8.66%
Desde o Início	109.22%	36.62%				
Data de Início*	2/8/2007	4/29/2011				

Atribuição do Resultado				
	Fevereiro		2014	
	KMAX	KLX	KMAX	KLX
Estratégia				
Juros Pré	-0.01%	-0.02%	-0.16%	-0.31%
Juros Externo	-0.01%	-0.01%	-0.02%	-0.03%
Juros Opções	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Juros Inflação	0.04%	0.09%	0.04%	0.09%
Subtotal	0.03%	0.05%	-0.13%	-0.26%
Câmbio Médio/ Longo Prazo	-0.59%	-1.18%	-0.58%	-1.15%
Câmbio Curto Prazo	-0.04%	-0.08%	0.29%	0.57%
Subtotal	-0.63%	-1.26%	-0.29%	-0.59%
Bolsa Direcional	0.01%	0.02%	-0.02%	-0.03%
Bolsa Long & Short	0.01%	0.02%	0.01%	0.03%
Bolsa Arbitragem	-0.03%	-0.05%	-0.03%	-0.05%
Macro	-0.03%	-0.05%	0.01%	0.03%
Hedge	-0.02%	-0.04%	0.01%	0.02%
Subtotal	-0.05%	-0.10%	-0.01%	-0.01%
Quantitativo	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%
Crédito Externo	-0.03%	-0.05%	-0.03%	-0.05%
Resultado Bruto	-0.67%	-1.35%	-0.45%	-0.90%
Caixa	0.80%	0.78%	1.67%	1.65%
Despesas	-0.16%	-0.15%	-0.34%	-0.34%
Result. Líquido	-0.04%	-0.72%	0.87%	0.39%
Result. em % do CDI	-5%	-93%	54%	24%

Dados Técnicos				
	KONDOR MAX FIQ FIM		KONDOR LX FIQ FIM	
Patrimônio Líquido	309,134,252		1,156,298,355	
P.L. Médio (6 Meses)	325,582,576		1,024,673,067	
Retorno Mensal Médio	0.96%		0.93%	
Desvio Padrão Anual.	2.20%		2.92%	
Sharpe Anualizado ¹	0.75		0.76	
Alpha contra IFMM	1.48%		1.31%	
Pior Mês	-0.72%	out-08	-1.96%	set-13
Melhor Mês	3.19%	dez-08	3.80%	ago-11
N.º de Meses Positivos	93%		88%	
N.º de Meses Negativos	7%		12%	
Maior Seq. de Perdas	-2.14%	3 Dias	-1.04%	4 Dias

Desempenho do fundo Kondor Equity TOTAL FIM

O Kondor Equity Total obteve uma rentabilidade de -0,06% em Fevereiro, equivalente a -8% do CDI.

As carteira direcionais em índices e opções registraram resultado de -0,56%, proveniente de posições vendidas nas bolsas brasileira e americana.

A carteira direcional em ações gerou -0,13% . Foram destaques negativos posições compradas nos setores de petróleo e telecomunicações e destaque positivo posições no setores de transportes e bancos.

A carteira Long&Short (pares) obteve resultado de 0,20%, com ganhos dispersos, distribuídos em diversos setores.

A carteira de arbitragem gerou resultado de -0,08%, proveniente de perdas de arbitragem de distorção e evento.

