

O grande investidor Jim Rogers prega que investir contra bancos centrais deveria ser um axioma de finanças. Em setembro mais uma vez isso se provou correto: muitos bancos centrais pelo mundo tentaram intervir no mercado de câmbio para conter a valorização de suas moedas contra o dólar, e isso, na melhor das hipóteses, apenas suavizou o movimento. Na maioria dos casos em poucos dias as taxas de câmbio voltaram a níveis mais apreciados do que antes das intervenções, e isso possivelmente reforçou a convicção do mercado que o poder de fogo dos bancos centrais é limitado, ou eles não estão dispostos a intervir contra uma tendência que pouco tem a ver com qualquer fundamento local. No mês, o DXY (índice do dólar contra as principais moedas) caiu 5,4%; o euro ganhou 7,5% e o Real se valorizou quase 4%. Como foi o padrão no segundo semestre de 2008, a fraqueza do dólar implicou em alta de preços de praticamente todos os ativos de risco (bolsas, commodities, crédito). Os juros das *treasuries* pouco se moveram, muito influenciados, acreditamos, pelo compromisso do *FED* de seguir comprando ativos para manter os juros de longo prazo relativamente baixos.

No Brasil, cresceu a impressão de que a inflação vai acelerar nos próximos meses, o que fez os juros pré subirem sensivelmente mais que o cupom dos papéis indexados. O mercado já precifica a inflação de 2011 próxima a 6%, ponto que nos parece atrativo para uma posição contrária (durante o mês vendemos a inflação dos próximos 12 meses a 5,7%). Os demais mercados seguiram as tendências globais – o aumento das compras de dólares do banco central apenas fizeram o Real se valorizar ligeiramente menos que as demais moedas, e a onda compradora de ações ajudou a Petrobrás a concluir com sucesso a capitalização.

No início do mês, nossa maior convicção nos mercados era que o Real estava sobrevalorizado e que o banco central defenderia um certo nível para a taxa de câmbio (perto de 1,75), atuando no mercado de derivativos caso fosse preciso. O Real operou abaixo de 1,75 logo no início do mês e o BC resumiu suas atuações ao mercado de spot, o que fez com que as posições de *carry* não fossem afetadas. No fim, valeu a lição de Jim Rogers, e o Real seguiu a tendência global.

Nossa posição contrária à apreciação do Real frente ao dólar, levou o Amundsen a devolver o excesso de retorno sobre o CDI no ano, e explica boa parte do resultado negativo no mês. Tivemos alguns ganhos nos mercados de juros (pré e indexados), mas as posições eram relativamente menores.

A aposta contra o Real ainda parece assimétrica (o Real ainda mais sobrevalorizado e a posição técnica, carregada), mas parece condicionada a uma reversão na tendência global de curto prazo do dólar. Da mesma forma, enquanto o Dólar continuar se desvalorizando, fica difícil apostar contra os ativos de risco. A maior preocupação do *FED* parece ser segurar os preços nominais enquanto mantém os juros muito baixos, e essa convicção tem sido reforçada pelas últimas comunicações. Por enquanto essa política tem conseguido inflar os preços de ativos e dado tempo para a economia se recuperar; entretanto, ainda é incerto que as empresas consigam entregar os lucros precificados nos mercados de ações e que os EUA e a Europa recupere os empregos perdidos nos últimos dois anos.

Atribuição de Performance

Moedas	-2,83%
Dólar Direcional	-1,96%
Cupom Cambial	-0,10%
Euro Direcional	-0,03%
Volatilidade	-0,75%
Juros	0,82%
Pré-Fixado	0,67%
Arbitragem	-0,19%
Inflação	0,35%
Bolsa	-0,52%
Direcional	-0,36%
Offshore	0,04%
Volatilidade	-0,20%
Carregamento	0,14%
Custos	-0,17%
Resultado	-2,56%

Nossa impressão é que um certo ceticismo/cinismo tem dominado os mercados: não importa quão ruins são os fundamentos, enquanto o dinheiro for abundante e barato os preços de ativos devem continuar subindo – pelo menos até a próxima surpresa negativa. Essa convicção tem levado os preços de ativos a níveis muito perigosos, com baixa margem de segurança. As correlações aumentaram muito nas últimas semanas, o que, geralmente, é sinal de comportamento de manada e pouca diferenciação de qualidade. Isso nos leva a manter uma postura cautelosa e seguir buscando assimetrias. Seguimos achando que o Real parece sobrevalorizado, mas devemos aguardar algum sinal do DXY para voltarmos a implementá-la em tamanho relevante. Os juros longos parecem também oferecer uma boa relação risco/retorno: segue sendo o mercado onde ainda não aconteceu a convergência, e oferece uma combinação extraordinária de retorno/segurança que está cada vez mais sendo percebida por investidores estrangeiros.

Histograma de Retornos

