

## CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM AGOSTO 2011

Os dias entre o final de julho e o presente (14 de setembro) foram ricos em manifestações expressivas dos grandes temas macro que devem determinar os retornos de praticamente todas as classes de ativo neste ano (e, possivelmente, nos próximos). Recapitulando, nesse período vimos:

- O aprofundamento da diferença de performance entre as bolsas européias e as do resto do mundo (no caso relevante para nossas posições, Brasil e EUA): durante agosto, o índice Euro Stoxx 50 perdeu quase 14%, enquanto o S&P 500 e o Ibovespa tiveram retornos negativos de 5,7% e 4%, respectivamente. Vínhamos, há alguns meses, nos posicionando para essa divergência, e acreditamos que ela deve prosseguir, na medida em que o mercado reconhece que muitos dos grandes bancos europeus (os franceses são o caso mais evidente no momento) precisam de uma grande recapitalização patrocinada pelos governos – nada muito diferente do que ocorreu nos EUA, Reino Unido e Irlanda;

- A continuação da alta nos custos de financiamento para os países da periferia da Europa, e evidências crescentes de que alguns deles não escaparão de uma reestruturação ampla das respectivas dívidas e/ou volta às moedas nacionais;

- Uma radical reprecificação da curva de juros brasileira (tanto em termos de níveis quanto de formato), ratificada por uma mudança importante na direção da política monetária - o abandono da ortodoxia e entrada no “pós-modernismo”, como bem definido pela área de pesquisa da Nomura);

- Aumentos da volatilidade e das correlações entre ativos, típicos de períodos de turbulência e bastante danosos para o desempenho dos *hedge funds* estrangeiros (os brasileiros, curiosamente, tiveram um mês excelente, seja por uma postura mais cautelosa ou pelos retornos inesperados das posições de juros);

- Os juros longos dos EUA, Alemanha e alguns outros países desenvolvidos renovando as mínimas históricas;

- Novas rodadas de ativismo dos governos, com o exemplo mais radical na fixação do câmbio do franco suíço contra o euro;

- Já no início de setembro, o maior rali do dólar (DXY) desde novembro do ano passado, rompendo a resistência a 76 e a média móvel de 200 dias.

Quem acompanha há algum tempo nossas cartas pode ter observado que esse é, em grande medida, o cenário geral que vínhamos esperando, e concluído que o desempenho do fundo deve ter se beneficiado desses acertos. De fato, agosto e o início de setembro foram os melhores períodos do ano para nossos cotistas, com ganhos concentrados nas posições vendidas em índices de ações, de valor relativo entre índices (long S&P500 e Ibovespa contra short Euro Stoxx, IBEX e CAC40) e tomadas no

### Atribuição de Performance

<b>Juros</b>	<b>1,00%</b>
Arbitragem	0,11%
Internacional	0,09%
Pré-fixado	-0,06%
Inflação	0,18%
Cupom Cambial	0,67%
<b>Moedas</b>	<b>-0,36%</b>
Dólar	0,06%
Euro	-0,42%
<b>Bolsa</b>	<b>1,52%</b>
Offshore	0,34%
Local	1,17%
<b>Opções</b>	<b>-0,01%</b>
Juros	-0,01%
Dólar	0,00%
<b>Relative Value</b>	<b>-1,01%</b>
<b>Commodities</b>	<b>0,15%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,25%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>1,08%</b>
<b>Amundsen FIC</b>	<b>2,10%</b>

## **CARTA DO GESTOR**

### **FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM**

### **AGOSTO 2011**

cupom cambial. Entretanto, não aproveitamos o grande movimento nos juros locais, em parte por não termos acreditado na possibilidade do Banco Central mudar tão subitamente a forma de condução da política monetária (e isso nos custou em uma posição de valor relativo short Ibovespa / tomada nos juros curtos).

Das tendências definidas nas últimas semanas, acreditamos que continuará a deterioração na Europa, com o conseqüente aumento nas intervenções dos órgãos governamentais e persistência de volatilidade alta. Quaisquer soluções que não envolvam um amplo programa de recapitalização dos bancos e um tratamento realista para as dívidas soberanas de diversos países devem ter impacto limitado nos preços de ativos e na percepção de risco sistêmico relacionado ao continente. Esse ambiente parece ser negativo para mercados de ações; seguiremos operando taticamente nas posições direcionais e carregando os valores relativos descritos acima.

No mercado de câmbio, há muito tempo vínhamos tentando antecipar uma reação do dólar americano, que, se confirmada (DXY voltando a um intervalo entre 80 e 85) deve ter impactos importantes num mundo em que uma das principais convicções era a fraqueza desta moeda. Voltamos a operar com um viés comprador contra o euro e o real.

O mercado de juros locais nos parece mais desafiador. Se por um lado o movimento do último mês parece exagerado e não enxergamos o mesmo cenário benigno para a inflação que o Banco Central (mesmo levando em conta uma desaceleração da atividade, preços de commodities seguem altos e o mercado de trabalho brasileiro deve permanecer apertado), a decisão de baixar significativamente os juros curtos pode ser, ao menos por algum tempo, puramente arbitrária. Nesse cenário, parece atrativo voltar às posições compradas em dívida indexada, que devem se beneficiar tanto do custo de carregamento mais baixo (e eventual queda do juro neutro) quanto da persistência da inflação - com a desvantagem de ser uma idéia compartilhada por boa parte do mercado. Também gostamos de posições tomadas em inclinação na curva pré, que passaram a ter carregamento positivo e certa assimetria de risco / retorno.

Em resumo, seguimos esperando um ambiente de grandes movimentos nos mercados, com muita intervenção dos governos e, finalmente, capitulação nos preços de ativos. Antes desse ajuste devemos seguir operando na ponta pessimista, também levando em conta que estamos em um ambiente de crescente tentativa de controle de preços e supressão dos mercados. Tivemos boas indicações de que o cenário que prevemos está encontrando correspondência no mundo real.

# CARTA DO GESTOR

## FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

### AGOSTO 2011

#### Histograma de Retornos

