Julho 2020

CARTA AOS INVESTIDORES

Ainda há brilho no ouro?

"O ouro tinha um valor objetivo, equivalente à riqueza produzida. Papel-moeda é uma hipoteca sobre uma riqueza que não existe [...]"
Ayn Rand[1]

Em julho, o Persevera Compass FIC teve novamente um excelente desempenho, de +2,24% contra um CDI de 0,19%, trazendo a rentabilidade para 255% do CDI no ano e para 180% do CDI desde o início. Para as informações completas do fundo, acesse o material informativo.

Muito temos falado sobre o enorme poder dos Bancos Centrais e da política monetária para se contrapor a crises deflacionárias ou recessões de balanço. De fato, tanto na crise financeira global da década passada quanto na recessão causada pela pandemia de covid-19, foram os bancos centrais que permitiram a sobrevivência do sistema financeiro e deram fôlego para que os governos pudessem implementar políticas fiscais anticíclicas. A atuação desses agentes englobou não só cortes agressivos nas taxas de juros como também forward guidance – quando a autoridade se compromete a uma trajetória futura de juros – e afrouxamento quantitativo.

Nesta carta vamos explorar esse tema novamente, mas por uma perspectiva diferente: as consequências das medidas de suporte dos bancos centrais no mercado de *commodities* e, em especial, nas perspectivas para o preço do ouro. Vale destacar que, diferente do usual, este é um *call* um pouco mais consensual, e nosso objetivo aqui é argumentar como nossa visão para juros e atividade econômica global justificam posições moderadas compradas em ouro e assemelhados em um portfólio multimercado diversificado.

A moeda fiduciária (*"fiat money"*)

Esse enorme poder dos Bancos Centrais emana de seu monopólio em "emitir dinheiro". Ao criar moeda e injetá-la na economia, aumenta-se o desejo e a capacidade de pessoas e empresas consumirem e investirem. Isso se dá através dos diversos canais de funcionamento da política monetária como: 1) desincentivo à poupança, 2) incentivo ao crédito, 3) desvalorização cambial (que estimula as exportações e retrai as importações), 4) incentivo à compra de ativos de risco (canal de portfólio). Argumentamos também que um efeito colateral muito bem vindo é a estabilização do endividamento público, contrapondo quaisquer necessidades temporárias de gastos primários como se teve durante a pandemia.

Nem sempre as autoridades monetárias tiveram esse poder. Por muito tempo, não se entendia que os Bancos Centrais podiam emitir moeda, na forma de notas de dinheiro ou de depósitos ao sistema financeiro sem que

[1] "Gold was an objective value, an equivalent of wealth produced. Paper is a mortgage on wealth that does not exist [...]", https://www.azquotes.com/author/12074-Ayn_Rand/tag/gold, acesso em 08/06/2020

houvesse um lastro físico. Em outras palavras, a quantidade de dinheiro disponível na economia de um país dependia da quantidade de lastro que existisse depositada naquele sistema financeiro, e não estava sob o controle do Banco Central. Os metais preciosos, mas em especial o ouro, adquiriram essa função de lastro ao longo da história, por apresentar características desejáveis: alta densidade de valor (fácil portabilidade), durabilidade e divisibilidade.

O argumento para que não houvesse emissões sem lastro é de que a criação desenfreada de dinheiro em uma economia com a capacidade produtiva constante apenas causaria elevação de preços, ou seja, inflação. De fato, em inúmeras ocasiões quando se quebrou o vínculo da moeda com o metal, ocorreram processos inflacionários ou hiperinflacionários. Inflação descontrolada é profundamente destrutiva para a economia, por dois principais motivos. O primeiro é que o mecanismo de preços é a base do sistema de mercado: são os preços que sinalizam aos agentes quais bens são mais ou menos demandados, equilibrando a oferta e a demanda. O segundo é um efeito perverso de concentração de renda: a corrosão do poder de compra prejudica sistematicamente as camadas mais pobres da população, pois os efeitos do aviltamento monetário não são homogêneos pela economia. Esse processo é chamado "Efeito Cantillon", em homenagem ao economista franco-irlandês Richard Cantillon[2] que o descreveu. O que ocorre é que, se um governo injeta dinheiro numa economia sem excesso de capacidade produtiva, o aumento resultante nos preços não acontece de maneira uniforme. O processo eleva inicialmente o preço de alguns bens ou ativos e somente depois se espalha de forma generalizada. Ou seja, os agentes que recebem os novos créditos antes, normalmente bancos, grandes empresas ou grandes investidores, são beneficiados indevidamente, pois nem toda a economia reagiu ainda à criação da moeda. Esses entes fazem investimentos ou consomem a preços ainda não inflados, mas causam o início de uma onda de elevação de preços. Quando os recursos finalmente atingem toda a população, em especial as camadas mais pobres que se utilizam de papel-moeda, todos os preços já se elevaram, ou seja, o dinheiro já vale menos e essas pessoas são mais prejudicadas pelo processo inflacionário.

