

As novas ondas de estímulo monetário (ou mesmo a sinalização por parte dos bancos centrais) continuaram sustentando os mercados globais em Fevereiro, estendendo o rali iniciado em meados de Dezembro do ano passado. No geral, as tendências de curto prazo nas bolsas foram mantidas (altas com alguma diferenciação, com mercados emergentes melhores que desenvolvidos e, dentre estes, EUA melhores que Europa), e o euro corrigindo parte da queda do mês anterior. Novamente, vimos pouca melhora em termos de fundamentos ou ações decisivas para a crise. Na nossa visão, o mercado segue o cenário-base de *muddle through*, que traçamos no início do ano, ainda que com uma dinâmica de preço de ações amplamente mais favorável do que imaginávamos.

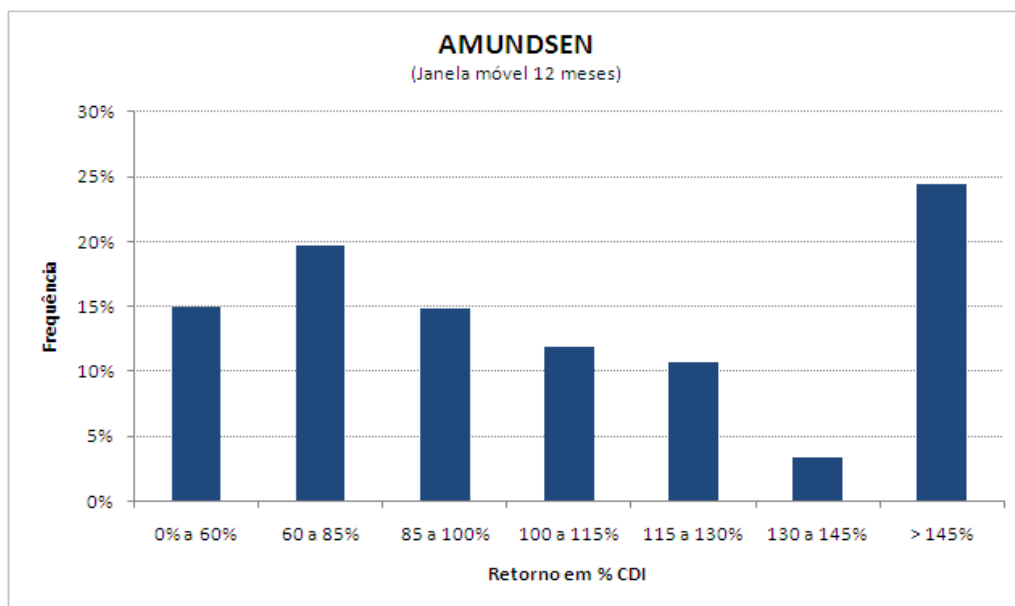
A questão que nos ocorre agora é se a ausência de notícias relevantes por algum tempo é positiva ou negativa para os mercados. Na nossa visão, os fundamentos continuam frágeis, e o passar do tempo levaria na direção do reconhecimento e incorporação nos preços dessas fragilidades. Entretanto, ou essa tese é errada ou está sendo anulada pelo ativismo dos bancos centrais, a um nível de preços longe do extremo que provocou as grandes intervenções nos últimos anos. Qualquer que seja o caso, a consequência prática nos parece clara: neste momento é difícil apostar em uma reversão nos mercados com posições direcionais. Nas ocasiões em que nos posicionamos nessa direção, temos trabalhado com posições pequenas e *stop-loss* curto. Ainda que com menor probabilidade, não é difícil traçar um cenário (lucros recordes nos EUA, alguma expansão de múltiplos) onde os principais índices de ações encontrem motivos para prosseguir a alta e testar as máximas históricas nominais. *Don't fight the Fed*, é a mensagem que, novamente, o gráfico do S&P500 parece nos transmitir.

No Brasil, segue a disposição do Banco Central de testar as mínimas na taxa Selic (escrevemos já após o corte de 75 bp na reunião de Março do Copom). Enquanto a inflação dá poucos sinais de desaceleração, o cenário, como antevíamos, segue ideal para o carregamento dos títulos indexados. Tememos pela popularidade da posição e pela possibilidade, ainda que distante, do governo começar efetivamente a desarmar os instrumentos de indexação da economia; entretanto, os lucros acumulados nos dão certa confiança para manter uma parte importante dos ativos investida em NTN-B. No câmbio, por ora, a retórica de “guerra cambial” e novas medidas na tributação têm feito o real se valorizar menos que outras moedas de países produtores de commodities. Porém, ainda parece se justificar a posição de carregamento contra o euro e o dólar americano, agora partindo de níveis relativamente mais confortáveis.

Atribuição de Performance	
Amundsen FIC	2,13%
Juros	0,93%
Pré-fixado	0,02%
Inflação	0,84%
Cupom Cambial	0,08%
Exterior	-0,01%
Moedas	0,67%
Dólar	0,60%
Outras	0,07%
Bolsa	-0,42%
Local	-0,40%
Exterior	-0,02%
Relative Value	0,36%
Commodities	0,00%
Carregamento	0,71%
Custos	-0,12%

Ainda vemos a Europa como principal fonte de preocupação e futuros problemas. Ainda que boa parte do problema de liquidez dos bancos tenha sido resolvida (ou pelo menos jogada para um ponto no futuro sobre o qual os mercados não têm opinião clara), boa parte dos países continuará adicionando dívida a estoques já elevados, com crescimento baixo e prejudicados, na maioria dos casos, por medidas de austeridade fiscal. Há pouco, Paul Krugman¹ escreveu que sempre viu a Espanha, não a Grécia, como o país essencial na crise europeia. Concordamos com essa visão, e isso ainda não começou a ser seriamente precificado nos mercados (ainda que o principal índice de ações da Espanha venha há meses mais fraco que os principais índices da Europa e EUA). A solução para anos de desequilíbrios e investimentos com pouca probabilidade de entrega do retorno esperado não é rápida, nem se resume à disposição de imprimir dinheiro de alguns tecnocratas. Sentemos nas mãos e aguardemos o próximo desenrolar desse longo ciclo de desalavancagem.

Histograma de Retornos



¹ Finally, Spain - <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/07/finally-spain/>