

O Nansen seguiu se beneficiando da queda dos juros reais e das estratégias de carregamento, em um ambiente global de relativa baixa volatilidade e, no Brasil, continuidade da disposição do Banco Central de cortar a taxa Selic mesmo com a inflação rodando acima do centro da meta. A continuação no ambiente de baixa volatilidade é discutível, mas ainda temos dificuldade em enxergar um cenário onde os papéis que pagam algo como 5% ao ano mais a variação do IPCA tenham rentabilidade menor do que o CDI (que deve acabar esse ciclo de afrouxamento precificando um juro real ex-ante perto de 3%). A popularidade desses títulos nos incomoda, mas, mesmo com esse risco, nos parece melhor alternativa de aplicação ao overnight ou aos pré-fixados.

Há diversos motivos que explicam o nível da inflação brasileira e sua baixa sensibilidade ao cenário global mesmo quando este é claramente deflacionista (vale lembrar que, em 2009, o Brasil acumulou alta de 4,3% no IPCA, enquanto vários países da região viram inflações menores que um dígito ou deflação). Chamam particularmente atenção a dinâmica do mercado de trabalho e a indexação do salário mínimo, que parecem garantir pelo menos mais 18 meses de pressão nos custos de mão-de-obra. Ainda que o mercado de trabalho pareça estar próximo a um topo, não há no horizonte recessão capaz de causar demissões e recontrações a salários menores. Assim, quedas estruturais na inflação ficam condicionadas a choques positivos em preços de commodities ou iniciativas de desindexação / desoneração por parte do governo. Devemos prestar atenção especial a essa última variável, que parece longe de ser precificada pelo mercado e é de difícil previsibilidade.

Atribuição de Performance	
Nansen FIC	1,10%
Juros	0,37%
Pré/Arbitragem	0,00%
Inflação	0,16%
Cupom Cambial	0,21%
Moedas	0,08%
Dólar	0,03%
Euro	0,05%
Bolsa	-0,01%
Local	-0,01%
Relative Value	0,04%
Carregamento	0,76%
Custos	-0,14%

No cenário básico, o Copom deve mesmo testar níveis inéditos para a taxa Selic ao longo dos próximos meses, aparentemente com viés de cortes maiores caso o cenário externo volte a se deteriorar. Estamos diante de uma mudança de paradigma, que parece já ter sido entendida pelo mercado. Ainda consideramos precipitado julgar se isso implicará ou não numa inflação mais alta que justifique os atuais níveis de inflação implícita e inclinação ao longo das curvas, mas entendemos essa reação do mercado e sua aversão à heterodoxia.

Para os próximos meses, esperamos que o mercado passe a alongar prazos ao longo das curvas, na medida em que os prêmios nos juros curtos são baixos e a inclinação implique num carregamento positivo (tanto no caso do pré quanto dos indexados). Devemos posicionar o fundo com base nessa idéia tão logo ela encontre correspondência na dinâmica do mercado.

Histograma de Retornos