Em função das preocupações com esses efeitos altamente negativos das altas taxas de inflação, a paridade da moeda com o ouro foi mantida, com alguns hiatos, até o início da década de 1970, quando Richard Nixon rompeu a conversibilidade do dólar. Como os preços das demais moedas eram fixados contra o dólar desde o acordo de Bretton Woods, a ação de Nixon acabou por romper a conversibilidade das moedas globais, resultando, novamente, num longo período inflacionário. No entanto, diferentemente das ocasiões anteriores, esse processo inflacionário foi debelado sem que os países centrais retomassem a conversibilidade, através das políticas monetárias rigorosas implantadas no início dos anos 1980 pelo então presidente do Fed, Paul Volcker. Por conta dessa vitória contra o processo inflacionário, passou a ser ortodoxa a visão econômica de que não é necessária uma moeda conversível em metal, mas que uma boa gestão monetária permite que a economia funcione bem com uma moeda "fiduciária", ou seja, uma moeda que não tem lastro em ouro.

Administrar bem uma moeda fiduciária não é uma tarefa trivial. Especialmente em países emergentes, há incentivos perversos para os governos pressionarem o Banco Central a imprimir moeda para financiar gastos públicos ou para "promover crescimento" às custas de inflação. Sabemos bem pela nossa experiência hiperinflacionária e pelo fracasso retumbante da "nova matriz macroeconômica" que esses processos efetivamente resultam na corrosão do valor da moeda e nas consequências perversas do efeito Cantillon. No entanto, a vantagem incontestável da moeda fiduciária é que ela permite a implementação de políticas expansionistas poderosas quando há ociosidade excessiva na economia, que é exatamente o que o mundo viveu após 2008 e está vivendo agora em 2020, de forma talvez mais profunda.

Consequências para os preços dos ativos

O fato de que a moeda fiduciária permite essa melhor administração econômica em tempos de crise e desalavancagem não quer dizer, no entanto, que suas consequências econômicas não existam. Por exemplo, é razoável argumentar que as duas ondas de expansão monetária mencionadas iniciaram o processo de estímulo econômico através do canal de portfólio, estimulando a tomada de risco e elevando os preços dos ativos financeiros: títulos de renda fixa, ações, imóveis, investimentos alternativos etc. Isso é também uma manifestação do efeito Cantillon, e, novamente, os detentores de ativos, normalmente as pessoas com maior riqueza, foram mais beneficiados por essas políticas. As consequências não intencionais do afrouxamento monetário precisam, portanto, ser consideradas na análise de investimentos.

[2] https://pt.wikipedia.org/wiki/Richard_Cantillon

Isso nos traz finalmente ao tema principal da carta: nossa visão construtiva para o preço do ouro em diferentes cenários, e como esse ativo pode complementar bem uma estratégia diversificada. Por ter as propriedades que mencionamos acima, o ouro sempre foi entendido como um lastro eficiente as moedas nacionais até a adoção generalizada da moeda fiduciária. Mesmo depois disso, o ouro[3] manteve essa característica de ter como principal função a reserva de valor e não aplicações industriais ou produtivas, o que faz com que seu preço se valorize em momentos em que as taxas de juros reais caem e quando há criação de moeda para combater a deflação. Essa não é uma relação intuitiva: quando ocorrem crises deflacionárias como a que vivenciamos este ano, o preço das commodities tende a cair (ou desabar, para ser mais preciso) juntamente com as taxas de juros reais. Não é o que ocorre com o ouro: por ser na prática uma "moeda com taxa de juros nominal zero", quando há uma expansão da base das moedas fiduciárias, com queda na taxa de juros reais, o preço do ouro se eleva. Essa relação inversa foi batizada de Paradoxo de Gibson por John Maynard Keynes em homenagem ao economista britânico Alfred Herbert Gibson, que a identificou em 1923.

