

“Esta abordagem [compra de títulos do tesouro pelo banco central] relaxou as condições financeiras no passado e, até agora, parece novamente ser efetiva. Preços de ações subiram e taxas de juros de longo prazo caíram quando investidores começaram a antecipar a ação mais recente. Condições financeiras mais relaxadas promoverão crescimento econômico. Por exemplo, taxas de hipotecas mais baixas tornarão imóveis mais acessíveis e permitirão que mais donos de casas refinanciem. Taxas de títulos de dívidas corporativas mais baixas encorajarão investimento. E preços mais altos de ações aumentarão a riqueza do consumidor e ajudarão a aumentar a confiança, o que também pode alimentar o consumo. Um consumo maior levará a rendas e lucros maiores que, num círculo virtuoso, irão também sustentar a expansão econômica.”

Ben Bernanke em editorial para o *Washington Post*, 4 de Novembro. Tradução livre. No dia anterior à publicação, o Federal Reserve anunciou que comprará mais US\$ 600 bilhões de títulos do tesouro de longo prazo, até o meio de 2011.

No mês passado iniciamos esta carta citando Jim Rogers e o axioma de sempre investir contra bancos centrais. Em oposição a isso, um dos ditos mais populares no mercado financeiro é: não lute contra o Fed. Se juntarmos as duas proposições, podemos chegar à conclusão que se deve investir contra todos os bancos centrais, exceto o Fed. O Fed é um *juggernaut*, que, por seu tamanho e influência, sempre impõe suas vontades. Até agora, uma estratégia baseada nessa conclusão teria funcionado perfeitamente: o Fed queria o dólar fraco, conseguiu. Todos os demais bancos centrais não conseguiram impedir a apreciação de suas moedas; nos melhores casos, apenas atenuaram o movimento (o Brasil é um bom exemplo, basta ver o comportamento do real contra o dólar e contra as demais moedas). Agora o Fed quer preços de ativos mais altos em todas as classes de ativos, quem vai apostar contra?

Nos dois anos que se passaram desde a emblemática quebra da Lehman Brothers e a conclusão de que uma das maiores bolhas da história havia estourado, ficou de lado a discussão sobre se bancos centrais deveriam agir para evitar bolhas. Ao invés disso, o maior banco central do mundo acaba incentivando a formação de mais bolhas (pois o que é, afinal, a valorização nos preços de ativos alimentada por taxas de juro perto de zero e sem correspondência nos fundamentos e fluxos de caixa?). Mais do que isso: na lógica de Bernanke, a valorização dos preços dos ativos a partir de juros mais baixos é parte da solução para os problemas econômicos, a pedra filosofal que irá transformar qualquer ativo em ouro (dado que o preço do ouro também deve subir...) e garantir riqueza e prosperidade para a sociedade. É irônico também observar que os históricos defensores do livre mercado e da iniciativa privada estão se transformando em uma versão atualizada dos planejadores centrais, tentando manipular o mecanismo de formação de preços de praticamente toda a economia.

Os riscos de um mercado cuja formação de preços torna-se disfuncional estão sendo ignorados, ou considerados menos importantes. Manipulados, os preços fazem com que as decisões de alocação de recursos deixem de ser guiadas pela expectativa de retorno do investimento: todo investimento parece bom, seja

Atribuição de Performance

Moedas	-0,24%
Dólar Direcional	0,08%
Cupom Cambial	0,03%
Euro Direcional	-0,28%
JPY Direcional	-0,02%
Volatilidade	-0,05%
Bolsa	-0,56%
Direcional	-0,04%
Offshore	-0,18%
Volatilidade	-0,35%
Arbitragem	0,01%
Juros	0,07%
Pré-Fixado	0,20%
Direcional	-0,31%
Arbitragem	0,05%
Inflação	0,13%
Carregamento	0,09%
Custos	-0,17%
Resultado	-0,81%

porque, no curto prazo, a taxa de retorno está garantida pelo simples fato de haver um comprador de última instância a preços maiores, ou porque o mercado deixou de acreditar que é possível selecionar, no longo prazo, os investimentos que realmente vão conseguir entregar o principal mais uma taxa de retorno. Os incentivos estão a favor, portanto, de construtores de pirâmides e de qualquer esquema Ponzi devidamente bem embalado. Em um ambiente como esse, por que o dinheiro de poupadores que efetivamente se preocupam com o futuro e têm algum senso de perigo deveria ir para o mercado?

