

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

O humor do mercado com a renda fixa local piorou consideravelmente em julho: as taxas de inflação implícita ao longo da curva de NTN-B voltaram a abrir e a curva pré devolveu parte relevante da inversão com que vinha trabalhando nos últimos meses. Aparentemente, o alívio sazonal nos índices de preços foi mais curto e menos pronunciado do que o antecipado, e o mercado voltou a se posicionar para a combinação de inflação persistentemente alta e um banco central que parece não estar disposto a lançar mão de choques de juros para combatê-la. Assim como nos últimos meses, os ganhos das NTN-Bs estiveram concentrados na parte curta da curva, com o mercado bastante cauteloso quanto ao risco de *duration* – cautela também observada nos juros pré. Durante o mês, com o comportamento desfavorável do mercado, zeramos nossa posição vendida na inclinação pré (jan/14 x jan/17), ainda com lucro em relação ao nível em que entramos. A alta dos juros longos foi acentuada após o anúncio das novas medidas do governo para o câmbio, que aparentemente diminuíram sensivelmente o apetite dos estrangeiros por posições no mercado local. Caso o movimento continue, um ponto de entrada para posições doadas pode ser encontrado; aos níveis atuais, entretanto, os prêmios embutidos na curva não parecem oferecer remuneração adequada para o risco associado.

As medidas para o câmbio aparentemente terão efeito limitado na cotação dólar / real, mas foram altamente prejudiciais para a liquidez do mercado local (sobretudo dos contratos negociados na BM&F), podem gerar distorções no mercado de cupom cambial e contribuem para uma percepção geral de risco regulatório mais elevado e aumento da arbitrariedade dos órgãos reguladores. Em um contexto mais amplo, podem ser entendidas como mais uma demonstração do nível de ativismo dos governos nos tempos atuais, que tem prejudicado a atividade dos mercados e a precificação de diversas classes de ativos. O posicionamento do fundo deve levar em conta esses riscos: essa percepção fez com que saíssemos da posição de valor relativo short Ibovespa futuro / short dólar futuro, acreditando que os movimentos do câmbio podem se tornar mais erráticos e menos correlacionados com os demais mercados (caso o movimento de apreciação continue, pode-se esperar medidas ainda mais disruptivas).

### Atribuição de Performance

Seguimos acreditando que o principal e mais latente tema macro no momento é a deterioração da percepção do mercado com relação aos fundamentos da Europa. O fundo segue vendido no euro contra o real, tanto por essa convicção quanto pelo carregamento positivo ao longo do tempo. Pelos motivos descritos acima, consideramos que cresceu sensivelmente o risco de outro de nossos temas favoritos, a queda dos juros longos brasileiros. Seguimos satisfeitos com a alocação conservadora do caixa do fundo, que nos permite flexibilidade para aproveitar oportunidades que devem surgir de um período turbulento nos mercados.

<b>Moedas</b>	<b>0,04%</b>
Dólar	0,00%
Euro	0,04%
<b>Juros</b>	<b>-0,01%</b>
Cupom Cambial	0,02%
Pré-Arbitragem	-0,03%
Inflação	0,00%
<b>Relative Value</b>	<b>0,21%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0,13%</b>
<b>Carregamento</b>	<b>0,97%</b>
<b>Nansen FIC</b>	<b>1,07%</b>

# CARTA DO GESTOR

## FRAM CAPITAL NANSEN FIC FIM

### JULHO 2011

#### Histograma de Retornos

