

O destaque de março foi o desempenho dos ativos de risco de algumas economias emergentes e produtores de commodities, como Brasil, Turquia e Austrália. De modo geral, as grandes altas ocorreram nos ativos dos países que mais sofreram ao longo do ano passado, desde que a discussão sobre o fim do programa de afrouxamento quantitativo do FED ganhou força. Já as bolsas e moedas da maioria dos países desenvolvidos apresentaram comportamento mais ambíguo.

Não há um catalisador ou um evento específico que possa ser facilmente apontado para explicar o comportamento dos mercados. Pelo contrário, observamos diversos eventos globais que poderiam ter contribuído para mais volatilidade nos ativos. As taxas de juros norte-americanas se elevaram, com os diversos membros do FOMC projetando juros básicos um pouco mais altos para os próximos anos. Os dados de atividade da China decepcionaram. A Criméia, uma região da Ucrânia, foi invadida pela Rússia no final de fevereiro, o que levou ao anúncio de sanções econômicas àquele país.

Se mudanças nos fundamentos não explicam os movimentos dos preços dos ativos, que fatores poderiam ter pesado no comportamento dos mercados? O posicionamento dos investidores poderia ajudar a entender o ocorrido no mês que passou. Com a discussão sobre o fim do afrouxamento quantitativo do FED, muitos agentes parecem ter diminuído suas posições em países emergentes ao longo do ano passado e início deste ano, enquanto outros montaram posições vendidas. Quanto aos juros norte-americanos, embora a curva tenha se elevado um pouco, temos a perspectiva de juros zero ainda por algum tempo. Adicionalmente, os prêmios de risco estão muito comprimidos nos ativos dos países desenvolvidos. Assim, diversos investidores podem ter sido "compelidos" a buscar maiores retornos onde ainda há prêmios de risco mais "gordos" – dando menor importância aos fundamentos que justificariam boa parte deste prêmio ou na esperança de conseguirem desmontar suas posições rapidamente se o humor dos mercados começar a virar novamente.

Como acabamos de escrever, os ativos brasileiros se beneficiaram deste fluxo global. No entanto, como na maioria dos países beneficiados, não houve novidades que apontassem para qualquer melhora de nossos fundamentos. Embora alguns dados de atividade referentes a janeiro e fevereiro tenham vindo um pouco acima do esperado, não mudam a tendência de estagnação. Além disso, alguns indicadores para a atividade de março – como a confiança da indústria e as vendas de carros e caminhões – apontam para a continuidade da fraqueza da economia. A inflação não dá nenhum sinal de sossego – pelo contrário, o mercado continuou ajustando suas expectativas para cima. O desempenho fiscal neste começo de ano se mostrou medíocre, mesmo com o adiamento de alguns pagamentos e a antecipação de dividendos de empresas estatais. Não bastasse toda a deterioração em nossos indicadores de atividade, inflação, contas externas e política fiscal, um eventual racionamento de energia elétrica deixou de ser um risco para se tornar o cenário básico.

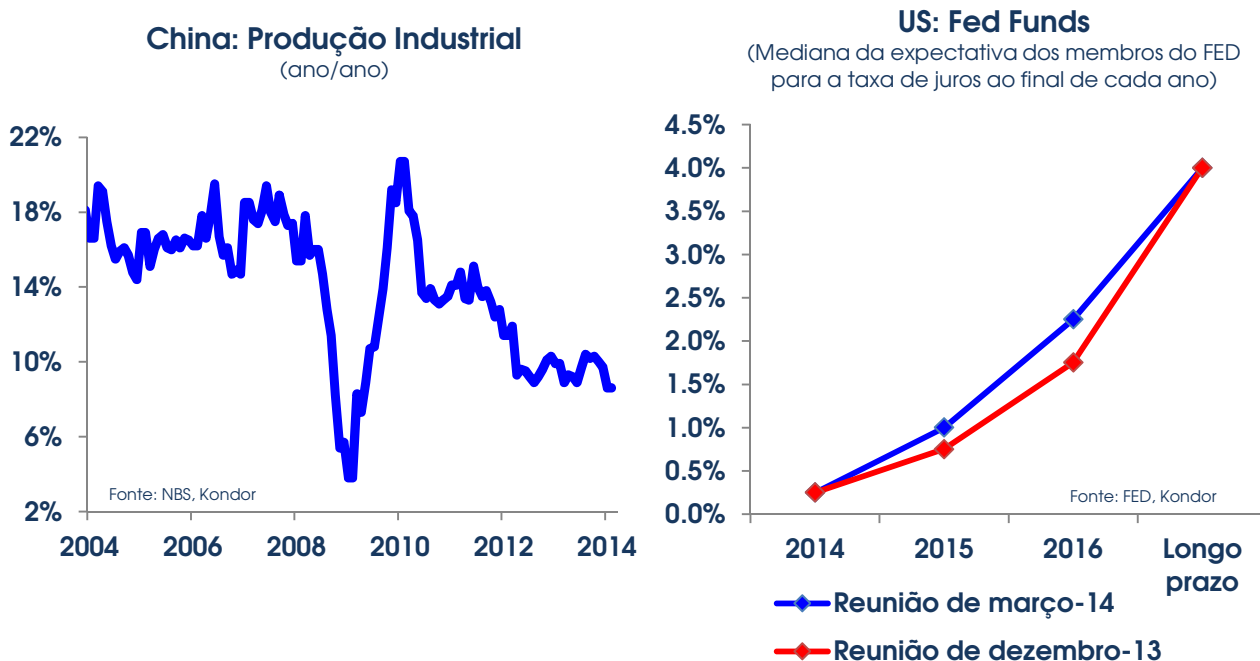
## **Cenário internacional: ativos de países emergentes apresentam significativa apreciação, apesar das taxas de juros mais altas nos Estados Unidos e dos piores números de atividade na China**

