

## CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL NANSEN FIC FIM AGOSTO 2011

O Nansen teve, em agosto, seu pior desempenho no ano (59% do CDI). O retorno foi prejudicado, sobretudo, por dois posicionamentos: (i) a venda do EURBRL, acreditando que a combinação de carry e fraqueza estrutural relativa do euro seguiriam proporcionando retornos e (ii) na última semana do mês, a visão de que o Copom só cortaria os juros caso a inflação mostrasse arrefecimento e houvesse uma piora adicional nos mercados, expressa em uma posição de valor relativo short Ibovespa / tomado nos juros curtos. Porém, o que mais nos custou foi a exposição em *duration* que não tínhamos.

Há um mês achávamos bastante improváveis tanto uma queda significativa nos juros curtos (não antes da inflação dar mostras de fraqueza ou de medidas atacando a indexação da economia) quanto uma mudança de formato na curva (que deveria operar com juros curtos acima do equilíbrio enquanto a inflação não começasse a convergir para a meta). Com o lance ousado do banco central, estamos agora em uma situação em que as mínimas da curva de juros (i.e. quanto o mercado precifica no ciclo de cortes) parecem abaixo de qualquer estimativa já feita para a chamada taxa real de juros “neutra” enquanto a inflação permanecer alta. Vemos três implicações imediatas desse cenário: primeiro, o carregamento de títulos indexados deve permanecer positivo por bastante tempo, considerando a rigidez da inflação e a Selic futura mais baixa; segundo, a ortodoxia predominante no mercado pode implicar em uma percepção de mais riscos para a inflação futura, com conseqüente alta na inflação implícita nas curvas e; terceiro, a inclinação positiva da curva de pré deve ser persistente, ao menos até o próximo passo na convergência, que, acreditamos, só virá com medidas de desindexação ou um choque externo deflacionário.

Os livros de juros devem operar com essas premissas, voltando a posições compradas em NTN-B, inflação implícita e inclinação da curva pré. No cenário macro, seguimos acreditando na continuação da deterioração da Europa (ver a carta deste mês do Amundsen) e em um ambiente de alta volatilidade e redução de risco / desalavancagem.

### Atribuição de Performance

<b>Moedas</b>	<b>-0,11%</b>
Dólar	0,00%
Euro	-0,11%
<b>Juros</b>	<b>0,03%</b>
Cupom Cambial	0,09%
Pré-Arbitragem	-0,06%
Inflação	0,00%
<b>Relative Value</b>	<b>-0,25%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,11%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>1,08%</b>
<b>Nansen FIC</b>	<b>0,64%</b>

# CARTA DO GESTOR

## FRAM CAPITAL NANSEN FIC FIM

### AGOSTO 2011

#### Histograma de Retornos

