

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM FEVEREIRO 2011

Seguimos nos surpreendendo com a sensação de resiliência que um ambiente com juros zero pode proporcionar nos ditos mercados 'de risco'. As correções no S&P500 têm sido curtas e relativamente suaves (desde agosto do ano passado não vemos um movimento de queda de mais de 5%), os mercados de dívida soberana nos países desenvolvidos parecem estar tabelados (qualquer movimento no mercado na direção 'indesejada' é atacado com injeções de dinheiro), a volatilidade é baixa e os agentes sentem-se encorajados a buscar mais risco, a preços com baixíssima margem de segurança. Os choques contrários a esse cenário 'goldilocks' são vistos como passageiros e de conseqüências limitadas às primeiras ordens, num sinal de como o inconsciente dos mercados embute uma noção que apelidamos de 'gravidade invertida': na dúvida, preços de ativos para cima. A natureza desse cenário, acreditamos, implicará em rupturas profundas e generalizadas, o que fornece a justificativa perfeita para o nosso setor de atividade, medido por desempenho relativo: é pecado maior perder um rali do que explicar uma perda de capital, desde que esta seja amplamente compartilhada entre os pares.

No plano concreto, como de costume, temos tentado explorar as assimetrias de risco / retorno que esse ambiente proporciona, com o cuidado adicional de evitar os ativos mais sujeitos à descontinuidades provocadas por manipulações dos governos – o que, como pode se imaginar, reduz significativamente o nosso espectro de atuação. As posições direcionais de médio / longo prazo têm se provado de difícil administração, de forma que nossa atuação tem sido na maior parte do tempo oportunista, muito reativa a intervalos de preços relativamente estreitos.

Em fevereiro, nosso excesso de retorno veio principalmente das posições em juros locais e cupom cambial. No primeiro caso, havíamos mantido a maior parte das posições que tínhamos em janeiro, e fomos beneficiados com a correção de cerca de metade do movimento de alta dos juros naquele mês. Durante o mês, encerramos as posições direcionais e passamos a atuar em função de movimentos de prazo mais curto e do formato da curva pré. No caso do cupom cambial, temos conseguido tanto operar a parte curta da curva taticamente, com base nos leilões de swap cambial do Banco Central, quanto manter uma posição tomada nos vencimentos mais longos, tendo em mente que o nível dos juros em dólares é historicamente baixo e os spreads do cupom local com relação às curvas americanas está artificialmente comprimido por conta dos hedges das captações externas.

No mercado de câmbio, a convicção de que o período de dólar fraco terminou tem nos custado. Ainda mantemos a opinião de médio / longo prazo, uma vez que o dólar (índice DXY) tem exibido um padrão de mínimas crescentes, mas a administração das posições no dia-a-dia não tem sido favorável. Temos tentado diversificar nossa exposição operando outros pares que não o dólar / real, já que, como mencionamos na carta passada, o mercado tem se mostrado muito favorável às posições de carregamento.

Atribuição de Performance

Juros	1,83%
Pré-Fixado	0,70%
Cupom Cambial	1,21%
Inflação	-0,08%
Moedas	-0,66%
Euro	-0,13%
Dólar	-0,48%
Outras Moedas	-0,05%
Bolsa	-0,23%
Local	-0,02%
Off-shore	-0,21%
Opções	-0,10%
Outros	0,07%
Custos	-0,19%
Carregamento	0,87%
Amundsen FIC	1,59%

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM FEVEREIRO 2011

Os mercados de ações do mundo desenvolvido operam com base nas premissas de que: (i) as companhias serão capazes de pelo menos manter os lucros em nível recorde durante os próximos anos; (ii) o dinheiro seguirá sendo barato e abundante e (iii) o sistema bancário está devidamente capitalizado. No curto prazo, valem as três e até alguma expectativa de expansão de múltiplos, já que ações são vistas como alternativa aos baixos retornos esperados dos outros instrumentos e ainda há muito dinheiro de fora do mercado; ao longo do tempo, consideramos muito alto o risco de pelo menos uma dessas premissas deixar de valer, o que pede uma grande dose de cautela. Enquanto valer a tal 'gravidade invertida', vamos evitar posicionamento direcional no S&P500 e nos concentraremos nas fraquezas relativas da bolsa brasileira e dos mercados europeus.

A história dos mercados é repleta de exemplos de tentativas de manipulação de preços, em diversas escalas: Hunt Brothers, Sumitomo, União Soviética, diversos regimes de câmbio fixo... Todos compartilham da mesma conclusão, algo óbvia e tautológica, mas que às vezes é esquecida: nenhum participante é maior do que o mercado. Tentamos nos lembrar dela sempre que os movimentos de preços parecem sugerir que há uma garantia de que os juros serão baixos por um período de tempo indefinido. Esta vez não é diferente.

Histograma de Retornos