Em março tivemos a primeira reunião do FOMC conduzida pela sua nova presidente, Janet Yellen. Duas novidades chamaram a atenção. A primeira foi a elevação da trajetória esperada pelos diversos membros do FED para a taxa básica de juros. Esta elevação foi relativamente moderada – a mediana subiu 25 pontos base para o final de 2015 e 50 pontos base para o final de 2016 -, mas não era esperada pelo mercado. A segunda novidade veio da entrevista que se seguiu à decisão de política monetária. Nela, a nova presidente do FED mostrou ter uma posição muito parecida com o pensamento central dos diversos participantes do FOMC. A maioria dos analistas esperava uma postura mais “*dovish*” por parte de Yellen. Além disso, ao responder a uma pergunta, ela chegou a estimar em seis meses o período entre o fim do afrouxamento quantitativo e o início do ciclo de alta das taxas de juros. Isso significa que a primeira elevação do *fed funds*, a taxa de juros básica dos Estados Unidos, poderia ocorrer ainda no primeiro semestre de 2015.

A reação dos mercados foi moderada. A curva de juros americana se elevou, aproximando-se do ciclo projetado pelo próprio FOMC. No entanto, as moedas, após um pequeno ajuste no dia da reunião, não se enfraqueceram em relação ao dólar. A razão pela pouca força da moeda americana não pode ser atribuída aos dados de atividade divulgados no mês. As surpresas foram, na média, até um pouco positivas. Destaque para a pesquisa mensal de emprego, que veio melhor que o esperado para o mês de fevereiro. É importante lembrar que os Estados Unidos enfrentaram o inverno mais rigoroso das últimas décadas. O frio intenso e as diversas fortes nevascas contribuíram para uma fraqueza dos dados nos últimos meses (vide carta do mês passado). Além de alguns dados relativos a fevereiro terem sido melhores que o esperado, as poucas informações obtidas para março, mês que ainda foi mais frio que o normal, já apontam para recuperação da atividade. Por exemplo, os pedidos de auxílio desemprego, que são divulgados semanalmente, apresentaram melhora.

Enquanto as informações a respeito da economia norte-americana começaram a indicar maior crescimento, as estatísticas da China decepcionaram. Todos os principais dados de atividade vieram abaixo do esperado, com destaque para a produção industrial, considerado um dos dados mais confiáveis do país. Rapidamente, as expectativas acerca de um pacote de estímulo se elevaram. Li Keqiang, o premiê do país, confirmou em discurso algumas medidas que seriam adotadas. De nossa parte, continuamos acreditando que a China caminha para uma realidade de taxas de crescimento mais baixas (vide cartas de setembro de 2011 e julho de 2013). Os próprios líderes do país reconhecem que o atual modelo é insustentável. Estão querendo fazer a transição para um modelo de crescimento que seja mais eficiente e que dependa menos do investimento e da expansão do crédito. Esta transição é difícil. Mesmo que bem sucedida, significaria taxas de expansão mais moderadas. Olhando para o curto prazo, em relação à expectativa de maiores pacotes de estímulo, é importante lembrar que estes iriam contra as mudanças necessárias. Não que não possam ser adotados, mas a desaceleração teria que ser bem intensa para que fossem implementados.

Figura 1: o FED elevou sua projeção para a taxa básica de juros nos próximos anos, enquanto a produção industrial da China veio mais fraca



Os dados de atividade para o resto do mundo apontam para crescimento moderado. Na Europa, não tivemos maiores surpresas do lado do crescimento. O primeiro trimestre parece ter apresentado uma expansão razoável, beneficiada em alguma parte pelo clima ameno – o oposto do ocorrido com os Estados Unidos. Para frente, as perspectivas continuam sendo de crescimento modesto, dados os problemas estruturais ainda existentes e a desalavancagem dos bancos em andamento. A inflação, por seu lado, surpreendeu para baixo novamente. Esta inflação e os discursos de diversos membros do ECB aumentaram as expectativas a respeito da adoção de novas medidas não convencionais por parte da autoridade monetária.

No Japão, alguns dados e pesquisas de confiança vieram mais baixos que o esperado. É importante lembrar, também, que a partir do início de abril o imposto sobre consumo terá uma significativa elevação. Uma desaceleração mais intensa da atividade já é projetada para o segundo trimestre pelos analistas. A dúvida maior é em relação à reação do Banco Central do país. Vai se consolidando o consenso de que este reagiria apenas após observar dados de atividade significativamente mais fracos.

A perspectiva para os países emergentes ainda é de crescimento moderado. Há várias histórias idiossincráticas. No entanto, está ficando claro que sem maiores ajustes e reformas, as taxas de expansão serão bem menores que as da década passada.

Neste ambiente de alguma elevação das taxas de juros norte-americanas e de menor crescimento da economia chinesa, observamos forte apreciação de ativos de alguns países emergentes. Os destaques foram os países que em passado recente foram considerados fundamentalmente mais frágeis. Se os fundamentos não mudaram de maneira minimamente significativa, temos que procurar entender os movimentos do mercado com outras explicações. O “posicionamento” do mercado e o ambiente de juros muito baixos são os dois principais candidatos.

Diversos investidores teriam diminuído suas posições ao longo do ano passado e início deste ano. Outros montaram posições vendidas em países emergentes. O que poderia fazer com que voltassem a ter pelo menos uma parte de sua posição original? A resposta deve estar na perspectiva de que os juros básicos dos Estados Unidos continuarão próximos a zero por algum tempo, ainda que a curva norte-americana tenha se elevado moderadamente. Também contribuiria para um maior fluxo a países emergentes os magros prêmios de risco presentes em ativos das economias desenvolvidas. Assim, muitos investidores parecem ter sido “compelidos” a buscar taxas de retorno mais elevadas nos ativos que ainda possuem prêmios de risco mais “gordos”.

