

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM JULHO 2011

“Um dos aspectos mais impressionantes da dívida na era moderna é que pouca, se alguma, atenção é prestada ao repagamento do principal. Ninguém paga suas dívidas. Elas são meramente roladas... e aumentadas.”

Howard Marks, da Oaktree Capital Management¹. Tradução livre.

Governos seguem dominando o noticiário e as apreensões dos investidores. Durante julho, todos os demais temas ficaram em segundo plano, seguindo, primeiro, mais respostas da União Européia à crise da dívida (que foi “resolvida” com uma injeção de dinheiro na Grécia equivalente a metade do PIB do país – guardemos essa proporção) e, posteriormente, o debate de tom quase anárquico quanto ao aumento do limite de endividamento do tesouro americano. Por aqui, a valorização do real atraiu mais uma rodada de regulação e repressão do mercado, desta vez significativamente mais aguda do que as anteriores e com conseqüências que ainda não estão claras e que discutiremos adiante.

No campo mais abstrato, nos chama a atenção o aumento na intensidade do ativismo estatal e, no caso da Europa, a necessidade de intervenções cada vez maiores para efeitos limitados nos mercados. Seguimos com grande convicção na fraqueza estrutural do continente e, como os mercados, conforme notado por Howard Marks na frase que escolhemos para abrir esta carta, não tem precificado a possibilidade quase nula de muitos dos países conseguirem pagar suas dívidas, sobretudo em moeda que não emitem diretamente. Acreditamos que a Europa irá se deparar, em breve, com a complexa escolha entre uma união fiscal quase irrestrita ou uma dissolução pelo menos parcial do arranjo vigente. O contraste com a situação americana nos parece evidente: como temos colocado, por lá o ciclo de desalavancagem parece bem mais adiantado, a dívida é emitida em moeda local e a percepção de crise atual é fruto de um impasse político que atende a alguns interesses, mas cuja resolução é relativamente simples e só pode apontar para uma direção. Seguimos confiando que esse valor relativo é dos grandes *trades* macro que irão se desenrolar nos próximos meses.

No Brasil, outro aspecto da intervenção governamental tem se manifestado com força: as conseqüências não previstas de se tentar controlar um sistema complexo. Uma medida que visava conter a especulação (sobretudo o *carry trade*), empacotada com um anunciado aumento da regulação e monitoramento dos riscos do mercado, teve efeitos importantes no mercado local de futuros, até então líquido e bastante transparente para padrões internacionais: o volume relevante de alguns instrumentos parece estar migrando para o mercado de balcão no exterior, onde,

Atribuição de Performance

Juros	-1,68%
Arbitragem	-0,03%
Internacional	-0,22%
Pré-fixado	-0,35%
Inflação	-0,06%
Cupom Cambial	-1,01%
Moedas	0,08%
Dólar	-0,12%
Euro	0,20%
Outras	0,00%
Bolsa	0,37%
Offshore	-0,14%
Local	0,51%
Opções	-0,02%
Juros	-0,02%
Dólar	0,00%
Relative Value	1,41%
Commodities	-0,03%
Custos	-0,14%
Carregamento	0,99%
Amundsen FIC	0,98%

¹ Texto completo (recomendável) em

http://www.oaktreecapital.com/MemoTree/Down%20to%20the%20Wire%202007_21_11.pdf

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

JULHO 2011

evidentemente, os órgãos reguladores brasileiros não têm competência. Além da consequência direta no mercado de câmbio, acreditamos que o crescente mal estar de investidores estrangeiros com o aumento da arbitrariedade na regulação tem tido efeitos relevantes nos demais mercados, como, o aumento nos prêmios na parte longa da curva de juros e menos apetite por investimento em ativos denominados em reais. Cabe aqui uma evidência anedótica, também ligada a outros fatores, mas que ilustra bem a falta de interesse global pelo país: o retorno do Ibovespa no ano (em euros) é pior do que o do principal índice de ações da Grécia.

Os mercados, em sua maioria, continuam exibindo as mesmas características dos meses anteriores: alta volatilidade dentro de um intervalo de preços relativamente bem definido, poucas tendências de médio/longo prazo sendo seguidas (exceções têm sido o ouro e o franco suíço – algum temor quanto ao futuro do sistema de moeda fiduciária tem sido constante) e muita sensibilidade às ações dos governos. Os gestores de ativos, com poucas exceções, têm a impressão de estarem num cassino: os únicos ganhos possíveis são os rapidamente realizados, já que, caso se permaneça na mesa por mais tempo, as chances viesadas a favor da banca passam a preponderar e o lucro é entregue. Nesse ambiente, como temos destacado, encontramos pouco espaço para posições direcionais (à exceção de alguns movimentos táticos) e mais conforto nas operações de valor relativo. Seguindo o racional descrito acima, continuamos com posições em índices de ações vendidas no mercado europeu (Euro Stoxx, França, Espanha) contra compras no Ibovespa e no S&P500. Seguimos fora do mercado de juros, ainda que, durante julho, tenhamos nos arrependido por não voltar às posições compradas na inflação local. No câmbio, ainda vemos espaço para o carregamento do EURBRL e acreditamos que o dólar (DXY) está perto de um rali de curto prazo, acreditando na premissa de que um fundo está sendo feito e que quase todo o desgaste da discussão política tem sido refletido na moeda, com o preço dos títulos praticamente tabelado pela possibilidade de novas ações do Fed e o suporte oferecido às ações por mais uma temporada de divulgação de lucros amplamente satisfatória.

Os destaques positivos no mês foram os livros de valor relativo (entre índices de ações e a venda de Ibovespa contra venda de dólar futuro), ações (short no Ibovespa na maior parte do tempo) e câmbio (venda do euro contra o real). O livro de juros entregou parte desses ganhos, sobretudo nas posições tomadas em cupom cambial e no pré curto.

Histograma de Retornos

