

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM NOVEMBRO 2011

O cenário que descrevemos em nossa última carta segue se desenrolando de maneira bastante similar ao que prevíamos: continuação das tendências de deterioração dos mercados, com muita volatilidade e intervenção dos governos. A “novidade” de Novembro foi uma grande piora na percepção de risco da dívida soberana da Itália, emissora do terceiro maior estoque de dívida do mundo. Se antes era possível “acalmar” os mercados com ações localizadas e isolando o refinanciamento da dívida de alguns países periféricos do mercado, a nova situação pediu um esforço adicional de coordenação e maiores volumes de intervenção. Novamente, esse é o *script* que esperávamos: as medidas parecem cada vez mais desesperadas, e, uma vez esgotadas (considerando que nenhuma delas resolverá o problema de falta de fluxos de caixa futuros), vão levar a um grande ajuste na precificação de risco pelo mercado. E, quase desnecessário dizer: a assimetria de risco / retorno que percebemos ainda parece bastante favorável para posições pessimistas, ainda que, como vínhamos alertando, o pessimismo que vai tomando conta dos *players* de mercado faz com que os ralis contra a tendência de longo prazo sejam cada vez mais abruptos e maiores.

Nos próximos meses, acreditamos que veremos novas tentativas de estímulo monetário mundo afora, com a consolidação de um crescimento global menor do que se esperava no início deste ano. O dinheiro barato pode servir como estímulo para mais alguns ralis de curto prazo, mas acreditamos que, por ora, tanto esse cenário já está relativamente precificado (com a correção das últimas duas semanas) quanto a eficiência marginal desse tipo de medida é cada vez menor. No Brasil, vemos com grande preocupação a tentativa do governo de manter certo nível de crescimento do PIB contra a tendência mundial, lançando mão, para isso, tanto de estímulos monetários quanto fiscais. Nesse sentido, nos surpreende o mercado precificar a inflação futura nos níveis mais baixos em um ano: faz algum sentido esperar a influência deflacionista de um mundo rodando bastante abaixo do potencial; por outro lado, estamos partindo de níveis altos de inflação inicial e indexação.

O posicionamento no fundo segue, em larga medida, inalterado. Continuamos carregando posições vendidas em alguns índices europeus (IBEX, CAC, Euro Stoxx) contra o S&P500, e seguimos com viés comprador no dólar (índice DXY e contra o euro; menos convicção contra o real), tentando, neste caso, operar de maneira tática. Também mantivemos as posições tomadas em cupom cambial longo. Durante o mês, essas estratégias geraram os retornos positivos do fundo, assim como posições doadas no pré curto e tomadas no juro de dez anos da Alemanha cujos lucros já foram realizados.

A sazonalidade e as intervenções de governo apontam para o risco de uma melhora significativa nos mercados durante Dezembro. Nossa principal tarefa será administrar nossas posições pessimistas de forma a não comprometer os ganhos do ano. Acreditamos que 2012 muito provavelmente começará com um cenário para investimentos ainda mais desafiador do que 2011.

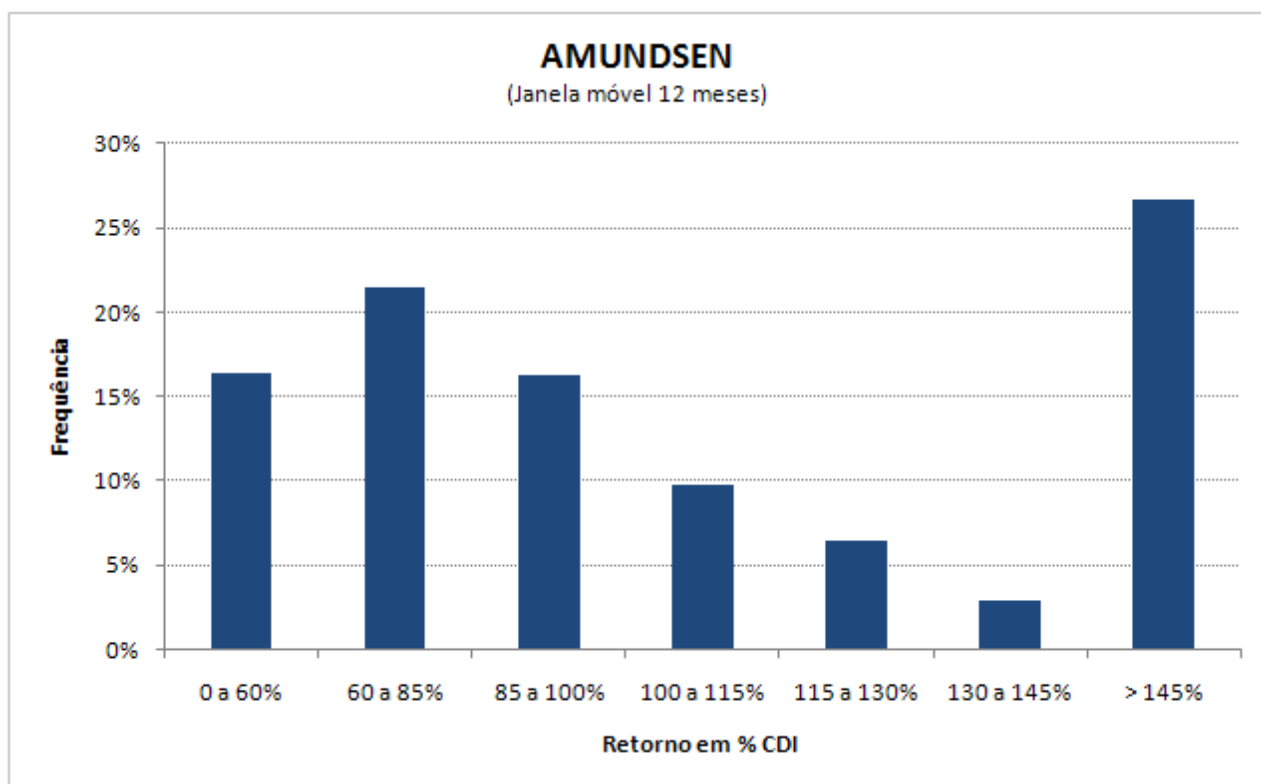
Atribuição de Performance

Juros	1,55%
Arbitragem	0,02%
Internacional	0,23%
Pré-fixado	0,39%
Inflação	-0,19%
Cupom Cambial	1,10%
Moedas	1,56%
Dólar	1,56%
Euro	0,00%
Bolsa	-0,29%
Offshore	-0,06%
Local	-0,22%
Opções	0,00%
Juros	0,00%
Dólar	0,00%
Relative Value	0,54%
Commodities	-0,01%
Custos	-0,29%
Carregamento	0,82%
Amundsen FIC	3,88%

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM NOVEMBRO 2011

Parafraçando o investidor J. Kyle Bass¹, também estamos um pouco cansados de nos preocupar com os mercados e gostaríamos de voltar a investir de forma construtiva; entretanto, preços que refletem de forma apurada os riscos e ofereçam alguma margem de segurança ainda estão distantes na maioria dos mercados. Até esse ponto, seguiremos nos preocupando.

Histograma de Retornos



¹ Última carta da Hayman Capital Management, pode ser acessada em <http://www.scribd.com/doc/74335711/Hayman-Nov2011>