Em momentos como este, no qual o dinheiro parece “queimar na mão”, os investidores costumam ser mais lenientes com os riscos que tomam. Acontece que se os fundamentos demandam preços diferentes, o ajuste eventualmente ocorrerá. Não é simples antever qual será o novo catalisador para a correção de preços – a continuidade da elevação das taxas de juros americanas em função do crescimento daquela economia, um inesperado número de inflação mais elevado, a constatação de que a China de fato crescerá menos, a contínua divulgação de informações decepcionantes vindas dos países mais fracos, ou, como muitas vezes é o caso, um outro evento inesperado qualquer. O que a história – inclusive os eventos do ano passado – nos mostra é que estes ajustes geralmente ocorrem de maneira rápida, não havendo liquidez no mercado para que todos os agentes se movam ao mesmo tempo.

### **Cenário nacional: o desempenho dos ativos do país é destaque, apesar do aumento do risco de racionamento de energia e da ausência de melhora dos fundamentos locais**

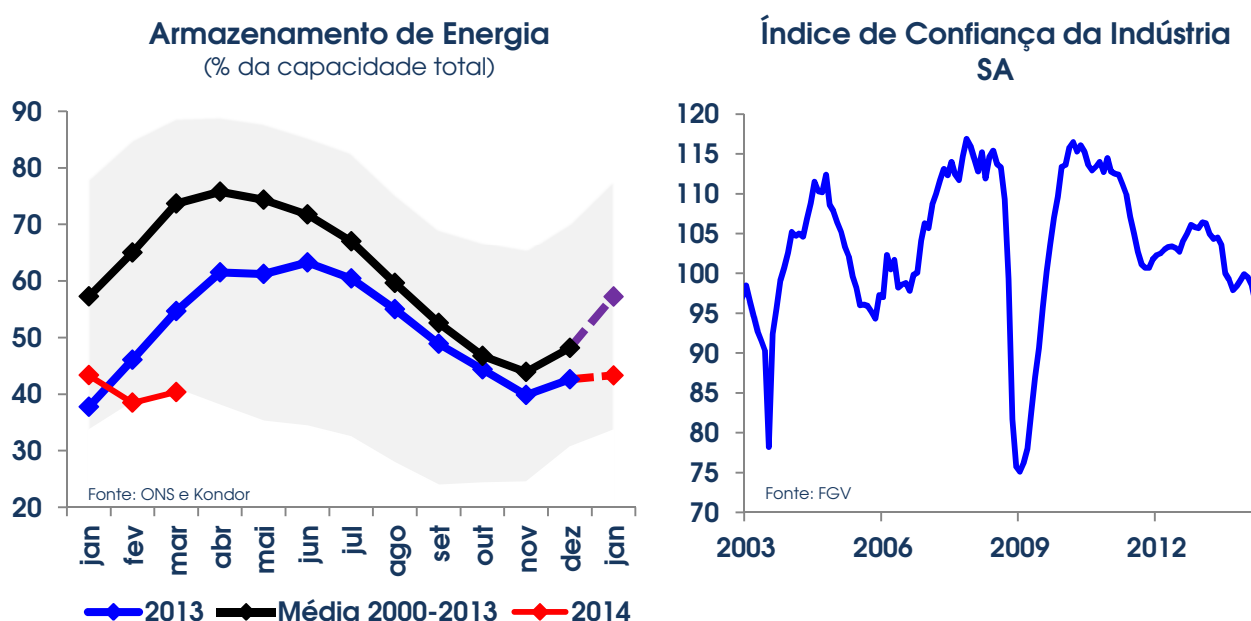
Os ativos do Brasil estão entre os que mais se beneficiaram desse fluxo de alocação para economias emergentes. No entanto, nossa contínua reavaliação dos fundamentos do país não aponta melhora. Alguns dados de atividade, como a produção industrial e as vendas no varejo, até vieram um pouco mais elevados que o esperado. Mas como comentamos na carta de fevereiro, nunca acreditamos que a queda de atividade tivesse sido tão violenta no final do ano passado. Distorções sazonais pareciam estar presentes. O que observamos no começo deste ano foi apenas uma correção destas distorções. Quando olhamos para médias móveis, as informações continuam indicando uma economia estagnada. Além disso, alguns indicadores já disponíveis para março, como a confiança da indústria e a venda de carros e caminhões, apontam para continuidade da fraqueza da atividade. Vale lembrar também, como descrito na carta de fevereiro, que diversos fatores devem contribuir para uma atividade mais fraca este ano: a elevação da taxa básica de juros em 375 pontos base, o menor impulso fiscal, o menor impulso do crédito público, o risco de racionamento, a elevação do preço da energia em alguns contratos bilaterais, dentre outros.

Uma atividade mais fraca até irá contribuir para uma menor pressão inflacionária. O problema é que a falta de reformas dos últimos anos, o grande intervencionismo do governo em alguns setores, a maior alocação de crédito via bancos públicos, o esgarçamento da infraestrutura e a ausência de mão de obra disponível diminuíram muito o potencial de crescimento do país. Para que a inflação ficasse um pouco mais contida, seria necessária uma recessão que levasse a um significativo aumento da taxa de desemprego. Três outros fatores são muito importantes para a manutenção da inflação em altíssimo patamar nos próximos trimestres e anos. O primeiro é a falta de credibilidade do banco central – basta olhar as expectativas de inflação. O segundo é a postergação de diversos ajustes de tarifas públicas ou preços controlados por empresas estatais – como os preços da gasolina e as tarifas de energia elétrica. O terceiro é a contínua venda

de dólares por parte do banco central, retardando o necessário ajuste da taxa de câmbio – apesar da fraca atividade dos últimos anos, nosso déficit de conta corrente está próximo de quatro por cento.