Fonte: Bloomberg

De fato, o preço do ouro e as taxas de juros reais apresentam uma forte correlação negativa - quando as taxas de juros caem, o ouro tende a se valorizar. No período que se seguiu à crise financeira global, quando os juros de 10 anos nos EUA se mantiveram continuamente abaixo 2%a.a., observou-se um desempenho positivo nos preços da *commodity.* Já no segundo semestre de 2018, quando as taxas das *treasuries* de 10 anos chegaram a tocar 3%a.a. com o discurso mais duro de Jerome Powell, os preços do ouro caíram de forma significativa. Portanto, o ouro como ativo tem essa natureza dual, respondendo tanto ao balanço de oferta (empresas mineradoras) e demanda (joalheria) quanto, e principalmente, ao movimento global das taxas de juros reais, que o torna mais ou menos atrativo quando visto como uma moeda com taxa de juros nominal zero.

Assim, as políticas estimulativas implementadas pelo Fed e pelos demais bancos centrais após a crise financeira global e até meados de 2013 se mostraram altamente positivas para o preço do ouro, como esperado pela observação de Alfred Gibson. A crise de 2020 vem se mostrando mais rápida, ampla e profunda que a crise da década passada, atingindo todos os países e sendo mais dispersa setorialmente, não estando concentrada nos setores financeiro e de construção. Em apenas quatro semanas, 22 milhões de americanos entraram com pedidos de auxílio desemprego, enquanto levou um ano e meio para que se chegasse ao ápice da destruição de postos de trabalho durante a Grande Recessão. Sem dúvida os riscos deflacionários estão de volta, e assim como na crise anterior, os bancos centrais deverão continuar com a política monetária expansionista. Se, por um lado, isso impede uma espiral deflacionária, por outro lado incentiva a contínua alta dos preços dos ativos de risco, em uma manifestação moderna do efeito Cantillon.

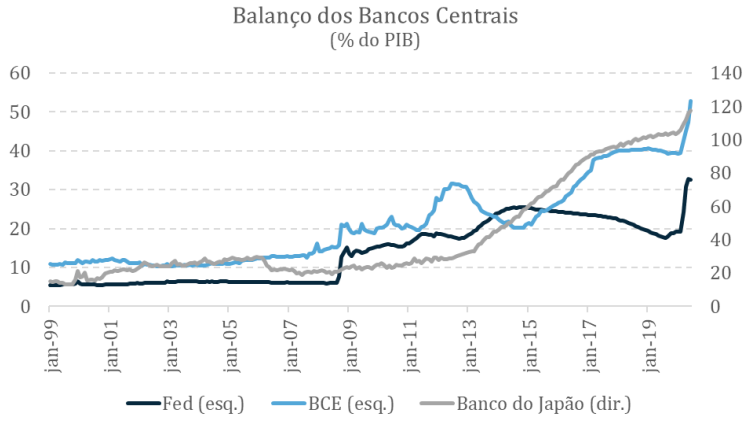
Acreditamos que há dois fatores preponderantes determinando o desempenho dos ativos neste momento. De um lado, há a profunda queda da atividade econômica causada pelas medidas de contenção do coronavírus, e que, por si só, colocam em risco a viabilidade e a solvência de inúmeros negócios. Por outro lado, há a injeção colossal de estímulos monetários e fiscais, com o intuito de manter a liquidez das pessoas e empresas para que possam sobreviver economicamente a esse período. Essa injeção está sendo maior e mais rápida dessa vez, em grande parte

[3] E de algumas outras commodities em menor grau, como a prata

pela natureza exógena do choque pelo qual estamos passando – não é culpa de banqueiros ou mutuários irresponsáveis como na Grande Recessão, mas, de certa forma, uma tragédia natural. Se por um lado há uma grave crise econômica, na qual empreendedores não podem gerar receita, mas ainda precisam arcar com custos, por outro lado os mercados de ativos permanecem impulsionados fortemente por toda a liquidez provida e pela esperança de que os danos econômicos serão superados em alguns meses.

