

## CARTA DO GESTOR

### FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

### MARÇO 2011

Se ainda precisávamos de testes para provar o nível de fortaleza (ou complacência) dos mercados, o mês que passou proporcionou um dos grandes: o mundo assistiu a um dos maiores terremotos da história, seguido da possibilidade de um acidente nuclear a poucas centenas de quilômetros da capital da terceira maior economia do mundo; ao mesmo tempo, há uma guerra civil em um grande produtor de petróleo e o preço do barril firmou-se, pela primeira vez desde 2008, acima de US\$ 100 (WTI). Com esse cenário de fundo, o S&P500 fechou o mês praticamente estável (0,1% de queda) e o VIX caiu 0,61 pontos, firme abaixo de 20. *Bull markets climb a wall of worry*, é o velho aforismo; o muro de março foi bem alto, e foi superado com relativa facilidade. Os ursos do mercado de ações devem continuar em hibernação.

Para nós, talvez mais espantosa do que a resiliência das bolsas e a manutenção da volatilidade em níveis historicamente baixos foi a fraqueza do dólar americano. Temos repetido que uma das nossas maiores convicções de médio / longo prazo é o fim do *bear market* que foi de meados de 2001 até a metade de 2008 para o DXY. Ainda que o comportamento do mercado não tenha nos convencido do contrário, tampouco uma nova tendência se estabeleceu. Talvez estejamos assistindo ao início do que o professor Barry Eichengreen<sup>1</sup> tem chamado de “sistema tripolar de reservas internacionais”, organizado ao redor do dólar, do euro e do yuan; ainda assim, caso o mundo de fato entre nesse arranjo, a divisa a ser valorizada é o yuan, e não a moeda da zona do euro, cuja lista de problemas a serem resolvidos ainda parece muito atrasada com relação aos EUA. O mercado, entretanto, tem se alimentado de *carry trades*, e, nesse sentido, juros em euro maiores, na margem, em 0,25% ao ano parecem melhores aplicações (ou piores *fundings*), e as considerações de qualidade tem ficado de lado.

Nos mercados locais, os maiores destaques têm sido mais uma rodada de valorização do real, aparentemente sancionada pelo governo (alguns fogos de artifício à parte) e uma grande confusão quanto ao nível dos juros e o formato da curva local. Quanto ao câmbio, seguimos considerando as posições vendidas em BRL de grande assimetria, já que mais uma das clássicas crises de financiamento externo no país parece estar se desenhando (balança comercial deficitária, câmbio supervalorizado, empresas captando em moeda estrangeira, confiança na abundância permanente de financiamento externo). Entretanto, tem sido impossível lutar contra o fluxo movido pelo diferencial de juros e tentar acertar o fundo. No caso dos juros, nossa única clareza é que os níveis atuais representam um equilíbrio muito instável, que deve ser rompido nos próximos meses: ou o Banco Central prova-se correto, a inflação cai e o mercado passará a precificar o próximo ciclo de corte nos juros; ou a inflação acelera e a necessidade de um choque de juros se mostrará evidente. Nossa opinião vinha pendendo para a primeira hipótese, mas reconhecemos que o passar do tempo aumentou significativamente a possibilidade de estarmos errados. O fundo tem trabalhado sem posições nesse mercado na maior parte do tempo.

#### Atribuição de Performance

<b>Juros</b>	<b>0,10%</b>
Pré-Fixado	-0,43%
Cupom Cambial	0,38%
Inflação	0,15%
<b>Moedas</b>	<b>-0,86%</b>
Euro	-0,11%
Dólar	-0,29%
Outras Moedas	-0,46%
<b>Bolsa</b>	<b>-0,25%</b>
Local	-0,30%
Off-shore	0,05%
<b>Relative Value</b>	<b>0,48%</b>
<b>Opções</b>	<b>-0,10%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,12%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>0,91%</b>
<b>Amundsen FIC</b>	<b>0,15%</b>

<sup>1</sup> Ver, por exemplo, *The Bear of Bretton Woods* (<http://www.project-syndicate.org/commentary/eichengreen29/English>)

# CARTA DO GESTOR

## FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

### MARÇO 2011

No momento, nossa posição de maior convicção é a venda dos títulos de dez anos do tesouro americano. Ainda que a idéia seja bastante popular (e, por consequência, maiores as chances de um *overcrowding*), concordamos com a idéia de que o *bull market* secular chegou ao fim, e que o nível de equilíbrio das taxas, dada a piora significativa do crédito soberano dos EUA, é significativamente mais alto. Além disso, a recuperação da economia e a sustentação dos índices de ações em patamares relativamente altos diminuem a probabilidade de mais uma rodada de compras pelo Fed e compressão artificial das taxas.

Em março as principais contribuições positivas para a cota vieram dos livros de cupom cambial e relative value (vendido em Ibovespa / dólar futuro e vendido em Euro Stoxx contra o S&P500). As estratégias de câmbio (compradas em dólar, sobretudo), juros pré e bolsa local comprometeram o desempenho do fundo.

### Histograma de Retornos