Já discutimos a política fiscal em cartas passadas, inclusive na do mês anterior. Argumentamos que o chamado “contingenciamento” anunciado em fevereiro em nada mudava a política fiscal. O que vimos desde então foi mais um medíocre desempenho das contas públicas em fevereiro, com a manutenção da chamada “contabilidade criativa” por parte do governo. Por exemplo, continuamos vendo fortes receitas de dividendos vindos de empresas estatais e a postergação do pagamento dos recursos devidos ao setor elétrico. Estes recursos servem para subsidiar o preço da energia elétrica ao consumidor final, que deveria estar muito mais elevado devido à utilização de térmicas e ao grande volume de energia descontratada (vide carta de fevereiro).

*Figura 2: o racionamento de energia elétrica está deixando de ser um risco para se tornar o cenário básico, enquanto alguns dados já referentes a março apontam para fraqueza da economia*



A possibilidade de racionamento de energia elétrica também já foi discutida na carta passada. O que mudou desde então foi que o racionamento está deixando de ser um risco para se tornar o cenário básico. Simplesmente as chuvas de março foram fracas e a previsão para abril não é otimista. Com o fim da estação das chuvas, os reservatórios devem começar a se esvaziar ao longo dos próximos meses. O sensato seria a decretação de um racionamento ameno e organizado, com impactos relativamente limitados na economia. Mas o calendário eleitoral torna elevada a probabilidade de postergamento de qualquer anúncio de contenção de demanda, principalmente para o consumidor residencial. O risco, portanto, é de que seja necessário um corte muito mais drástico do consumo quando nos aproximarmos do final do ano.

Acreditamos que os fundamentos do país apontam para significativa deterioração dos preços de nossos ativos, principalmente o câmbio. Mesmo que a política econômica venha a se tornar mais ortodoxa após as eleições – o que é incerto –, um ajuste é necessário, como evidenciam nosso elevado déficit em conta corrente e a fraqueza da manufatura. A venda contínua de dólares por parte do banco central – utilizada para combater a inflação em ano eleitoral – pode até retardar o momento do ajuste, principalmente em períodos nos quais os mercados estão mais calmos. Mas como escrevemos, a correção dos preços dos ativos

é inevitável. O catalisador do ajuste é incerto, mas quanto mais o preço estiver deslocado de seus fundamentos e menores forem as reservas cambiais, maior deve ser a intensidade da correção.

## **Desempenho do fundo Kondor LX**

Em março passado houve uma forte valorização da moeda brasileira frente ao dólar americano, o que prejudicou o nosso desempenho. Ao realizarmos um checklist nos fundamentos do país, quais sejam, trajetória fiscal, inflação corrente e expectativas, atividade econômica, tendência do deficit em transações correntes, nível do investimento e perspectivas de reformas, não encontramos justificativa para tal movimento. Nós ficamos, portanto, com o impacto de um fluxo de capitais estrangeiros que veio ao Brasil em busca das taxas de juros locais enquanto a liquidez internacional ainda é abundante. Trabalhamos com o cenário de que a economia americana irá se recuperar de forma mais intensa à frente e que, portanto a normalização de sua política monetária acarretará em diminuição desse fluxo e possível reversão. Logo continuamos acreditando que o real deverá se desvalorizar ao longo do ano, e por disciplina reduzimos apenas taticamente a nossa posição com o intuito de retomá-la mais à frente. O resultado do fundo foi -0,42%, sendo -1,33% (compra de USD/BRL), +0,45% em juros pré-fixados e inflação, -0,09% em bolsas e -0,05% em crédito externo. O Caixa rendeu +0,76% e as despesas foram -0,16%.

## Histórico de Rentabilidade

|                 | Kondor Max | Kondor LX | CDI    | IFMM   | IBOVESPA | Dólar   |
|-----------------|------------|-----------|--------|--------|----------|---------|
| Março           | 0.11%      | -0.42%    | 0.76%  | -0.05% | 7.05%    | -3.06%  |
| 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            | 0.98%      | -0.03%    | 2.40%  | 0.62%  | -2.12%   | -2.47%  |
| 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  | 109.45%    | 36.04%    |        |        |          |         |
| Data de Início* | 2/8/2007   | 4/29/2011 |        |        |          |         |

| Atribuição do Resultado   |        |        |        |        |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                           | Março  |        | 2014   |        |
| Estratégia                | KMAX   | KLX    | KMAX   | KLX    |
| Juros Pré                 | 0.12%  | 0.24%  | -0.04% | -0.08% |
| Juros Externo             | -0.01% | -0.01% | -0.02% | -0.04% |
| Juros Opções              | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| Juros Inflação            | 0.11%  | 0.23%  | 0.16%  | 0.32%  |
| Subtotal                  | 0.23%  | 0.45%  | 0.10%  | 0.18%  |
| Câmbio Médio/ Longo Prazo | -0.58% | -1.16% | -1.15% | -2.30% |
| Câmbio Curto Prazo        | -0.09% | -0.18% | 0.20%  | 0.39%  |
| Subtotal                  | -0.67% | -1.33% | -0.96% | -1.91% |
| Bolsa Direcional          | -0.01% | -0.02% | -0.03% | -0.06% |
| Bolsa Long & Short        | 0.00%  | 0.00%  | 0.01%  | 0.03%  |
| Bolsa Arbitragem          | -0.01% | -0.03% | -0.04% | -0.08% |
| Macro                     | 0.02%  | 0.04%  | 0.03%  | 0.06%  |
| Hedge                     | -0.04% | -0.08% | -0.03% | -0.06% |
| Subtotal                  | -0.05% | -0.09% | -0.05% | -0.11% |
| Quantitativo              | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.01%  |
| Crédito Externo           | -0.03% | -0.05% | -0.05% | -0.10% |
| Resultado Bruto           | -0.51% | -1.03% | -0.96% | -1.92% |
| Caixa                     | 0.78%  | 0.76%  | 2.46%  | 2.43%  |
| Despesas                  | -0.16% | -0.16% | -0.50% | -0.50% |
| Result. Líquido           | 0.11%  | -0.42% | 0.98%  | -0.03% |
| Result. em % do CDI       | 14%    | -55%   | 41%    | -1%    |

