

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

Acabou 2011, e não vai deixar saudades para a maioria dos gestores de ativos no mundo (curiosamente, em termos de performance a indústria de multimercados no Brasil teve um bom ano, pela combinação pouco usual de inflação mais alta e juros em queda). Mesmo quem acertou com alguma precisão o cenário no início do ano (o que é, em alguma medida, nosso caso – vínhamos esperando valorização do dólar, fraqueza relativa das bolsas européias e queda dos juros no Brasil) teve dificuldades de transformar idéias em posições no mercado e gerenciá-las, num ambiente de poucas tendências definidas (no primeiro semestre) e alta volatilidade sem ruptura (no restante do ano). No saldo do ano, entregamos um retorno algo satisfatório para nossos cotistas, ainda que aquém do que desejaríamos e o que se esperaria considerando a volatilidade dos resultados.

Para o ano que se inicia (e, possivelmente, os subseqüentes), vemos três cenários mais prováveis:

- (i) **Continuação** (ou *muddle through*, para os anglófonos): Os bancos centrais e governos da Europa conseguem baixar a taxa de financiamento de alguns países (Itália, sobretudo) e garantir a dívida dos países que não teriam acesso ao mercado a preços que garantam a sustentabilidade do estoque (Grécia, Portugal). Os bancos são recapitalizados (possivelmente a preços sensivelmente menores do que os atuais) e calotes / quebras são evitados. Cenário implica no euro mais fraco e é compatível com algum crescimento das economias desenvolvidas e eventual expansão de múltiplos, sobretudo nos EUA. Possibilidade de políticas monetárias mais frouxas via corte de juros (onde isso ainda é possível) ou mais afrouxamento quantitativo. Devemos trabalhar com este cenário como base, até porque é impossível prever o *timing* de rupturas do tipo que vamos descrever abaixo.

- (ii) **Ruptura**: seja por corrida bancária, falta de consenso na Europa, calote voluntário de um país dentro (Grécia?) ou fora do euro (Hungria?), *hard landing* da China ou qualquer outro motivo, os mercados entram numa espiral similar a do segundo semestre de 2008. Paradoxal que pareça, este deveria ser um bom cenário para fundos como o nosso, já que devolveria os mercados à tendência baixista de longo prazo e levaria os preços a níveis extremos, que possibilitariam a entrada em diversas posições com ampla margem de segurança. Num primeiro momento, também deve implicar em dólar mais forte, juros de bons créditos em novas mínimas e grandes perdas para ações e *commodities*.

### Atribuição de Performance

<b>Juros</b>	<b>-1,65%</b>
Arbitragem	0,14%
Internacional	-0,28%
Pré-fixado	-0,09%
Inflação	0,01%
Cupom Cambial	-1,42%
<b>Moedas</b>	<b>-0,24%</b>
Dólar	-0,24%
Euro	0,00%
<b>Bolsa</b>	<b>-0,03%</b>
Offshore	0,01%
Local	-0,02%
<b>Opções</b>	<b>0,00%</b>
Juros	0,00%
Dólar	0,00%
<b>Relative Value</b>	<b>0,67%</b>
<b>Commodities</b>	<b>0,03%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,11%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>0,84%</b>
<b>Amundsen FIC</b>	<b>-0,49%</b>

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

- (iii) **“Repressão financeira”**: é uma variação do primeiro cenário, com a diferença que a inflação começa a acelerar no mundo desenvolvido e o problema do alto endividamento vai sendo resolvido com juros reais negativos e apropriação de senhoriagem. Cenário evidentemente destrutivo para renda fixa e que aumentaria significativamente o risco de ruptura; menos pior para ações e possivelmente positivo para *commodities*. Parece distante, mas não pode ser descartado.