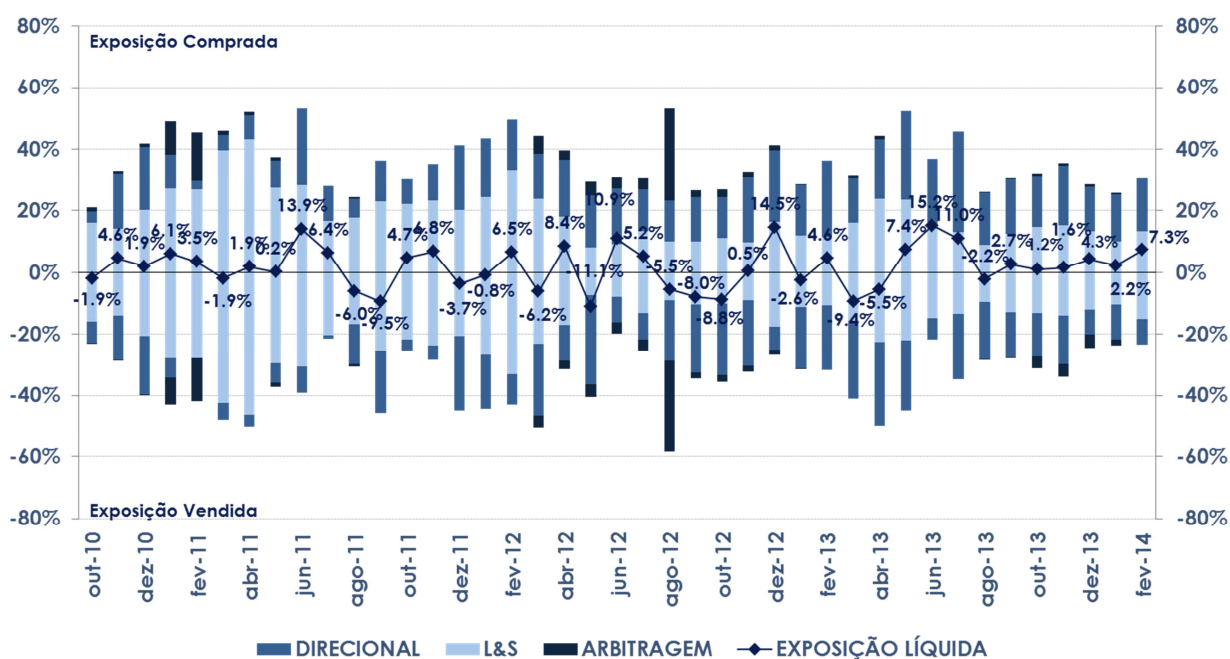
Histórico de Rentabilidade por Estratégia

RESULTADO	2010	2011	2012	2013	jan-14	fev-14	2014	Desde Início
DIR Ações	0.02%	0.38%	6.20%	2.04%	-1.06%	-0.13%	-1.19%	7.52%
DIR Índice	0.13%	0.80%	-0.70%	1.15%	0.65%	-0.43%	0.22%	1.60%
DIR Opções	-0.10%	-0.49%	0.11%	-0.15%	0.00%	-0.13%	-0.13%	-0.76%
TOTAL DIR	0.06%	0.68%	5.58%	3.07%	-0.41%	-0.68%	-1.09%	8.43%
LS Grupo	0.53%	-0.56%	1.29%	-0.54%	-0.05%	0.13%	0.08%	0.80%
LS Intra Setorial	0.52%	-0.27%	1.29%	1.05%	-0.04%	0.05%	0.01%	2.62%
LS Inter Setorial	0.26%	0.90%	0.20%	0.13%	0.00%	-0.02%	-0.02%	1.48%
LS Ação x Índice	0.82%	-0.40%	0.38%	0.61%	0.18%	0.03%	0.21%	1.63%
Total LS	2.13%	-0.34%	3.41%	1.25%	0.09%	0.20%	0.28%	6.87%
ARB Distorção	0.14%	0.01%	0.15%	-0.01%	0.40%	-0.06%	0.33%	0.63%
ARB Evento	0.23%	0.23%	0.09%	0.20%	0.02%	-0.02%	0.00%	0.75%
ARB Volatilidade	-0.01%	0.12%	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%
Total ARB	0.37%	0.35%	0.43%	0.20%	0.41%	-0.08%	0.33%	1.68%
Renda Fixa	2.54%	11.20%	8.77%	7.53%	0.80%	0.68%	1.48%	35.34%
Despesas	-1.13%	-2.47%	-3.44%	-2.99%	-0.18%	-0.16%	-0.35%	-9.98%
Resultado	3.97%	9.24%	14.90%	9.09%	0.70%	-0.06%	0.64%	43.27%
CDI	2.60%	11.44%	8.41%	8.05%	0.84%	0.78%	1.63%	36.11%
% CDI	153%	81%	177%	113%	83%	-8%	39%	120%

