

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

DEZEMBRO 2010

Em dezembro, as posições compradas em dólar contra o real foram as principais responsáveis pelo resultado negativo do fundo. Também registraram perdas as posições vendidas em euro contra o dólar americano e posições vendidas em S&P500. Os destaques positivos foram a posição tomada em cupom cambial longo e o livro de arbitragem de curva de juros.

Nas últimas semanas, temos gastado um tempo considerável tentando traçar um cenário para os mercados em 2011 e identificar as melhores oportunidades. Como de costume, acreditamos que os maiores ganhos potenciais estão em posições distantes do consenso. Entre o que temos lido e ouvido de analistas, gestores e outros participantes do mercado, identificamos os seguintes pontos em comum, em uma ordem que percebemos de maior para menor convicção:

- EUA liderarão o crescimento entre economias desenvolvidas, sobretudo por estarem na frente no processo de desalavancagem e limpeza do balanço de bancos. A bolsa americana seguirá mais forte do que as bolsas da Europa e do Japão;
- A posição comprada em commodities é “ganha-ganha”: é boa se houver um *double dip* nos EUA e o dólar se enfraquecer, é melhor ainda se a economia global voltar a crescer e a demanda por matéria prima aumente, na margem. As limitações de oferta são muitas e a demanda só pode crescer.
- Corolário da alta em commodities: a inflação nos países emergentes / pobres será alta, possivelmente ainda mais alta do que no último semestre de 2010. No caso específico do Brasil, o Banco Central ficou “atrás da curva” e há risco do IPCA terminar o ano perto do teto da meta do CMN.
- O problema de financiamento / rolagem da dívida soberana está restrito aos países desenvolvidos (sobretudo Europa); a situação dos países em desenvolvimento é muito mais confortável.

Com exceção da previsão de alta contínua e inevitável de commodities, concordamos quase integralmente com o racional e os fundamentos das demais previsões. A questão a ser respondida, porém, é quanto disso já está precificado pelo mercado. Em termos de movimento de preços, o desfecho da maioria dessas previsões seria uma continuação das tendências dos últimos meses, sendo que algumas já mostram sinais de esgotamento, pelo menos no curto prazo. Nesses casos, tentaremos buscar melhores pontos de entrada ao longo do ano.

Atribuição de Performance

Moedas	-0,58%
AUD Direcional	-0,14%
MXN Direcional	-0,06%
Dólar Direcional	-1,23%
Cupom Cambial	1,16%
Euro Direcional	-0,12%
Figuras	-0,19%
Bolsa	-0,18%
Direcional	0,08%
Offshore	-0,28%
Figuras	-0,16%
Arbitragem	0,18%
Juros	0,65%
Pré-Fixado	0,09%
Direcional	0,01%
Arbitragem	0,54%
Inflação	0,05%
Figuras	-0,06%
Relative Value	-0,07%
Arbitragem	-0,07%
Custos	-0,18%
Carregamento	0,20%
Resultado	-0,17%

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM DEZEMBRO 2010

Como colocamos acima, nossa maior divergência com a opinião média continua sendo no movimento das commodities e suas conseqüências para a inflação brasileira. O fim (pelo menos momentâneo) da desconfiança do mercado com o dólar americano retirou um combustível importante dos preços de commodities, e acreditamos que a retomada do crescimento da economia mundial e os desequilíbrios de oferta e demanda não são fortes o bastante para justificar altas como as vistas recentemente. Quanto à inflação brasileira, grande parte do aumento dos índices de preços na segunda metade de 2010 deu-se por conta de altas nos preços de alimentos, fato que o Banco Central tem reconhecido. Como os preços de produtos agrícolas apresentam um comportamento cíclico, tendemos a acreditar que a alta acelerada do ano passado corresponderá a um comportamento mais benigno do que o previsto no cenário de mercado para este ano. Acreditamos que o ciclo de alta de juros atualmente precificado na parte curta da curva de juros será suficiente para reverter as expectativas de inflação. O mercado de inflação implícita segue extrapolando o cenário ruim dos últimos meses e levando os níveis às suas máximas recentes; acreditamos que há uma boa probabilidade da inflação observada ser sensivelmente menor do que essa precificação. Se isso estiver correto, somando-se ao posicionamento do mercado (comprado na maior parte do tempo, a níveis não muito confortáveis), pode haver uma reversão significativa nos próximos meses.

