

## CARTA DO GESTOR

### FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

### MAIO 2011

Procura-se: convicções. Mais do que isso, procura-se convicções que não sejam negadas pelos movimentos de preços a cada mês (ou a cada semana, ou mesmo dias, em alguns casos). Das conversas entre nossa equipe de gestão e com outros colegas do mercado, as queixas são recorrentes e justificadas: poucos ativos são atrativos; os movimentos de mercado são erráticos e poucas vezes têm a ver com fundamentos; nenhuma estratégia (*buy & hold*, *momentum*, regressão à média, etc) parece funcionar por mais de poucos dias. O reflexo de tanta confusão está sendo sentido no desempenho dos fundos: temos visto gestores de grande reputação, tanto no Brasil quanto no exterior, com grandes dificuldades em oferecer retorno para seus cotistas (vide o rali nos títulos que seguiu a emblemática saída da PIMCO de suas posições em dívida soberana americana e as perdas de fundos como Tudor, Paulson e Renaissance em maio). No caso do mercado local, a dura constatação para gestores de dinheiro é que, em 2011, por enquanto, aplicações em CDI e equivalentes ofereceram de longe a melhor combinação entre risco e retorno. Convencer o cliente a abandonar esse conforto (ou pelo menos não migrar para ele) tem sido o inglório desafio da indústria.

Lamentações à parte, o cenário desenhado no mês que passou parece bastante desafiador para as teses de investimento usadas pela maior parte do mercado. A divergência entre o comportamento dos juros americanos e ações / commodities dá mostras de estar se resolvendo de forma a confirmar o movimento dos juros (com as taxas seguindo em queda e commodities e ações indo contra a tendência de alta anterior), mas as implicações desse cenário ainda não são totalmente refletidas nos preços. O que os dados econômicos devem indicar nos próximos meses é uma recuperação da economia global em ritmo mais lento do que se esperava, por diversos motivos: relativo aperto monetário em algumas economias (sobretudo emergentes), dificuldades de outras em gerar estímulos para crescimento com políticas monetárias frouxas e pouco espaço para aumento de gastos do governo, persistência de preços de commodities elevados por relativamente bastante tempo e, claro, um problema de dívidas soberanas impossíveis de serem pagas que sequer começou a ser atacado apropriadamente. Dados econômicos fracos só têm sido benéficos para os mercados na medida em que, cnicamente, levam a uma expectativa por mais estímulo monetário vindo do Fed e mais enfraquecimento do dólar; se esse estímulo não vem ou passa, na margem, a fazer pouco efeito, há uma mudança importante de paradigma que deve levar a algumas mudanças de patamar nos preços de ativos.

O principal motivo pelo qual essas mudanças têm demorado a acontecer é, em nossa opinião, a presença no mercado de agentes que operam em grandes volumes e com baixa sensibilidade a preços ou retornos sobre o investimento. Isso vale principalmente para bancos centrais, mas também para fundos soberanos, ETFs e outros investidores indexados. Por sua natureza e tamanho, esses participantes demoram a capitular, mas as conseqüências quando isso ocorre são profundas<sup>1</sup>. Na prática: acreditamos que a manipulação dos preços da dívida de diversos países (sobretudo dos EUA) tem afetado de forma decisiva os mercados de moedas (daí a fraqueza do dólar, refletindo o que deveria ser, em parte, maiores juros nas Treasuries), ações e commodities.

<sup>1</sup> Sobre o mesmo tema, em outro contexto, uma leitura interessante é *The Black-Swan of Cairo*, de Nassim Taleb e Mark Blyth – disponível em <http://jameshinn.net/wp-content/uploads/2011/04/The-Black-Swan-of-Cairo.pdf>. Já discutimos manipulações de preços e a influência do Fed nos mercados em cartas anteriores, como as de fev/2011 e out/2010, disponíveis em nosso website.

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

Como é praticamente impossível prever o timing dessas capitulações, nossa preocupação tem sido evitar exposição em ativos mais facilmente manipuláveis (o que nos impede de montar posições vendidas nas Treasuries e, indiretamente, diminui o apetite por compra de dólar para o médio / longo prazo) e tentar identificar oportunidades de valor relativo ou que, como de costume, ofereçam uma assimetria clara de risco / retorno. Ainda assim, em alguns momentos o movimento de preços nos leva a acreditar em algumas mudanças de tendência que acabam não se concretizando, e isso tem nos custado.

Em maio o retorno negativo do fundo deveu-se à queda no cupom cambial longo (onde mantemos posições tomadas) e ao livro de câmbio. Compensaram parte das perdas posições de juros locais, índices de ações e valor relativo. Ao longo do mês, zeramos as posições compradas em inflação implícita e em DBA (índice de commodities agrícolas); as posições de relative value entre índices de ações foram mantidas (long S&P500 x short IBEX e EuroStoxx) e montamos novas posições vendidas no S&P500 e no valor relativo short Ibov Futuro – short USD/BRL futuro.

### Atribuição de Performance

<b>Juros</b>	<b>-1,04%</b>
Cupom Cambial	-1,08%
Pré-Fixado	0,08%
Internacional	0,01%
Arbitragem	0,06%
Pré-Direcional	-0,05%
Inflação	-0,06%
<b>Moedas</b>	<b>-0,97%</b>
Euro	-0,16%
Dólar	-0,79%
Outras	-0,02%
<b>Bolsa</b>	<b>0,19%</b>
Local	0,44%
Off-shore	-0,25%
<b>Opções</b>	<b>-0,14%</b>
Juros	0,01%
Dólar	-0,15%
<b>Commodities</b>	<b>-0,08%</b>
<b>Relative Value</b>	<b>0,06%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,19%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>1,00%</b>
<b>Amundsen FIC</b>	<b>-1,17%</b>

### Histograma de Retornos

