

CARTA DO GESTOR FRAM CAPITAL NANSEN FIC FIM JUNHO 2011

O mercado de renda fixa local segue justificando a alocação de caixa cautelosa que temos adotado no fundo há alguns meses. A performance dos títulos pré e indexados tem sido errática a ponto de praticamente inviabilizar qualquer estratégia do tipo *buy-and-hold*. No mês passado, todos os índices da Anbima (IRF-M, IMA-B e suas aberturas) ficaram abaixo do CDI, e o primeiro semestre encerrou-se com retornos de 5.5%, 5.3% e 3.7% para o CDI, IRF-M e IMA-B, respectivamente. A parte curta da curva de NTN-B (IMA-B 5-) gerou um excesso de retorno de 30 p.b. sobre o CDI no período, uma remuneração que julgamos pequena para o risco de exposição à inflação de curtíssimo prazo, volátil e sujeita a choques por natureza. Enfim: temos alguns arrependimentos, mas, novamente, poucos que mereçam ser mencionados.

Acreditamos que o segundo semestre deverá oferecer melhores oportunidades na renda fixa, sobretudo nos títulos indexados: a inflação relativamente alta deve ser persistente (ao menos mais do que no cenário do boletim Focus), a possibilidade de uma aceleração na alta dos juros básicos parece ainda remota (e, julgamos, só ocorrerá se precedida de uma nítida possibilidade de descontrole nos índices de preços, que seria capturada no carregamento dos papéis) e acreditamos em uma reversão à média de médio prazo do excesso de retorno dos papéis (cerca de 280 p.b. ao ano sobre o CDI, para o IMA-B). Provavelmente, em algum momento de julho, voltaremos à compra das NTN-Bs.

Seguimos lançando mão de estratégias não-direcionais e alguns posicionamentos táticos para gerar o retorno do fundo. Em junho, ganhamos com o carregamento da venda casada de índice futuro / dólar futuro (tivemos essa posição algumas vezes ao longo dos últimos meses e voltamos a montá-la), com a venda de euro contra o real e com as travas de curva de juros (compra da borboleta jan/13 x jan/14 x jan/17 e venda da inclinação jan/14 x jan/17). Com exceção da borboleta, cujo ganho já foi realizado, seguimos com as demais posições. A posição índice / dólar visa ganhar o carregamento das vendas a termo, com uma ponta servindo como *hedge* para a outra em caso de movimento significativo do mercado. No câmbio, acreditamos que a taxa EUR/BRL deve voltar a testar o suporte de BRL 2.20 / EUR, tendo em vista a fragilidade da moeda europeia em um cenário em que a crise das dívidas não foi resolvida e a resiliência que o real tem demonstrado, além do diferencial de juros. Por fim, a posição vendida na inclinação da curva pré (*flattener*) nos parece o melhor instrumento para exercer a convicção de que o crédito soberano brasileiro é de grande valor em um ambiente em que ainda há muita incerteza sobre o nível do juro de um dia – acreditamos que os fluxos de *real money*, sobretudo de estrangeiros, darão continuidade ao movimento de inversão da curva.

Atribuição de Performance

Opções	0,02%
Juros	0,00%
Moedas	0,02%
Juros	0,03%
Cupom Cambial	-0,02%
Pré-Arbitragem	0,07%
Inflação	-0,02%
Relative Value	0,17%
Custos	-0,13%
Carregamento	0,96%
Nansen FIC	1,04%

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL NANSEN FIC FIM

JUNHO 2011

Histograma de Retornos

