

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

JANEIRO 2011

Em janeiro, as posições de cupom cambial (doadas na parte curta da curva e tomadas nos vencimentos mais longos) e de valor relativo entre classes de ativos trouxeram ganhos para a carteira, mas não foram suficientes para compensar as perdas trazidas pelas estratégias em câmbio (vendido em reais contra o euro e o dólar americano) e doadas em juros (jan/13 e jan/17).

No mês, seguiram intactas as tendências de alta em commodities (sobretudo agrícolas, com diversos ativos atingindo máximas históricas) e bolsas de países desenvolvidos, com a Europa devolvendo parte do atraso na performance relativa aos EUA. A renda fixa brasileira apresentou um resultado ruim (com aumento nos prêmios ao longo da curva de juros e nas inflações implícitas), assim como algumas bolsas de emergentes, sobretudo Brasil e Índia.

Seguimos com a avaliação de que a alta de commodities é uma consequência da combinação de clima desfavorável e especulação estimulada pela combinação de juros baixos e baixa atratividade de outros ativos. Continuamos acreditando em uma correção ou reversão cíclica nos próximos meses, que terá impactos positivos para a inflação e os juros brasileiros, que seguem extrapolando um cenário negativo por muito tempo. Seguimos com posições doadas em pré e vendidas na inflação futura.

A divergência entre o Ibovespa e as bolsas de países desenvolvidos nos chama bastante a atenção, mais ainda em um mercado bastante *bullish* para commodities (com exceção, talvez, do petróleo). A opinião geral passou rapidamente da ideia de que emergentes deveriam operar com prêmios nos múltiplos, refletindo uma maior expectativa de crescimento, para certa aversão às ações desses países, principalmente aos de inflação mais alta. Ainda não conseguimos concluir se esse movimento é pontual ou o início de uma grande realocação global de ativos, que teria consequências mais profundas; de qualquer maneira, sem dúvida será um tema para ser acompanhado atentamente nos próximos meses.

O mercado de câmbio segue um paraíso para o carry: sem correlação com os demais ativos, baixa volatilidade e alto diferencial de juros (ainda maiores desde que o Copom subiu a Selic e o cupom curto caiu pelo efeito dos leilões de swap reverso do Banco Central). Os dólares seguem entrando, concentrados em emissões de dívida corporativa. O consequente aumento no passivo externo e a deterioração contínua na qualidade do fluxo (menos comercial, mais *hot money*) ainda são vistos como problemas para um futuro que não é relevante para a formação de preços. Esperamos que esse acúmulo de desequilíbrios traduza-se em uma das melhores oportunidades no mercado este ano – seguimos com viés comprador no câmbio dólar / real e tomado no cupom cambial longo.

Atribuição de Performance

Moedas	-0,92%
Dólar Direcional	-0,41%
Cupom Cambial	0,31%
Euro Direcional	-0,81%
Figuras	-0,02%
Bolsa	0,01%
Direcional	-0,08%
Offshore	0,08%
Figuras	0,01%
Juros	-1,20%
Direcional	-0,96%
Arbitragem	0,02%
Inflação	-0,25%
Figuras	-0,01%
Relative Value	0,35%
Arbitragem	0,35%
Técnico	-0,05%
Tático	-0,03%
Momentum	-0,01%
Commodities	0,01%
Direcional	0,01%
Custos	-0,17%
Carregamento	0,70%
Resultado	-1,26%

CARTA DO GESTOR

FRAM CAPITAL AMUNDSEN FIC FIM

JANEIRO 2011

Histograma de Retornos

