

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM OUTUBRO 2011

Guardadas as devidas proporções, assim como até hoje não é claro o que causou o *crash* do mercado em 1929 ou a segunda-feira negra de 1987, ficaremos por algum tempo buscando uma explicação cartesiana para o que causou, em Outubro, um dos maiores ralis da história para o período (um mês). Na carta do mês passado, mencionamos o risco do posicionamento extremo do mercado para o pessimismo. Ainda assim, nos surpreenderam a força e duração da correção contra a tendência de longo prazo, e isso está refletido, em alguma medida, no desempenho do fundo - ainda pior do que esperaríamos tendo em vista o cenário, já que algumas posições que costumam servir como *hedge* para essas situações, como a compra de inflação implícita brasileira, pouco ajudaram nas últimas semanas.

No campo dos fundamentos, por trás da pirotecnia dos governos, pouca coisa parece ter mudado. O mundo parece caminhar para mais um período de crescimento abaixo do potencial (ou de potencial menor do que se acreditava, e o efeito prático é o mesmo), o dinheiro deve seguir barato e os problemas mais agudos de fluxo de caixa seguem sem uma resolução definitiva, ou pelo menos convincente por algum tempo. Também segue intacta a manipulação, direta ou indireta, de diversos preços de mercado (sobretudo do crédito soberano), o que faz com que a precificação de riscos permaneça distorcida. Se isso é fácil de ser identificado, a administração de posições tem se mostrado bastante problemática: as intervenções, ainda que não afetem os fundamentos, podem levar a reações violentas nos preços; e o aumento da volatilidade faz com que seja praticamente inviável comprar opcionalidade com boa assimetria de resultado. No fim do jogo, o que importa são os fluxos de caixa; durante, a marcação a mercado faz parte do nosso mandato e pode ser decisiva.

Uma mudança que nos soa significativa e foi relativamente pouco discutida é a troca do comando do Banco Central Europeu. Jean-Claude Trichet nos parece ter sido o último de uma geração de banqueiros centrais ortodoxos, preocupados, sobretudo, com a inflação e o poder de compra da moeda. Para seu lugar chegou um economista formado nos EUA, com passagem pela Goldman Sachs e aura de homem prático: na primeira reunião sob seu comando, o BCE cortou, de surpresa, os juros, e o novo discurso assemelha-se muito ao plano de vôo do helicóptero de Ben Bernanke. Acreditamos que aumentou significativamente a probabilidade do BCE intensificar as compras de dívida europeia e, posteriormente, monetizá-la. Isso provavelmente levaria a um euro mais fraco, posição que, infelizmente, compartilhamos com boa parte do mercado. De qualquer maneira, a viabilidade da União Europeia depende ou de uma moeda significativamente mais fraca ou de uma ruptura, sendo que em ambos os cenários é difícil acreditar em uma moeda mais forte.

No geral, nosso diagnóstico pessimista segue inalterado, assim como acreditamos que as principais assimetrias de risco (enfraquecimento da economia chinesa, problemas “inesperados” em algum grande banco europeu, volatilidade na inflação, etc) levariam a mais deterioração nos mercados. Como a ação dos

Atribuição de Performance

Juros	-0,51%
Arbitragem	-0,11%
Internacional	-0,37%
Pré-fixado	-0,17%
Inflação	-0,03%
Cupom Cambial	0,17%
Moedas	-0,79%
Dólar	0,79%
Euro	0,00%
Bolsa	-1,04%
Offshore	-0,56%
Local	-0,48%
Opções	-0,05%
Juros	-0,05%
Dólar	0,00%
Relative Value	0,18%
Commodities	0,01%
Custos	-0,10%
Carregamento	0,81%
Amundsen FIC	-1,49%

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM OUTUBRO 2011

governos tem visado empurrar esses e outros problemas para o futuro, os preços devem seguir refletindo o confronto dessa postura com os desequilíbrios acumulados ao longo de décadas. Até o esgotamento das alternativas (passando por medidas notadamente desesperadas), o resultado deve ser muita volatilidade e prosseguimento nas tendências pessimistas de longo prazo delineadas no terceiro trimestre deste ano.

Histograma de Retornos

