

Na melhor tradição “compre o boato, venda o fato”, em novembro os mercados demonstraram que a nova rodada de afrouxamento quantitativo do Fed estava amplamente embutida nos preços. Com o dólar americano (DXY) valorizando-se cerca de 5% no mês e o retorno do tema do financiamento da dívida soberana de alguns países na Europa (Irlanda, principalmente), foi bastante interessante observar o desempenho das diversas classes de ativos em um mês em que os preços não subiram simplesmente para compensar a deterioração na unidade de conta. Da amostra que acompanhamos, apenas a dívida brasileira indexada (IMA-B), o índice de commodities CRB (quase que totalmente pela alta de mais de 3% no petróleo; os sub-índices de agrícolas e metais caíram) e o ouro tiveram retornos positivos em dólares no mês. Curiosamente, pelos índices globais, os retornos de renda fixa foram significativamente piores do que os de ações (-6,8% contra -2,3%, ambos em dólares), o que sugere a idéia de que há um cenário onde governos podem ter mais dificuldades para rolar suas dívidas do que companhias para entregarem lucros (ou que é possível ações não caírem muito num ambiente de alto risco de calote soberano). Tempos interessantes, sem dúvidas.

Uma explicação curiosa para essa divergência é que, em parte por conta da disposição do Fed de manter uma política monetária muito frouxa por muito tempo, há dinheiro no mercado para comprar ações (ainda que com alguma diferenciação de qualidade – índices dos EUA e de mercados emergentes têm mostrado mais resiliência do que os de companhias européias), mas o financiamento da dívida soberana de alguns países está deixando de ser voluntário. O roteiro que os países do euro têm seguido depende da existência de um prestador de última instância, e se é relativamente fácil garantir, por algum tempo, a rolagem da dívida de países pequenos (Grécia e Irlanda, até agora), tememos a reação do mercado quando o tema se esgotar na periferia e as “baleias” começarem a aparecer. Somados, os PIBs de Portugal, Grécia e Irlanda correspondem a pouco mais da metade do PIB da Espanha. O dia do juízo da Europa ainda está por vir.

Temos grande convicção de que os governos serão derrotados na tentativa de resolver um problema de excesso de dívida nas economias com criação de mais dívida. Ao mesmo tempo, acreditamos que ainda há disposição para medidas ainda menos ortodoxas, sobretudo em política monetária. Nos EUA, o Fed parece estar carregando todo o peso de reativar a economia, com as dificuldades políticas de se adotar uma política fiscal mais expansionista. Não seria surpresa, portanto, se os programas de recompra de títulos se tornarem mais agressivos, seja em volume ou visando quedas maiores nos juros de longo prazo. Como escrevemos no mês passado, a intenção do Fed parece ser manipular preços, e o mercado de títulos longos parece ser o alvo mais evidente. Na Europa, mesmo a articulação da política monetária é mais delicada, mas acreditamos que aumentará a pressão para uma ação mais clara do Banco Central Europeu. Embora seja difícil acreditar em um cenário onde tanto o euro quanto o dólar americano são fracos, é possível que ainda tenhamos um período favorável para posições de carregamento contra essas moedas. O eventual aumento da intervenção dos governos nos mercados deve levar a preços cada vez mais descolados dos fundamentos, e devemos levar em conta essa idéia para nossas posições nos mercados locais, sobretudo para o câmbio, onde temos uma grande clareza de que o país caminha para a posição de contas externas mais desconfortável dos últimos anos.

Atribuição de Performance

Moedas	2,53%
MXN Direcional	0,19%
EUR Direcional	0,16%
AUD Direcional	0,02%
Dólar Direcional	0,17%
Cupom Cambial	1,24%
Euro Direcional	0,65%
JPY Direcional	0,07%
Volatilidade	0,03%
Bolsa	0,37%
Direcional	-0,01%
Offshore	-0,07%
Volatilidade	0,24%
Arbitragem	0,22%
Juros	1,21%
Pré-Fixado	0,60%
Direcional	0,00%
Arbitragem	0,11%
Inflação	0,50%
Carregamento	0,08%
Custos	-0,18%
Resultado	4,02%

O Amundsen teve um ganho de 4,02% em Novembro, praticamente levando novamente a cota para o nível mais alto do ano (em termos nominais). As maiores contribuições para o resultado foram: as operações de câmbio (sobretudo a venda do euro contra o real e o dólar americano; também ganhamos comprados em real contra peso mexicano, iene e dólar australiano); a posição tomada em cupom cambial longo (jan/2020); o livro de juros, inicialmente com o carregamento das NTN-Bs e depois com a troca dessas posições pelo pré 2017 perto da máxima do mês (12,30%); e as estruturas de opções de ações, onde temos procurado nos posicionar vendidos em *calls* perto da máxima histórica do índice.

Abrimos dezembro tendo como principais posições direcionais: a venda de euro contra o real (acreditamos que a taxa deve voltar a trabalhar abaixo de R\$ 2,20 / EUR), doado no pré longo (2017) e tomado no cupom cambial longo. No pré, seguimos comprando a combinação de uma certa austeridade fiscal e oferta reduzida de títulos longos. No cupom cambial, acreditamos que há grande assimetria na posição tomada: mesmo com a alta do mês passado, o spread do cupom local para os juros externos (taxa das treasuries) segue muito baixo para padrões históricos. O mercado de ações segue dentro de um intervalo largo, e deve contar com uma ajuda sazonal no último mês do ano; seguiremos operando de forma tática.

Histograma de Retornos