| Dados Técnicos                 |                    |        |                   |        |
|--------------------------------|--------------------|--------|-------------------|--------|
|                                | KONDOR MAX FIG FIM |        | KONDOR LX FIG FIM |        |
| Patrimônio Líquido             | 283,494,364        |        | 1,167,273,076     |        |
| P.L. Médio (6 Meses)           | 323,352,657        |        | 1,055,743,473     |        |
| Retorno Mensal Médio           | 0.96%              |        | 0.89%             |        |
| Desvio Padrão Anual.           | 2.19%              |        | 2.92%             |        |
| Sharpe Anualizado <sup>1</sup> | 0.70               |        | 0.60              |        |
| Alpha contra IFMM              | 1.42%              |        | 0.97%             |        |
| 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%                |        | 86%               |        |
| N.º de Meses Negativos         | 7%                 |        | 14%               |        |
| 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 -0,62% em março, equivalente a -82% do CDI.

As carteiras direcionais em índices e opções registraram resultado de -0.89%, proveniente de posições vendidas na bolsa brasileira.

A carteira direcional em ações gerou -0,24% . Foram destaques negativos posições vendidas em cesta de consumo, assim como uma posição vendida e outra comprada no setor elétrico. Foram destaques positivos posição comprada em bancos e no setor de transportes, assim como uma posição vendida em telecomunicações.

A carteira Long&Short (pares) obteve resultado de 0,0%, com ganhos em posição comprada em siderurgia contra índice e perdas em par de mesmo grupo econômico.

A carteira de arbitragem gerou resultado de -0,07%, proveniente de perdas em arbitragem de distorção.

### Histórico de Rentabilidade por Estratégia

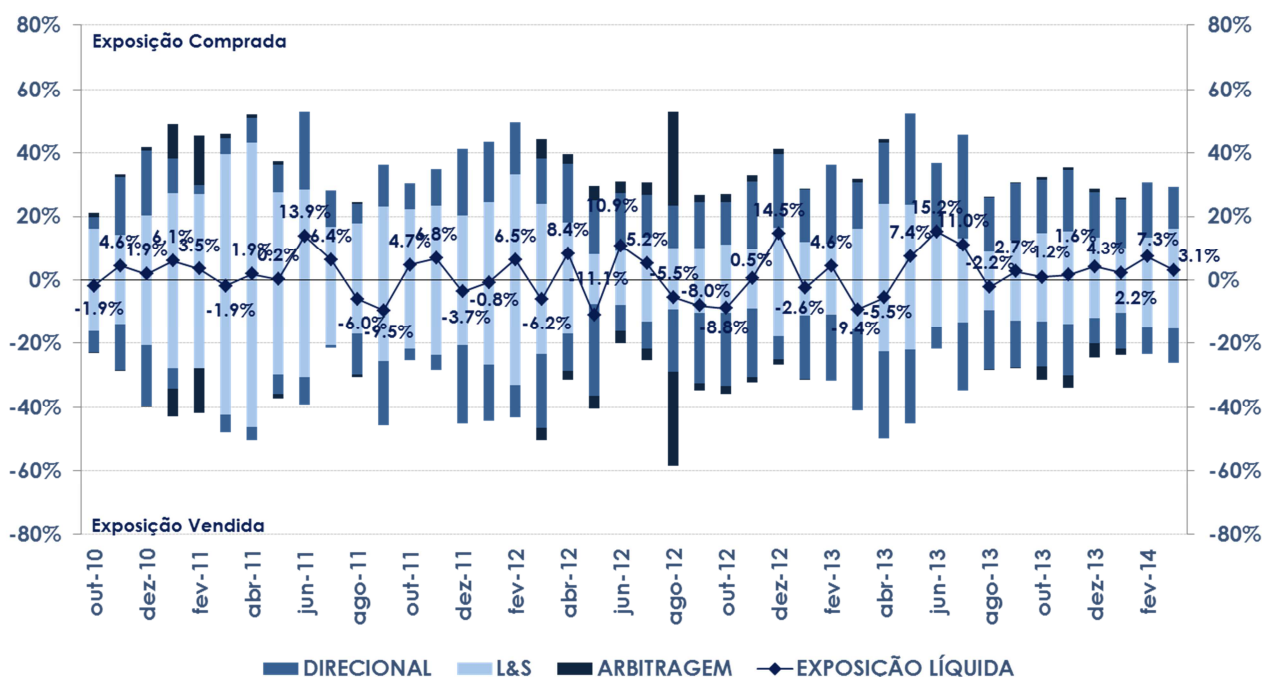
| RESULTADO         | 2010         | 2011          | 2012          | 2013         | jan-14        | fev-14        | mar-14        | 2014          | Desde início  |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| DIR Ações         | 0.02%        | 0.38%         | 6.20%         | 2.04%        | -1.06%        | -0.13%        | -0.19%        | -1.37%        | 7.31%         |
| DIR Índice        | 0.13%        | 0.80%         | -0.70%        | 1.15%        | 0.65%         | -0.43%        | -0.83%        | -0.62%        | 0.75%         |
| DIR Opções        | -0.10%       | -0.49%        | 0.11%         | -0.15%       | 0.00%         | -0.13%        | -0.06%        | -0.19%        | -0.82%        |
| <b>TOTAL DIR</b>  | <b>0.06%</b> | <b>0.68%</b>  | <b>5.58%</b>  | <b>3.07%</b> | <b>-0.41%</b> | <b>-0.68%</b> | <b>-1.08%</b> | <b>-2.16%</b> | <b>7.25%</b>  |
| LS Grupo          | 0.53%        | -0.56%        | 1.29%         | -0.54%       | -0.05%        | 0.13%         | -0.17%        | -0.10%        | 0.62%         |
| LS Intra Setorial | 0.52%        | -0.27%        | 1.29%         | 1.05%        | -0.04%        | 0.05%         | -0.14%        | -0.12%        | 2.48%         |
| LS Inter Setorial | 0.26%        | 0.90%         | 0.20%         | 0.13%        | 0.00%         | -0.02%        | 0.02%         | 0.00%         | 1.50%         |
| LS Ação x Índice  | 0.82%        | -0.40%        | 0.38%         | 0.61%        | 0.18%         | 0.03%         | 0.29%         | 0.50%         | 1.92%         |
| <b>Total LS</b>   | <b>2.13%</b> | <b>-0.34%</b> | <b>3.41%</b>  | <b>1.25%</b> | <b>0.09%</b>  | <b>0.20%</b>  | <b>0.00%</b>  | <b>0.28%</b>  | <b>6.87%</b>  |
| ARB Distorção     | 0.14%        | 0.01%         | 0.15%         | -0.01%       | 0.40%         | -0.06%        | -0.07%        | 0.26%         | 0.56%         |
| ARB Evento        | 0.23%        | 0.23%         | 0.09%         | 0.20%        | 0.02%         | -0.02%        | 0.00%         | 0.00%         | 0.75%         |
| ARB Volatilidade  | -0.01%       | 0.12%         | 0.19%         | 0.00%        | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.30%         |
| <b>Total ARB</b>  | <b>0.37%</b> | <b>0.35%</b>  | <b>0.43%</b>  | <b>0.20%</b> | <b>0.41%</b>  | <b>-0.08%</b> | <b>-0.07%</b> | <b>0.26%</b>  | <b>1.62%</b>  |
| Renda Fixa        | 2.54%        | 11.20%        | 8.77%         | 7.53%        | 0.80%         | 0.68%         | 0.68%         | 2.17%         | 36.26%        |
| Despesas          | -1.13%       | -2.47%        | -3.44%        | -2.99%       | -0.18%        | -0.16%        | -0.15%        | -0.50%        | -10.12%       |
| <b>Resultado</b>  | <b>3.97%</b> | <b>9.24%</b>  | <b>14.90%</b> | <b>9.09%</b> | <b>0.70%</b>  | <b>-0.06%</b> | <b>-0.62%</b> | <b>0.01%</b>  | <b>42.38%</b> |
| CDI               | 2.60%        | 11.44%        | 8.41%         | 8.05%        | 0.84%         | 0.78%         | 0.76%         | 2.40%         | 37.14%        |
| % CDI             | 153%         | 81%           | 177%          | 113%         | 83%           | -8%           | -82%          | 0%            | 114%          |



## Histórico de Rentabilidade por Setor

| RESULTADO          | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | jan-14       | fev-14        | mar-14        | 2014          | TOTAL         |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Metais             | 0.50%        | 0.36%        | 0.31%        | 0.10%        | 0.56%        | -0.13%        | 0.24%         | 0.67%         | 1.95%         |
| Petróleo           | 0.41%        | -0.04%       | -0.81%       | 0.03%        | 0.00%        | -0.13%        | 0.11%         | -0.01%        | -0.43%        |
| Commodities Outros | 0.19%        | -0.05%       | 1.86%        | 0.37%        | -0.01%       | -0.08%        | -0.26%        | -0.35%        | 2.03%         |
| Consumo            | 0.37%        | 1.00%        | 1.22%        | 0.40%        | -0.33%       | -0.13%        | -0.33%        | -0.79%        | 2.20%         |
| Telecom            | 0.00%        | -0.42%       | 0.04%        | 2.53%        | 0.12%        | -0.12%        | 0.09%         | 0.08%         | 2.23%         |
| Utilities          | -0.02%       | -0.04%       | 1.81%        | -0.52%       | -0.32%       | 0.06%         | -0.29%        | -0.54%        | 0.68%         |
| Infraestrutura     | -0.11%       | 0.30%        | 0.33%        | 0.02%        | 0.09%        | 0.09%         | 0.07%         | 0.25%         | 0.80%         |
| Financeiro         | 0.52%        | -0.67%       | 1.38%        | -0.27%       | -0.44%       | 0.16%         | 0.33%         | 0.04%         | 0.99%         |
| Imobiliário        | 0.67%        | 0.05%        | 1.92%        | 0.57%        | -0.16%       | 0.12%         | -0.09%        | -0.13%        | 3.11%         |
| Índices            | -0.02%       | 0.22%        | 1.03%        | 1.27%        | 0.59%        | -0.42%        | -1.02%        | -0.86%        | 1.65%         |
| <b>TOTAL</b>       | <b>2.52%</b> | <b>0.71%</b> | <b>9.09%</b> | <b>4.51%</b> | <b>0.09%</b> | <b>-0.57%</b> | <b>-1.15%</b> | <b>-1.63%</b> | <b>15.79%</b> |

## Histórico de Exposição por Estratégia



## Desempenho do fundo Kondor Equity FIA

O Kondor Equity FIA valorizou-se 2,81% em março, enquanto o Ibovespa teve uma forte alta de 7,05%, embalado pelas ações da Petrobras que subiram ao redor de 16% tanto as PN's quanto as ON's.