Poderíamos atribuir probabilidades arbitrárias a cada um desses cenários e chegar a preços-alvos teóricos para as diversas classes de ativos, mas mais importante do que esse tipo de projeção é reconhecer a complexidade da conjuntura e os múltiplos possíveis desfechos. Como em 2011, acreditamos que terão grande valor liquidez, flexibilidade e atuação tática, fundamentada em níveis de preço. Opiniões de fundamentos devem ser mais úteis na construção de operações de valor relativo do que na definição de exposição direcional (pelo menos enquanto os mercados seguirem operando sem tendência clara de curto prazo). Nesse sentido, seguimos convictos de que estamos vivendo um mercado secularmente pessimista (com grandes riscos para a preservação de capital), que a Europa continental segue atrasada com relação aos EUA e o Reino Unido no ciclo de desalavancagem, que estamos num período de dólar forte ante a maioria das moedas do mundo e que a China, no atual momento do ciclo, representa mais uma ameaça do que uma bonança para os países que dependem do seu consumo de matérias primas (Brasil incluído, evidentemente). Esses temas continuarão sendo explorados no posicionamento do fundo ao longo do ano.

De um ponto de vista tático, os preços de mercado parecem ter iniciado 2012 embutindo as seguintes convicções (em ordem decrescente da força que percebemos em cada uma delas):

- Juros de um dia no mundo desenvolvido permanecem baixos por um longo período (pelo menos mais dois anos);
- As grandes corporações americanas seguem capazes de gerar lucros e atender as expectativas do mercado, mesmo em um ambiente de crescimento mais baixo. A temporada de lucros do último trimestre de 2011 não deve desapontar;
- A atuação dos bancos centrais é melhor e mais adequada do que a dos políticos. A substituição de Jean-Claude Trichet por Mario Draghi foi claramente positiva;
- O financiamento é farto, barato e, em alguns casos, de longo prazo;
- A China e suas corporações representam bom risco de crédito.

O primeiro desses paradigmas parece de fato oferecer pouco espaço para surpresas (até porque depende exclusivamente da vontade dos bancos centrais); acreditamos que, ao longo dos próximos meses, há espaço para que todos os demais sejam desafiados, com as conseqüências típicas de eventos que não estão embutidos nos preços de mercado. Novamente, prever o *timing* de rupturas é uma tarefa ingrata e que não cabe no nosso mandato, cabendo ao posicionamento do fundo evitar

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

operações que sejam diretamente impactadas por esse tipo de evento e reconhecer manifestações claras desses grandes temas.

Em Dezembro, o maior impacto na cota do fundo foi a posição de cupom cambial, que devolveu a maior parte dos ganhos do ano. Contribuíram positivamente as estratégias de valor relativo entre bolsas e arbitragem da curva de juros. Terminamos 2011 ganhando 13,26%, ou 114% do benchmark (CDI). Iniciamos 2012 com as seguintes posições no livro direcional:

- Long DXY – continuamos acreditando no tema de fortaleza do dólar americano, agora com a sinalização do euro entrando em tendência razoavelmente clara de baixa. Ainda assim, a posição técnica do short euro parece bastante esticada, e ocasionalmente tentaremos entrar na compra desta moeda para capturar eventuais correções táticas.
- Short bolsas européias (Euro Stoxx, IBEX e CAC) contra o S&P500 – o mesmo tema do ano passado, que ainda parece intacto. As companhias americanas parecem ter mais condições de entregar lucros do que suas contrapartes européias, e a desalavancagem do setor financeiro parece estar mais adiantada do lado de cá do Atlântico.
- Long inflação implícita no Brasil – montamos a posição no ano passado perto da mínima de 12 meses (ao redor de 5%); seguimos vendo assimetria na direção de mais inflação, ainda que parte significativa do movimento já tenha sido antecipada pelo mercado.
- Long NTN-B – acreditamos que o carregamento das NTN-Bs ao longo do ano seguirá superando o custo de oportunidade, com o seguro de proteção contra a inflação a um preço relativamente baixo. Ainda parece distante um cenário em que a inflação surpreende significativamente para baixo.
- Short Ibovespa / short dólar futuro – voltamos recentemente à posição que carregamos durante boa parte do primeiro semestre do ano passado; com a queda da volatilidade, acreditamos novamente haver oportunidade para capturar o carregamento da venda dos futuros, com relativa proteção da correlação entre os ativos.

### Histograma de Retornos