Histórico de Rentabilidade por Setor

RESULTADO	2010	2011	2012	2013	jan-14	fev-14	2014	TOTAL
Metais	0.50%	0.36%	0.31%	0.10%	0.56%	-0.13%	0.43%	1.71%
Petróleo	0.41%	-0.04%	-0.81%	0.03%	0.00%	-0.13%	-0.12%	-0.54%
Commodities Outros	0.19%	-0.05%	1.86%	0.37%	-0.01%	-0.08%	-0.09%	2.29%
Consumo	0.37%	1.00%	1.22%	0.40%	-0.33%	-0.13%	-0.47%	2.54%
Telecom	0.00%	-0.42%	0.04%	2.53%	0.12%	-0.12%	-0.01%	2.13%
Utilities	-0.02%	-0.04%	1.81%	-0.52%	-0.32%	0.06%	-0.25%	0.97%
Infraestrutura	-0.11%	0.30%	0.33%	0.02%	0.09%	0.09%	0.18%	0.73%
Financeiro	0.52%	-0.67%	1.38%	-0.27%	-0.44%	0.16%	-0.29%	0.66%
Imobiliário	0.67%	0.05%	1.92%	0.57%	-0.16%	0.12%	-0.04%	3.20%
Índices	-0.02%	0.22%	1.03%	1.27%	0.59%	-0.42%	0.17%	2.70%
TOTAL	2.52%	0.71%	9.09%	4.51%	0.09%	-0.57%	-0.48%	17.14%

Histórico de Exposição por Estratégia



Desempenho do fundo Kondor Equity FIA

O Kondor Equity FIA teve um desempenho em linha com o Ibovespa em fevereiro. Enquanto o fundo desvalorizou 1,20%, o índice caiu 1,14%.

O destaque positivo foram as ações do banco Itau, que valorizaram-se 4,96%, contribuindo com 0,63 ponto percentual para o fundo. As ações da Fertilizantes Heringer também subiram (4%), contribuindo com 0,10 p.p.

Os destaques negativos foram Locamérica (-28%, contribuindo com - 0,85 p.p.) e Cosan, que caiu 3,48%, contribuindo com -0,45 p.p.

Itau teve uma boa performance embalada pelo resultado do 4º trimestre de 2013, com queda da inadimplência e provisões e boa perspectiva para 2014. Nesse ano, devemos ver um bom crescimento de lucro e com baixa sensibilidade ao cenário macro. Esse crescimento é fruto das mudanças estratégicas implementadas ao longo dos últimos 3 anos e que só agora se refletem completamente nos resultados (como começamos a ver no 4Q13). Em 2014, veremos esse efeito impactar o ano inteiro.

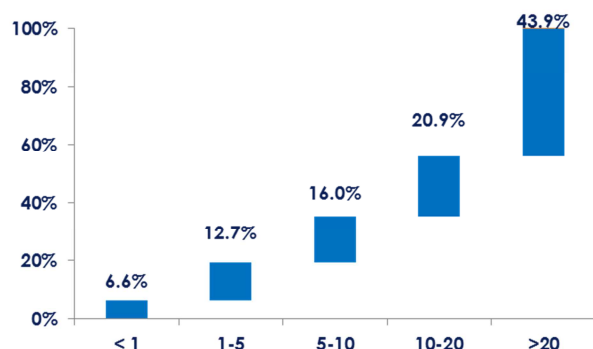
Fertilizantes Heringer subiu após forte queda em janeiro. As notícias de compras de fertilizantes para safrinha de milho e início da safra 14/15 de soja são, também, animadoras. A ANDA (Associação Nacional para Difusão de Adubos) prevê novamente um ano de crescimento de 3% para o consumo de fertilizantes nas lavouras em 2014, o que representaria novo recorde para um setor que vem crescendo continuamente.