O problema de financiamento da dívida dos países desenvolvidos parece ser um tema perto do esgotamento. O mercado deu diversos sinais de que tolerará a monetização da dívida em moeda local (como ocorrido, no passado, no Japão e, mais recentemente, nos EUA e no Reino Unido) e, no caso da Europa, parece haver uma disposição, ainda que não totalmente clara, de um financiamento comunitário para países que não conseguirem acessar o mercado. É evidente que o aparecimento de dificuldades de financiamento em alguma economia maior tem o potencial de abalar os mercados por algum tempo, mas acreditamos que o impasse será resolvido com relativa rapidez: as autoridades européias parecem ter se dado conta de que o custo / benefício dos resgates é baixo, e é de interesse da maior potência do continente, a Alemanha, seguir com uma moeda única mais fraca do que seria um novo marco alemão. Nosso foco de atenção deve se voltar para os países com déficit em conta corrente, que teriam dificuldades de financiamento caso houvesse um movimento de retorno de capitais para os EUA. Ainda que o financiamento soberano da maioria dos países emergentes seja atualmente feito quase todo em moeda local, as empresas de países de juros relativamente altos, quando podem, seguem acessando o mercado de dívida em moeda estrangeira em busca de dinheiro mais barato. Há, portanto, o potencial para a reedição de crises em moldes parecidos com os que nos acostumamos a ver nos anos de 1980 e 1990 caso o dólar entre numa tendência mais acentuada de valorização.

Começamos 2011 tendo como principais posições:

- Dado no pré jan. 13 e jan. 17 – no primeiro caso, acreditamos que a curva de juros deve inverter antes do que o mercado espera, o que não justifica taxas forward ao redor de 13%. No caso do jan. 17, seguimos acreditando na tendência de longo prazo de queda dos juros longos no Brasil e aproximação gradual a níveis compatíveis com o cenário global.
- Comprado em USD contra o BRL – a moeda brasileira segue operando perto do nível mais valorizado contra o dólar americano nos últimos anos. Acreditamos que 2011 será um nível de dólar mais forte globalmente e que a deterioração nas contas externas do Brasil e a acumulação de passivos em moeda estrangeira devem começar a incomodar até o final do ano. Notamos também um crescente desconforto do mercado com ativos brasileiros, seja pelo nível de preços ou por uma percepção de fundamentos piores; isso deve se refletir em entradas marginalmente menores (ou mesmo saídas) de investimentos estrangeiros no país.

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM DEZEMBRO 2010

- Tomado no cupom cambial longo – nos parece uma posição de grande assimetria, teve ganhos expressivos em novembro e dezembro. A dinâmica de preços do cupom longo nos parece artificialmente benigna por conta das emissões no exterior de bancos médios, que geram um expressivo fluxo doador no mercado local. Isso tem feito com que o spread do cupom para os juros em dólares no exterior trabalhe nos menores níveis nos últimos anos; em caso de deterioração do apetite a risco, esses fluxos cessam e esse spread tende a aumentar. O padrão atual desses spreads é muito distante do histórico mais longo, refletindo a abundância de financiamento em dólares para o país. Em caso de crise e reversão desses fluxos, essa posição tem um grande potencial de ganho.

- Nas posições de Ibovespa, seguimos operando com a convicção de que o índice ainda não tem força para fazer novas máximas históricas, e seguirá dentro de um intervalo relativamente largo. O posicionamento tem sido tático na maior parte do tempo: embora não gostemos dos fundamentos, é difícil ignorar a força que as bolsas americanas têm mostrado, alimentadas por dinheiro barato e boas perspectivas de lucros.

Histograma de Retornos

