

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL NANSEN FIC FIM DEZEMBRO 2010

Acreditamos que os dois principais temas para a renda fixa local em 2011 serão a inflação (ou, melhor colocado, a distância entre a inflação observada e a precificada pelo mercado) e a mudança de formato da curva de juros pré. Em menor grau, mas não menos importante (apenas por ser um tema de prazo mais longo), está a convergência dos juros locais brasileiros para níveis condizentes com o ambiente mundial de juros baixos e a qualidade do crédito do país.

Um dos consensos mais amplos nas projeções de analistas e gestores para 2011 é que a inflação no Brasil seguirá alta. A consequência disso é que os níveis de inflação implícita ao longo da curva já são bastante elevados e que a assimetria de ganho tanto nesse tipo de operação quanto no pré seco está no posicionamento para uma inflação que contrarie esse consenso, ou seja, mais baixa.

Essa visão amplamente pessimista do mercado com relação à inflação tem dominado o mercado de taxa de juros futuros. A curva local já precifica uma alta na Selic de mais de 200 *basis points* ao longo de 2011, e não vê inversão da curva até o meio do próximo ano. Acreditamos que o Copom não tentará substituir altas de juros pelas chamadas “medidas macro-prudenciais”, e que o tempo joga a favor de uma inflação mais baixa (tornando mais provável uma correção importante nos preços de commodities agrícolas e a concretização de um cenário que não é compatível com o otimismo do mercado com os preços de ativos). Dessa forma, acreditamos que a curva pré passará a trabalhar totalmente invertida ainda neste ano. Pelos mesmos motivos, vemos grande valor em posições doadas no setor de 18 a 24 meses da curva – consideramos a taxa *forward* jan. 12 – jul. 12 próxima a 13% uma boa oportunidade de abrir posições doadas.

Como já dissemos em cartas anteriores, a combinação de carregamento mais caro e inflação em queda nos faz gostar menos de posições em NTN-B. Nos últimos três anos, o IMA-B gerou um excesso de retorno de cerca de 11% contra o IRF-M e de quase 20% contra o CDI. Também por um critério de regressão à média, a capacidade do carregamento de NTN-B seguir gerando alfa deve se reduzir ao longo do tempo. Para os juros nominais longos, o racional segue intacto: seguimos acreditando em uma tendência secular de queda e, partindo dos níveis de inflação implícita atuais mais os motivos descritos acima, acreditamos que, nos próximos meses, as posições em pré serão uma melhor opção do que as NTN-Bs.

Atribuição de Performance

Moedas	-0,09%
Cupom Cambial	0,00%
Figuras	-0,09%
Bolsa	-0,07%
Figuras	-0,10%
Financiamento	0,03%
Juros	0,70%
Pré-Fixado	0,07%
Direcional	0,19%
Arbitragem	0,49%
Figuras	-0,05%
Custos	-0,12%
Carregamento	0,40%
Resultado	0,82%

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL NANSEN FIC FIM

DEZEMBRO 2010

O excesso de retorno do Nansen no mês veio das estratégias de arbitragem na curva de juros (sobretudo a borboleta na curva de forward com o centro no DI jul. 12). Contribuíram de forma negativa as figuras de opções de juros, ações e dólares. Durante o mês zeramos a exposição direcional no pré jan. 17, e entramos 2011 apenas com estratégias de arbitragem e opções. Ao longo do mês, devemos procurar níveis para entrar novamente na posição estrutural doada no pré longo. Seguiremos evitando exposição em indexados e inflação implícita.

Histograma de Retornos

