

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

JUNHO 2011

Em junho, os mercados confirmaram sua vocação atual de destruir convicções – ou pelo menos torná-las impossíveis de serem exercidas por mais de poucos dias. Praticamente todas as classes de ativos tiveram retornos negativos no mês, ou seja, apenas posições de natureza tática ou de valor relativo ofereceram um desempenho satisfatório ao longo desse período. Na carta do mês passado, já havíamos listado nossas queixas quanto à natureza recente dos movimentos de preços; desta vez, vamos poupar o cotista de lamentações e nos limitaremos a expor nossas convicções mais recentes e atualizar as antigas.

Acreditamos que a Europa continental ainda está atrasada no processo de desalavancagem e limpeza do balanço de bancos, pelo menos com relação aos Estados Unidos. Vemos baixíssima possibilidade de sucesso na tentativa de resolver a questão das dívidas soberanas com a combinação vigente de extensão de prazos, arrocho fiscal e premissas irrealistas de crescimento futuro do PIB (parece-nos impossível restaurar alguma competitividade nas economias periféricas sem uma desvalorização no câmbio). Por mais que seja possível acreditar em um cenário de alguma consolidação fiscal da União Européia, muitos países seguirão adicionando dívida (na impossibilidade de gerar superávits fiscais) a estoques já altos. Para o caso mais evidente, o da Grécia, a agência de *rating* Egan-Jones estima, para os próximos dois anos, déficits nominais anuais de cerca de 30 bilhões de euros, que, muito provavelmente, não contarão com financiamento voluntário no mercado. Como a Egan-Jones, acreditamos que a Grécia não escapará de uma reestruturação de dívida, e, sabendo que o tema não é isolado, prevemos um período de problemas para diversos dos créditos mais frágeis.

Nada disso é novidade: o parágrafo acima poderia ter sido escrito em qualquer momento dos últimos meses, e a tentativa de antecipar um “dia do reconhecimento” comprometeu o desempenho do fundo em diversas ocasiões. Tendo em vista esse aprendizado, temos nos concentrado em agir reativamente a sinais dos mercados e buscar oportunidades de valor relativo, sem exposição direcional. Atualmente, as posições em que vemos mais potencial são vendidas em índices de ações na Europa (Euro Stoxx 50 e IBEX) contra compras de S&P500. Acreditamos que a bolsa espanhola, com grande peso de bancos e seguradoras (aproximadamente 1/3 do índice) e exposição à economia grande mais frágil do continente é o melhor instrumento para capturar os temas descritos acima. Além do racional macro, acreditamos que o ponto de entrada (em um nível onde o rendimento acumulado no ano dos dois índices era praticamente igual) é bastante bom, taticamente.

Temos também explorado oportunidades de carregamento que ofereçam alguma proteção em caso de movimentos fortes do mercado: voltamos à posição vendida em índice futuro contra venda de dólar futuro e vendemos o euro contra o real a EUR 2.26 / BRL (tanto pelo *carry* quanto por acreditar que o mercado voltará ao suporte de EUR 2.20 / BRL).

Atribuição de Performance

Juros	-0,27%
Arbitragem	0,08%
Internacional	-0,03%
Pré-fixado	-0,05%
Inflação	-0,12%
Cupom Cambial	-0,15%
Moedas	-0,26%
Dólar	-0,28%
Euro	0,04%
Outras	-0,02%
Bolsa	0,33%
Offshore	0,31%
Local	0,02%
Opções	-0,08%
Juros	-0,03%
Dólar	-0,05%
Relative Value	0,62%
Commodities	0,02%
Custos	-0,18%
Carregamento	0,96%
Amundsen FIC	1,16%

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

JUNHO 2011

Nos temas de médio / longo prazo em que acreditamos (dólar forte no mundo, queda nos juros longos brasileiros), não vemos sinais de confirmação do mercado que justifiquem posições direcionais. Acreditamos haver algum valor relativo na Bovespa após a forte queda do primeiro semestre, mas tanto o sentimento do mercado quanto o *momentum* parecem indicar que ainda há espaço para mais correções. No geral, acreditamos que os preços de ativos seguem em um equilíbrio entre fundamentos macro frágeis e grande ativismo dos governos: é difícil virar para o campo otimista enquanto os preços não refletirem melhor os fundamentos e fluxos de caixa, e é de se esperar mais manipulação enquanto as manifestações de crise forem relativamente pontuais. Em algum momento, como tem provado a história, os mercados se provarão maiores do que qualquer agente e os governos serão derrotados; preservar capital e entregar um retorno consistente para nossos clientes nesse cenário desafiador são as tarefas pelas quais somos remunerados e que nos esforçaremos para cumprir.

Histograma de Retornos

