

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL NANSEN FIC FIM

MARÇO 2011

A temperatura do debate sobre a inflação no Brasil elevou-se substancialmente em março: de um lado, o Banco Central, tentando demonstrar paciência e sangue frio, evocando metáforas que lembram a retórica de *sir* Winston Churchill em tempos de guerra. Do outro, o mercado financeiro e boa parte da academia, saudosos da ortodoxia de outrora e apontando para a possibilidade de descontrole nos preços. No meio disso, o consumidor aproveita a bonança do mercado de trabalho apertado, câmbio valorizado e crédito ainda abundante fazendo seu papel: consumir, seja no mercado interno ou em Miami, Buenos Aires, Paris e onde mais a crescente oferta de vôos saindo do país (anedota: nos últimos anos instalaram-se rotas de São Paulo para Seul, Istambul, Dubai, Catar, Cingapura e Tel-Aviv, para citar alguns exemplos) puder levar.

A tarefa do BC é tirar parte dessa exuberância do consumo, e a receita para isso tem sido uma combinação de altas de juros aparentemente menores do que no padrão passado e algumas medidas de restrição ao crédito, combinadas com uma suposta ajuda da Fazenda no lado fiscal e, mais recentemente, uma nova rodada de valorização da moeda. No fundo, entretanto, para que a inflação de não-comercializáveis caia é preciso tirar renda das famílias, e a impopularidade desse tipo de ação tem provocado um impasse que tem se mostrado de difícil resolução e potencialmente danoso para a reputação da equipe econômica do governo.

Em cartas passadas, tínhamos dito que achávamos a postura do BC correta e que o tempo jogaria a favor de expectativas de inflação menores, seja por uma possível reversão na alta dos preços de alimentos, pelo efeito das chamadas medidas macroprudenciais ou pelo fim natural de um ciclo de crescimento acelerado na demanda. Essa avaliação tem se mostrada equivocada, já que ainda não houve alívio notável nos preços de *commodities* (o contrário, em alguns casos importantes, como o do petróleo e derivados) e um desaquecimento da atividade ainda está para ser observado. Nessa situação, o papel do tempo parece ter se invertido: quanto maior o período em que a inflação siga rodando a níveis acima de, digamos, 6% ao ano, maiores são as pressões por indexação e a possibilidade de que um choque de juros (ou no crédito) seja necessário para que a tendência seja revertida. Como o BC, ainda acreditamos em um futuro de desaceleração da atividade e preços de *commodities* mais baixos, mas, de fato, parece mais provável que o tempo necessário para que esse cenário se concretize não seja compatível com o mandato de entregar a inflação dentro da meta a cada ano-calendário.

Para os mercados, essa conjuntura teve, em março, duas implicações claras: um aumento substancial nos prêmios por maturidade e na inclinação da curva pré (o diferencial entre os contratos futuros com vencimento em janeiro/2013 e janeiro/2017 passou para o território positivo pela primeira vez desde julho do ano passado) e mais uma rodada de alta nas inflações implícitas, firmes acima de 6% ao ano para todos os vencimentos de NTN-Bs. O nível dos juros pré corresponde a um equilíbrio, em nossa opinião, muito frágil e arriscado: por um lado, o BC parece disposto a entregar a Selic mais baixa possível (e cortar os juros assim que o cenário permitir); por outro, as chances de uma volta à ortodoxia e às “pauladas” na taxa básica aumentam a cada mês em que a inflação não dá mostras de ceder. Uma combinação desses cenários (e alguns outros intermediários) e suas respectivas probabilidades pode explicar os juros futuros entre 12,5% e 13%, mas os riscos associados aos cenários extremos nos parecem altos demais para justificar apostas direcionais. Seguimos com uma alocação de

Atribuição de Performance

Juros	0,05%
Pré-Fixado	0,05%
Moedas	-0,06%
Dólar	0,00%
Euro	-0,06%
Opções	-0,09%
Relative Value	0,11%
Custos	-0,10%
Carregamento	0,92%
Nansen FIC	0,83%

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL NANSEN FIC FIM

MARÇO 2011

caixa bastante conservadora, que não tem gerado arrependimento (entre os índices de títulos públicos da Anbima, apenas a parte curta do IMA-B bateu o CDI nos últimos três meses, correndo o risco de uma descontinuidade na inflação de curto prazo) e que nos permite buscar oportunidades em outros mercados e estratégias que não envolvam risco de *duration*.

No mês, os destaques positivos do fundo foram as posições de arbitragem de curva de juros (inclinação) e o carregamento vendido em dólar futuro / índice futuro. Nossa posição short EUR / long BRL foi zerada com uma pequena perda quando o nível do câmbio furou 2,30, com o movimento forte do EUR/USD. As estratégias de opções de juros tiveram o carregamento prejudicado pelo aumento na volatilidade, mas mantivemos as posições, acreditando que esse movimento será revertido nos próximos meses.

Histograma de Retornos