Locamérica novamente foi um importante agressor da performance. Reafirmamos nossa opinião de que a administração da companhia parece estar endereçando corretamente os problemas que causaram a queda do lucro em 2013 (excesso de estoques de veículos, falta de política de hedge e uma estrutura administrativa superdimensionada para o mercado atual). Por outro lado, estamos acompanhando atentamente a execução dessas medidas, onde falhas de comunicação e reincidência de erros do passado recente não serão toleradas.

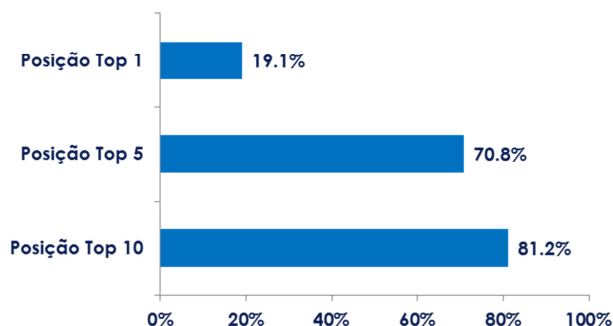
Já as ações da Cosan foram impactadas pelo atraso nas negociações entre a Rumo e a ALL, o que gerou desconfiança e nervosismo para alguns acionistas. Aproveitamos o momento instável para aumentar a posição devidamente acompanhada de proteção via opções de venda, dado o cenário incerto do mercado atual.

Aliás, hedges como este na Cosan estão se tornando frequentes nesse início do ano em diversas posições da carteira. Sempre buscamos, além de uma política de caixa mais alto (ao redor de 23%), ter em nossa carteira opções de venda em posições que deem oportunidades para tal. Dessa forma, entendemos estarmos cumprindo nosso mandato de forte gestão de risco num mercado que, como dissemos anteriormente, nos parece bastante difícil nesse momento em função não só da possibilidade do movimento de juros americanos, mas também dos riscos para economia doméstica neste ano, sendo o mais novo deles a possibilidade de racionamento energético.

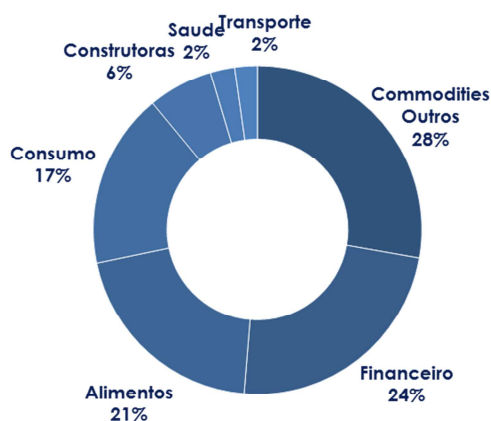
Exposição por Market Cap
(R\$ Bilhões, % do Total)



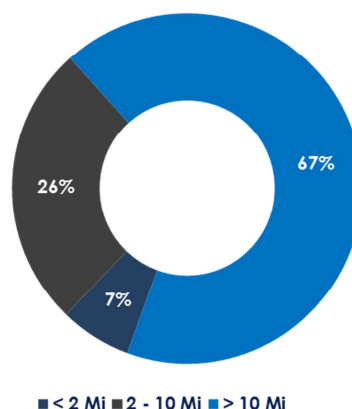
Concentração do Portfólio
(% da Carteira)



Exposição Setorial



Liquidez Diária Média
(R\$ Milhões, % do Total)



Gestora

Administradora/Custodiante

Auditor

Regulador



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 obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo 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 terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este Fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política 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 obrigação do quotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do Fundo. Este Fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior.