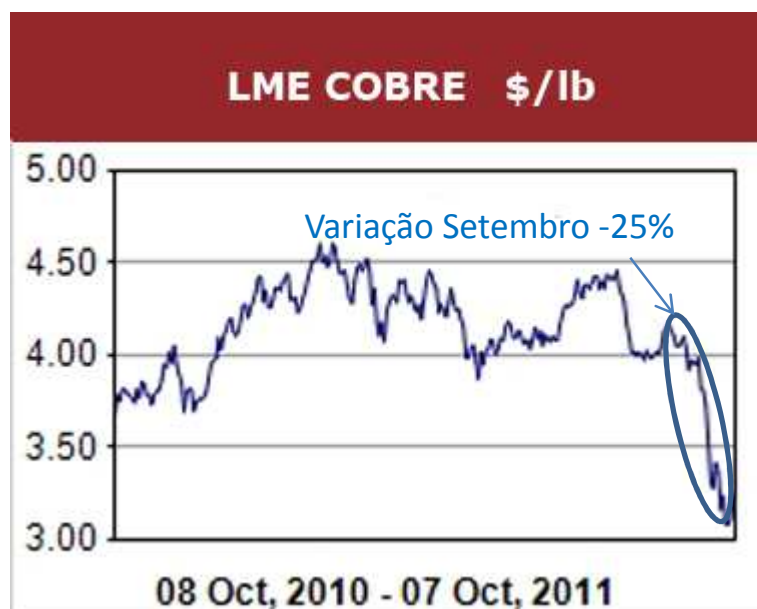


No mês de setembro o cenário de expectativas quanto ao crescimento econômico mundial se deterioraram. A crise das dívidas soberanas de países da EU e seus reflexos no sistema financeiro continuam sem solução. Nos USA as taxas de desemprego se mantiveram elevadas, mesmo após medidas monetárias e fiscais e a abordagem dos problemas relacionados ao *deficit* público continuam na arena política. Cenários recessivos são agora considerados como possíveis, inclusive com quedas nas taxas de crescimento da China e conseqüentemente nos países emergentes através da queda acentuada nos preços de *comodities*. A figura que se segue exibe a evolução dos preços do cobre na *London Mercantile Exchange*, um insumo importante na matriz de consumo da China, que apresentou uma redução de 25% somente no mês de setembro.



Dentro deste quadro de insegurança o dólar americano se valorizou, ainda um refugio, as taxas de juros dos títulos de 10 anos do tesouro americano caíram de 3,5% para menos de 2% em aproximadamente 4 meses, refletindo expectativas de baixo crescimento econômico e de certa forma uma antecipação de medidas do FED que se confirmaram através da chamada operação "TWIST": compra de títulos de longo prazo e venda de curto prazo procurando reduzir os custos de financiamento de hipotecas e outros investimentos. Os mercados continuam se comportando em função de eventos pontuais e de certa forma aguardando novas medidas de aumento da liquidez nos mercados interbancários notadamente na Comunidade Europeia, com reflexos nas contas públicas e é claro com ônus mais elevados para os contribuintes. Os chamados canais clássicos de estímulo ao crescimento, aumento da liquidez, queda nas taxas de juros não deram resultados esperados. As grandes companhias tem um volume recorde de recursos em caixa aguardando oportunidades de investimentos que não necessariamente implicam em crescimento na taxa de emprego, por exemplo, aquisições de companhias. Os bancos limitam seus empréstimos com receio da falta de

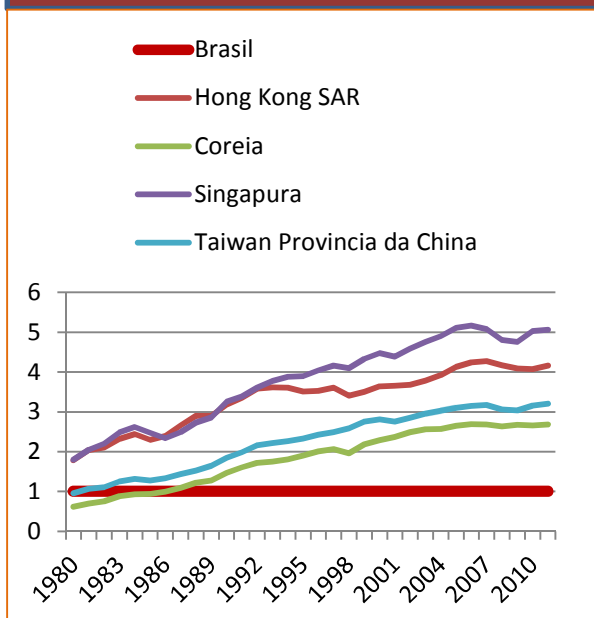
retorno e os consumidores evitam antecipar o consumo devido à falta de expectativas quanto aos rendimentos futuros.



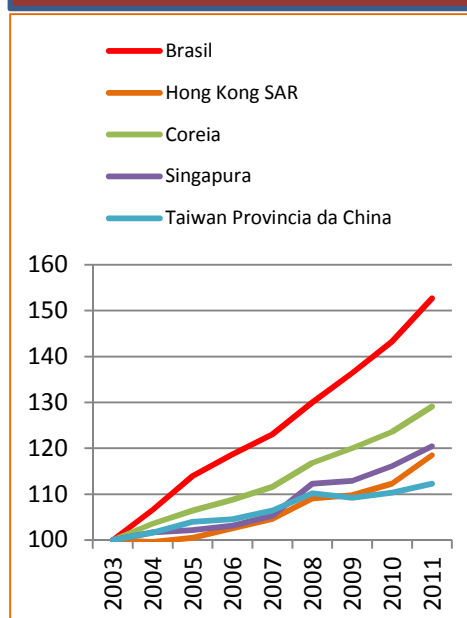
Repetem-se as cenas do teatro, os atores são os mesmos, mas apenas alguns poucos participam da peça. “Ainda não se quebraram os ovos para se fazer a omelete”.

Como não poderia deixar de ser a economia brasileira e seus mercados foram afetados pelas novas expectativas. O INDICE BOVESPA teve em setembro uma queda de 12%, o Real teve uma depreciação de 16% em relação ao U\$, o que daria para o IBOVESPA uma queda em U\$ de aproximadamente 26%.As expectativas inflacionárias ainda não foram quebradas e as previsões para o crescimento econômico se situam na faixa entre 3,5% a 3,8% para 2011 .Após a surpresa na redução das taxas de juros pelo BCB, ele anuncia um ajuste mais moderado para os próximos meses. Apesar do relativo sucesso do plano real o Brasil ainda apresenta taxas inflacionárias elevadas e um crescimento da renda per capita bastante modesta se compararmos com os antigos tigres asiáticos.

Evolução rendimento per capita em relação ao Brasil



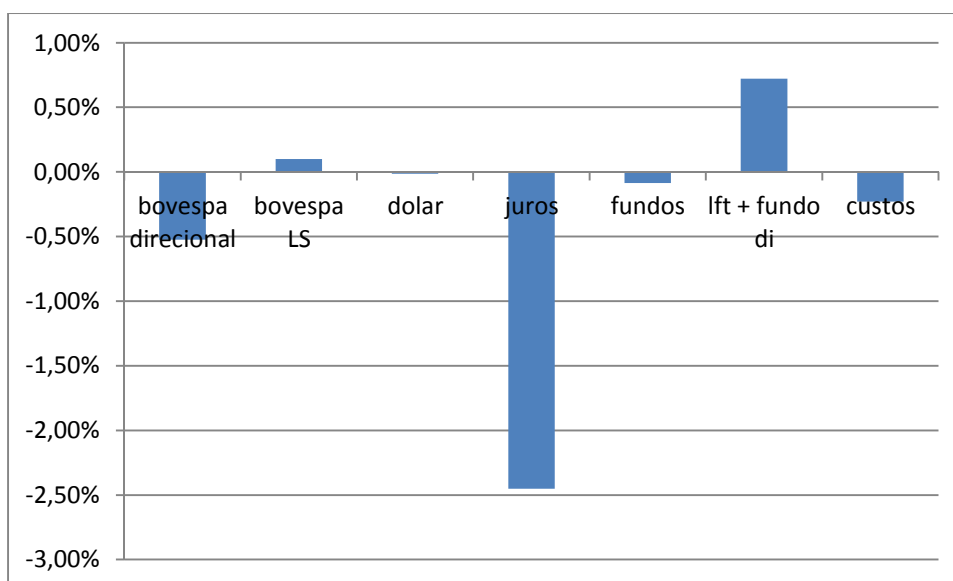
Evolução do índice de inflação dos preços ao consumidor



O grande esforço dos programas sociais a ampliação do crédito, a excessiva liquidez nos mercados internacionais de crédito tiveram como consequência a ampliação do mercado interno com economias de escala, melhora do emprego e distribuição de renda. A sustentação deste processo passa necessariamente por reformas estruturais e definição de prioridades nos investimentos públicos visando ao aumento da produtividade total dos fatores no Brasil. Acreditamos que o Brasil ainda será um ponto de atração de investimentos estrangeiros pelas características demográficas, disponibilidades de recursos naturais e caso as expectativas quanto as mudanças estruturais se realizem.

SECURITY ESTRATÉGIAS DISSOCIADAS FI MULTIMERCADO

O fundo obteve rentabilidade de -2,25% no mês de setembro ante 0,94% do CDI. O destaque negativo ficou por conta da posição em juros no qual tivemos que encerrar 50% da posição. Em função do cenário bastante volátil, as operações de bolsa junto com a carteira de fundos pesaram negativamente no resultado. Pretendemos continuar apostando na manutenção da aceleração do fechamento do juros e na bolsa dar mais ênfase as posições de curtíssimo prazo aproveitando as oportunidades de arbitragem.



RETORNO (%)					
Nome	Mês	Ano	6 meses	12 meses	24 meses
Fundo	-2,25	6,04	1,55	5,03	17,75
% do CDI	-239,94	69,42	26,56	43,82	81,34
CDI	0,94	8,70	5,85	11,48	21,83
Dólar	16,83	11,30	14,51	9,46	3,44
Euro	9,07	12,69	8,25	7,94	-4,59
Ibovespa	-7,38	-24,50	-24,46	-24,64	-14,55
IBX	-4,55	-18,95	-20,19	-17,51	-7,29
IGP-M	0,65	4,15	1,65	7,46	15,84
Poupança	0,60	5,62	3,77	7,45	14,70

Retorno acumulado - 23/07/2009 até 30/09/2011 (diária)



■ Fundo

■ CDI