

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM SETEMBRO 2011

Em grande medida, os temas descritos em nossa carta de Agosto seguem dominando os mercados, com a diferença fundamental que, durante Setembro, o pessimismo se espalhou a ponto de fazer com que diversos *trades* que visam capturar uma deterioração mais profunda na situação da Europa (posições vendidas no euro e nos índices de ações, compradas em renda fixa de alta qualidade e volatilidade) tenham se tornado exageradamente populares (*crowded*), levando a uma situação paradoxal: nossa convicção no cenário em que acreditávamos é maior (na medida em que é confirmada pelo mercado), mas o posicionamento passa a ficar perigoso - como vimos já no início de Outubro, bastam rumores de uma atuação mais incisiva dos governos para que grandes ralis contrários à tendência pessimista sejam iniciados. Isso nos levou a reduzir ou zerar a maior parte de nossas posições, aguardando pontos de entrada com maior margem de segurança.

É raro que um dia passe, tanto no Brasil quanto no resto do mundo, sem declarações grandiloquentes e carregadas de ilusão de controle vinda dos políticos e banqueiros centrais. Como temos destacado, estamos em tempos de grandes intervenções e supressão dos mercados. Na maior parte dos casos, as intervenções tentam contornar os problemas fundamentais sem atacá-los diretamente, gerando desequilíbrios e conseqüências inadvertidas. Tomemos o caso emblemático, já citado por nós, do banco central suíço, que se colocou na situação de trocar euros por francos suíços sem restrição de volume a uma taxa máxima: a fixação do câmbio gera um aumento significativo na base monetária, que pode desencadear um aumento na inflação (cujo combate via taxa de juros provocaria uma nova rodada de dinheiro querendo entrar no país) provavelmente não tolerado pelos eleitores, habituados a anos de estabilidade no poder de compra da moeda. Como os tempos demandam baixíssima preocupação com o futuro, segue-se alimentando desequilíbrios desse tipo em troca de uma frágil “estabilidade” no presente. Exemplos como este existem aos montes, da Argentina ao Vietnã.

Atribuição de Performance

Na Europa Ocidental, parece claro que, com mais ou menos convulsões e talvez a um nível de preços mais baixo, a capitalização dos bancos será feita com dinheiro público - não há dinheiro privado voluntário, e as hipóteses de liquidação ou estatização parecem descartadas. A resolução do problema dos bancos levará, com pouca dúvida, a mais endividamento soberano. No fim das contas, os membros do euro terão que optar por um ajuste nominal extremamente prejudicial ao crescimento ou por voltarem a suas moedas nacionais. Outras possibilidades seriam uma desvalorização coordenada do euro (num acordo multilateral *à la* Plaza de 1985 para depreciar o dólar americano) ou uma completa integração fiscal - ambas dependentes de complicados e impopulares arranjos políticos, que, caso aconteçam, provavelmente serão precedidos de muito tumulto nos mercados.

O Brasil tem outros problemas, mas, à sua maneira, não foge do padrão de intervenções que não os atacam indiretamente. O caso mais salutar é o da inflação: desindexação ou choques de juros estão fora das possibilidades; como substitutos, entram algum ajuste fiscal e a expectativa de uma desaceleração na atividade: a

| | |
|-----------------------|---------------|
| Juros | -0,32% |
| Arbitragem | 0,14% |
| Internacional | 0,21% |
| Pré-fixado | 0,33% |
| Inflação | -0,45% |
| Cupom Cambial | -0,54% |
| Moedas | 3,40% |
| Dólar | 3,40% |
| Euro | 0,00% |
| Bolsa | 1,15% |
| Offshore | 0,81% |
| Local | 0,33% |
| Opções | 0,03% |
| Juros | 0,03% |
| Dólar | 0,00% |
| Relative Value | -0,68% |
| Commodities | 0,05% |
| Custos | -0,40% |
| Carregamento | 0,92% |
| Amundsen FIC | 4,15% |

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

SETEMBRO 2011

esperança venceu a prudência, para usar uma retórica que é cara ao governo. Seguimos acreditando nas posições compradas em inflação e inclinação, levando em conta que muito provavelmente os juros curtos ficarão por algum tempo abaixo de uma hipotética taxa de equilíbrio e que a assimetria para a inflação ainda parece na direção de surpresas negativas.

No mês passado, nossos maiores ganhos vieram das posições compradas no dólar americano (tanto contra o BRL quanto via DXY), vendidas em índices de ações e compradas na inclinação da curva pré. Contribuíram negativamente a posição tomada em cupom cambial e os valores relativos de índices de ações (vendidos na Europa / comprados nos EUA e no Brasil). Seguimos operando com um viés pessimista, embora com posições menores por conta dos riscos de intervenção e de posicionamento descritos acima.

Histograma de Retornos