Os destaques positivos do fundo foram as ações do banco Itau, que se valorizaram 8,6%, contribuindo com 1,46 ponto percentual para o fundo e BRF, que subiu 5,5%, impactando o fundo positivamente em 0,78 p.p.

Os destaques negativos foram as ações da Senior Solution com uma queda de 14,9%, contribuindo negativamente com 0,21p.p. e Fertilizantes Heringer, que caiu 6,1%, impactando o fundo negativamente em 0,15p.p.

Podemos dizer que o mês de março inaugurou o período influenciado pelas eleições no Brasil. É certo que houve uma forte realocação de recursos estrangeiros que saíram da Rússia com direção aos demais emergentes e que o Brasil foi um dos maiores beneficiados (como também foi o maior prejudicado nos últimos anos pela saída de recursos desta mesma classe de investidores). Ainda assim e somado o efeito da calmaria no mercado norte-americano em relação à atuação do FED, devemos reconhecer que a forte alta do Ibovespa teve um componente político importante. Sintoma disso é a repercussão que as pesquisas de opinião têm trazido no dia a dia das mesas de operações. Outro efeito foi a forte valorização das ações da Petrobras que, mesmo sob artilharia pesada no mundo político (tendo inclusive previsto o início de uma CPI), subiu fortemente com o aumento de chance de alternância do poder.

Num cenário impactado por questões técnicas e políticas foi difícil para nossa carteira acompanhar a alta do mês. Nossa posição mais vencedora em março foi banco Itau (ITUB4). Novamente as ações do banco foram um dos destaques não só da carteira, mas de todo o Ibovespa. Reputamos isso ao bom resultado recente e à perspectiva de crescimento dos resultados vindouros. A competição com bancos públicos tem arrefecido e ajudado o crescimento de carteira com qualidade e a inadimplência da mesma continua bastante controlada. Estamos animados com a companhia.

Já BRF (BRFS3) que foi nossa segunda melhor contribuição no mês, recuperou-se de um forte movimento de queda após o resultado frustrante do 4T13. Na sequência da reestruturação da gestão feito pelo conselho de administração, a companhia tomou medidas que impactaram a operação no final do ano e juntamente com um ambiente mais competitivo no mercado interno, vimos o papel cair 30%.

Mantemo-nos confiantes com os objetivos do novo conselho, apesar de discordarmos do mercado no começo do ano em relação à velocidade que isso aconteceria. Após a queda voltamos a aumentar nossa posição e acreditamos que a recuperação do mês de março foi simplesmente uma correção do exagero do movimento de queda. Nesse início de ano ainda restam grandes desafios a serem transpostos pelo corpo executivo da companhia. Estamos atentos à execução, mas bastante entusiasmados com os possíveis resultados.

Na ponta oposta, sofremos com algumas de nossas small caps. Heringer tinha tido uma boa performance em fevereiro e, apesar de vislumbrarmos um ano ainda melhor do que 2013, o mês de março foi duro para suas ações, que tem na sua reduzida liquidez um ponto fraco.

A baixa liquidez também influenciou negativamente as ações da Senior Solution. A empresa continua em sua rota saudável de crescimento e geração de resultado, porém quando os investidores estão focados

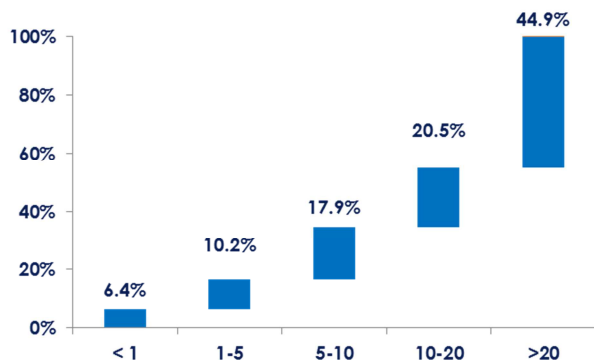
em “correr atrás” do índice, qualquer venda pode impactar uma ação cuja liquidez, como dissemos, é reduzida.

O caixa alto, fruto de nossa visão mais conservadora para a economia doméstica em 2014, manteve-se inalterado. Nesse ponto, é importante ressaltar que nosso processo de investimento tem uma autonomia em relação aos movimentos de curto prazo. Procuramos compensar esses momentos com posições mais resilientes e com potencial de retorno superior no longo prazo, frutos do forte posicionamento estratégico e capacidade de geração de caixa dos ativos.