A figura pintada acima pode parecer exageradamente pessimista, e provavelmente é. Entretanto, pode amplificar a situação onde os retornos e suas probabilidades correspondentes são mais confusos e difíceis de serem estimados, e a fragilidade do sistema pode levar a eventos de grande impacto e difícil previsão. Se a probabilidade de um colapso, mesmo que temporário, no sistema de preços fosse pequena, a magnitude da deterioração nos mercados e na liquidez / velocidade do dinheiro já deveria nos deixar extremamente cautelosos (basta observar o que se seguiu aos estouros de bolhas no passado ou aos colapsos dos sistemas de preços centralizados). Considerando a disposição de um dos maiores agentes do mercado em efetivamente contribuir para uma situação que pode levar a esse colapso, estamos em modo de alerta. Combinar essa cautela com o aproveitamento de oportunidades que o mercado deve oferecer nesses tempos extraordinários é o grande desafio para os próximos meses.

O Amundsen teve em outubro retorno negativo, sobretudo pelas posições de câmbio e bolsa. Ainda que o dólar tenha se valorizado contra o real no fechamento do mês, o movimento não foi suficiente para pagar o carregamento negativo das posições compradas e, durante o mês, realizamos algumas perdas antes da segunda quinzena, quando a correção do movimento de queda começou. Também perdemos nas estruturas de opções de Ibovespa, com o índice escapando do intervalo dos últimos meses; e com a alta na inflação implícita de um ano (estamos vendidos próximos a 5,8%). Tiveram resultados positivos: as posições de NTN-B; os livros de arbitragem (juros e opções de dólar); e a posição tomada em cupom cambial longo (jan/20).

Estamos reavaliando nossas posições em face da reação do mercado ao *Quantitative Easing 2*. Acreditávamos que a injeção de dinheiro do Fed já estava, em larga medida, refletida nos preços de mercado, mas, até o momento (escrevendo no dia 5 de novembro), ainda parece haver espaço para mais euforia. Os índices de ações americanos estão voltando aos níveis anteriores à quebra da Lehman, diversas commodities estão fazendo máximas de muitos anos e o dólar (DXY) ainda parece não ter encontrado um suporte. É difícil ficar na frente do *juggernaut*, por mais que se saiba que sua estrutura é precária.

Nossa formação nos faz prestar muita atenção a níveis de preço, e um mercado onde os preços estão sob ameaça de manipulação nos parece naturalmente mais difícil. Não gostamos do perfil de risco / retorno das posições compradas em bolsa e no real; novamente, o mercado local que parece oferecer mais valor é a renda fixa. Acreditamos que há boas chances de que os 2 primeiros anos do novo governo sejam de maior austeridade fiscal, que é um catalisador importante tanto para os aplicadores, quanto para a decisão de política monetária (o banco central tem insistido em citar a política fiscal como componente importante para as próximas decisões de juros, e, acreditamos, não adotaria essa postura caso não tivesse pelo menos uma boa convicção na implementação do ajuste). E, talvez mais importante, o preço dos títulos brasileiros ainda é desalinhado com a conjuntura global.

Um grande especulador disse que a primeira ação a ser tomada quando se identifica uma bolha é comprá-la. Podemos estar assistindo à formação de uma grande bolha e, atavicamente preocupados com a preservação de capital e receosos sobre a possibilidade de se abandonar a festa na hora desejada, parecemos um conselho difícil de seguir. Entretanto, num cenário que requer atenção dobrada para a preservação de capital, sem descuidar desse dever fiduciário, seguimos buscando as grandes assimetrias que esse cenário pode oferecer.

Histograma de Retornos

