

Como se sabe, o Japão é o pioneiro em experimentos monetários heterodoxos na história recente. Conta 13 anos desde a primeira ocasião em que fixou os juros de um dia a zero e 11 anos desde o início do seu primeiro programa de “afrouxamento quantitativo”. No mês que passou, o movimento do iene e do Nikkei sinalizam, com a proximidade das eleições parlamentares, uma possível mudança de política – na direção, claro, de uma radicalização ainda maior do uso do sistema de moeda fiduciária, com possíveis fixação de meta de inflação muito mais alta do que o nível recente (a meta seria de 2% ao ano) e perda de independência do Banco do Japão (BoJ). Dizem os críticos que o BoJ tem sido “tímido” no combate à deflação. Novamente há a ilusão, tão presente nos nossos tempos, de que, com vontade e as ferramentas adequadas, um banco central pode fixar a inflação em um nível “correto”, que ajude a retomada da atividade econômica sem prejudicar (muito) a estabilidade do poder de compra da moeda.

Nosso interesse no Japão vem da idéia que os demais bancos centrais do G3 têm seguido o mesmo roteiro do país insular após o estouro de sua bolha de crédito, em 1990. Porém, com a história tendo mostrado que, até agora, as medidas japonesas resultaram em um par de décadas de crescimento baixo e ameaça permanente de deflação, é provável que o Fed, o BCE e seus caudatários tentem pular etapas e sincronizar a radicalização com o BoJ, na vaga esperança de que o problema desse tipo de política seja apenas de modo e intensidade de implementação, e não de desenho.

Com esse pano de fundo, e apesar de nossa relutância nos últimos meses, os mercados parecem começar a indicar que desta vez os bancos centrais conseguirão parte do que querem, preços nominais de ativos em alta, e, ainda a se verificar, aceleração da inflação. Havíamos chamado esse cenário, no início deste ano, de “aprofundamento”; seguiremos usando essa terminologia.

Vemos duas evidências que suportariam o dito aprofundamento: primeira, o enorme descompasso em 2012 do desempenho da economia global e dos ativos financeiros. Salvo poucas exceções, e apesar das evidências mais claras dos problemas estruturais que causaram a crise iniciada em 2007, este ano provavelmente acabará muito bem para compradores de ações, crédito (tanto *high grade* quanto *high yield*), renda fixa soberana (também da mais variada qualidade) e vendedores de volatilidade. Esse descolamento, claro, se explica em larga medida pela supressão dos mecanismos de mercado resultante das ações de bancos centrais, governos e organismos multilaterais (mencionamos este aspecto da conjuntura diversas vezes ao longo dos últimos meses). Segunda (e, por enquanto, menos contundente), o comportamento dos mercados nos últimos meses, continuando a escalar o “muro de preocupações” e ameaçando romper, em alguns casos, os níveis máximos (pensando em índices de ações, sobretudo o alemão DAX) desde o início da crise.

Se a tese do aprofundamento passar a valer, devemos mudar radicalmente nossa alocação, na direção de buscar ativos que se beneficiem de uma alta generalizada de preços nominais (títulos indexados, REITs, alguns índices de ações, commodities, opções fora do dinheiro). Por ora, porém, seguimos no cenário-base de *muddle through* e mercados dentro de um intervalo relativamente estreito de preços. Parafraseando o jovem Santo Agostinho, que o mercado nos torne inflacionistas, mas ainda não.

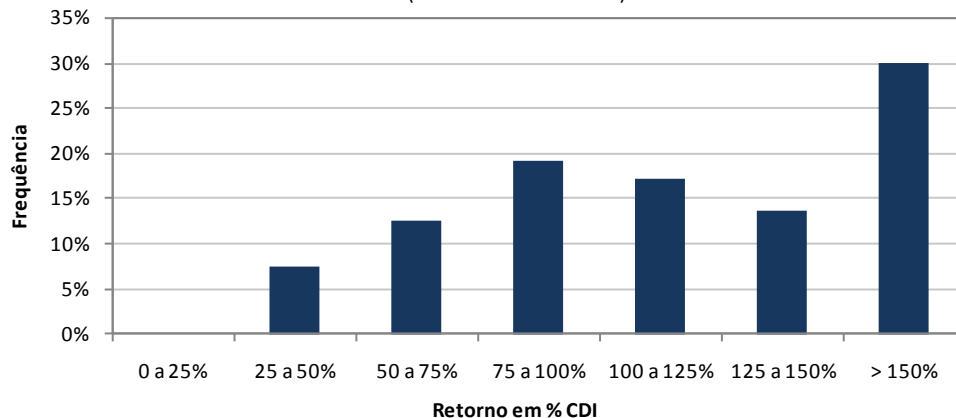
Amundsen

Seguimos com bom desempenho nas posições táticas em índices de ações. Capturamos também parte da correção no movimento de queda nos juros locais e a volta da inflação implícita das NTN-Cs. Contribuíram negativamente as posições de câmbio (acreditando, erradamente, que o BC interviria para amenizar o movimento de depreciação do real antes do fechamento do mês), cupom cambial (seguiu fechando) e juros internacionais (com juros da França voltando às mínimas e o rali nas Treasuries).

Atribuição de Performance	
Amundsen FIC	0,91%
Moedas	-0,20%
Dólar	-0,20%
Bolsa	0,28%
Local	0,28%
Juros	0,58%
Inflação	0,28%
Cupom Cambial	-0,22%
Pré	0,69%
Internacional	-0,22%
Opções	0,04%
Relative Value	-0,12%
Carregamento	0,55%
Custos	-0,17%

Histograma de Retornos - Amundsen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)



Nansen

Capturamos boa parte do movimento de depreciação do real via uma posição comprada em dólares. Tivemos pequenos ganhos nas posições vendidas em Ibovespa e compradas em inflação. A posição tomada em cupom cambial entregou parte desses ganhos.

Atribuição de Performance	
Nansen FIC	0,58%
Moedas	0,25%
Dólar	0,25%
Bolsa	0,01%
Local	0,01%
	-
Juros	0,10%
Pré	0,00%
Inflação	0,01%
Cupom Cambial	-0,12%
Opções	0,01%
Carregamento	0,55%
	-
Custos	0,14%

Histograma de Retornos - Nansen FIC

(Janela Móvel 12 Meses)