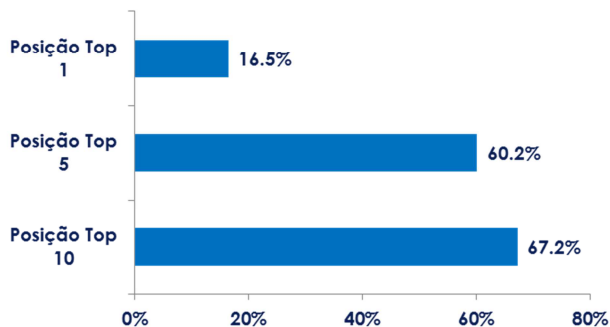
### Histórico de Rentabilidade

|      |      | Jan    | Fev    | Mar    | Abr    | Mai     | Jun                | Jul    | Ago     | Set     | Out     | Nov    | Dez    | Ano     | TOTAL <sup>2</sup> |        |        |        |        |        |        |        |
|------|------|--------|--------|--------|--------|---------|--------------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2007 | KFIA |        |        |        |        |         | 1.39% <sup>1</sup> | 9.94%  | -3.70%  | 5.16%   | 3.67%   | -1.73% | 5.46%  | 19.62%  | 97.76%             |        |        |        |        |        |        |        |
|      | IBOV |        |        |        |        |         | 1.00%              | -0.39% | 0.84%   | 10.67%  | 8.03%   | -3.54% | 1.40%  | 18.63%  |                    |        |        |        |        |        |        |        |
| 2008 | KFIA | -0.94% | 3.61%  | -3.94% | 8.45%  | 9.10%   | -6.48%             | -2.68% | -11.41% | -17.00% | -27.70% | 1.23%  | 7.13%  | -38.79% |                    | -6.38% |        |        |        |        |        |        |
|      | IBOV | -6.88% | 6.72%  | -3.97% | 11.32% | 6.96%   | -10.43%            | -8.48% | -6.43%  | -11.03% | -24.80% | -1.77% | 2.61%  | -41.22% |                    |        |        |        |        |        |        |        |
| 2009 | KFIA | -1.61% | -0.11% | 11.62% | 27.07% | 9.24%   | 2.64%              | 15.71% | 5.77%   | 7.88%   | 2.70%   | 6.65%  | 3.31%  | 133.52% |                    |        | -6.38% |        |        |        |        |        |
|      | IBOV | 4.66%  | -2.84% | 7.18%  | 15.55% | 12.49%  | -3.26%             | 6.41%  | 3.15%   | 8.90%   | 0.04%   | 8.93%  | 2.30%  | 82.66%  |                    |        |        |        |        |        |        |        |
| 2010 | KFIA | -0.09% | -1.05% | 0.30%  | -1.09% | -3.53%  | 0.94%              | 10.39% | -0.95%  | 6.36%   | 2.49%   | -1.50% | 2.03%  | 14.40%  |                    |        |        | -6.38% |        |        |        |        |
|      | IBOV | -4.65% | 1.68%  | 5.82%  | -4.04% | -6.64%  | -3.35%             | 10.80% | -3.51%  | 6.58%   | 1.79%   | -4.20% | 2.36%  | 1.04%   |                    |        |        |        |        |        |        |        |
| 2011 | KFIA | -1.24% | 1.27%  | 3.15%  | -1.75% | -1.27%  | -2.28%             | -3.43% | -1.35%  | -0.77%  | 5.67%   | -1.82% | 1.61%  | -2.55%  |                    |        |        |        | -6.38% |        |        |        |
|      | IBOV | -3.94% | 1.21%  | 1.79%  | -3.58% | -2.29%  | -3.43%             | -5.74% | -3.96%  | -7.38%  | 11.49%  | -2.51% | -0.21% | -18.11% |                    |        |        |        |        |        |        |        |
| 2012 | KFIA | 5.04%  | 5.11%  | 0.58%  | -1.28% | -6.36%  | 0.76%              | -1.62% | 4.38%   | 1.41%   | 0.18%   | 0.87%  | 5.51%  | 14.83%  |                    |        |        |        |        | -6.38% |        |        |
|      | IBOV | 11.13% | 4.34%  | -1.98% | -4.17% | -11.86% | -0.25%             | 3.21%  | 1.72%   | 3.71%   | -3.56%  | 0.71%  | 6.05%  | 7.40%   |                    |        |        |        |        |        |        |        |
| 2013 | KFIA | 0.55%  | 0.46%  | -1.53% | 0.17%  | -0.98%  | -6.12%             | 0.80%  | -1.83%  | 4.70%   | 2.34%   | -1.60% | -0.85% | -4.18%  |                    |        |        |        |        |        | -6.38% |        |
|      | IBOV | -1.95% | -3.91% | -1.87% | -0.78% | -4.30%  | -11.31%            | 1.64%  | 3.68%   | 4.66%   | 3.66%   | -3.27% | -1.86% | -15.50% |                    |        |        |        |        |        |        |        |
| 2014 | KFIA | -7.19% | -1.20% | 2.81%  |        |         |                    |        |         |         |         |        |        | -5.72%  |                    |        |        |        |        |        |        | 97.76% |
|      | IBOV | -7.51% | -1.14% | 7.05%  |        |         |                    |        |         |         |         |        |        | -2.12%  |                    |        |        |        |        |        |        |        |

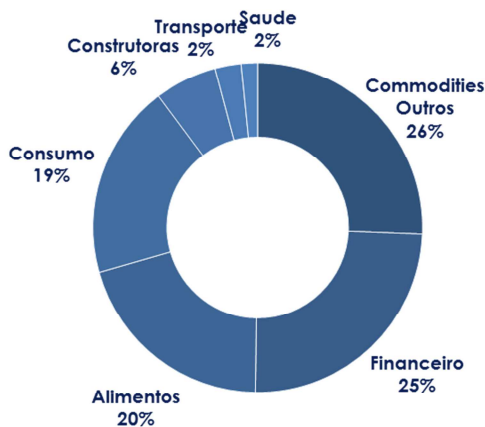
**Exposição por Market Cap**  
(R\$ Bilhões, % do Total)



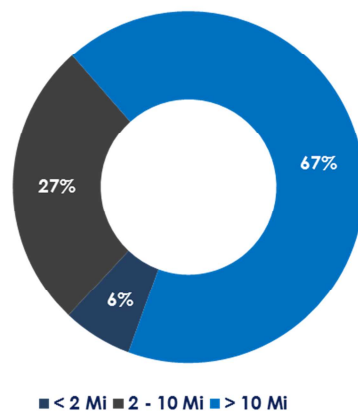
**Concentração do Portfólio**  
(% da Carteira)



**Exposição Setorial**



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

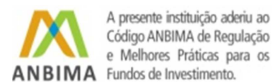


Gestora

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.