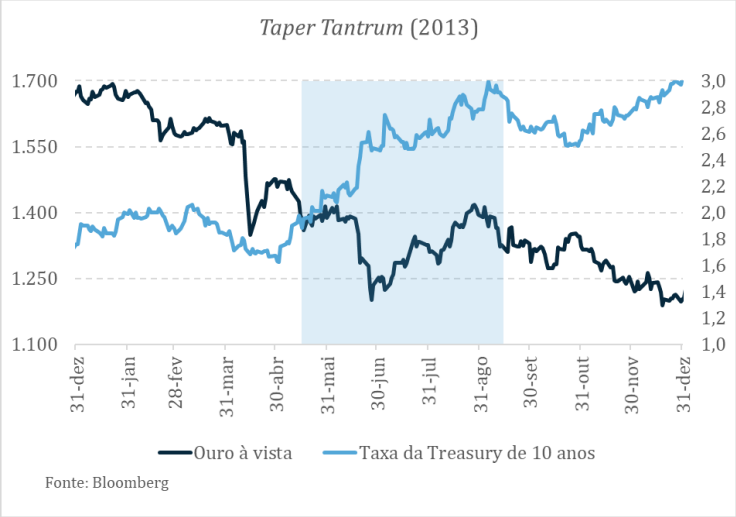
O suporte do afrouxamento quantitativo

Assim como ocorrido na Grande Recessão, a taxa de juros foi reduzida rapidamente para os valores mínimos de forma a combater os efeitos da pandemia de coronavírus. A aplicação de taxas negativas não é um consenso entre os banqueiros centrais, e, portanto, é possível argumentar é possível argumentar que eles, em especial o Fed, buscarão evitar mais reduções. Isso não quer dizer, no entanto, que as autoridades monetárias tenham ficado sem munição, mas sim que, como em 2008/2009, continuarão implementando os programas de "afrouxamento quantitativo", um nome moderno e elegante para a antiga prática que citamos de "imprimir dinheiro" de forma a manter as taxas de juros reais deprimidas. Neste ciclo, em particular, a velocidade da aplicação dos estímulos é inédita, mesmo considerando-se a crise anterior, como podemos ver no gráfico a seguir. Em combinação com a redução dos juros reais baixos, essa elevação da base monetária é um outro suporte aos preços dos ativos em geral e dos metais preciosos em particular.



Fonte: Bloomberg

A relação entre os a criação de moeda causada pelo afrouxamento quantitativo e o nível de preços da economia não é automática. Em momentos de forte retração da demanda, a inflação pode até mesmo cair apesar de uma forte expansão dos agregados monetários. No entanto, no que tange os ativos financeiros e, portanto, o preço dos metais preciosos, a relação é mais forte. De fato, quando Ben Bernanke anunciou, em meados de 2013, que o Fed começaria a reduzir o afrouxamento quantitativo, provocou uma forte queda nos preços dos ativos, inclusive do ouro, que ficou conhecida como *taper tantrum* – um "chilique do mercado", numa tradução mais ou menos literal.



Fonte: Bloomberg

Um investimento atraente em diferentes cenários

O cenário que descrevemos até agora nos leva a uma visão favorável para ativos de risco, mas nos chama atenção para um alerta que muitos investidores experientes têm feito: será que as políticas expansionistas não estão sendo implementadas de forma excessiva ou que serão prolongadas por um período demasiadamente longo, de forma que causem efetivamente um processo inflacionário no futuro? Embora não acreditemos que esse seja o cenário mais provável, a incerteza que envolve esse episódio único em nossas carreiras não nos permite descartá-lo por completo.

E isso nos leva à conclusão interessante de que o ouro pode ser um investimento diversificador interessante para uma carteira de ativos de risco, apesar de seus preços já terem apresentado alta importante. Como apresentamos, de acordo com o paradoxo de Gibson, o preço do ouro deverá ter bom desempenho se as taxas de juros reais permanecerem baixas ou caindo. A taxa de juros real é a diferença entre a taxa nominal de juros e as taxas de inflação, e ela pode permanecer baixa ou cair em diversos cenários. Na situação benigna que antevemos, os bancos centrais manterão as taxas reais deprimidas por suas políticas até que a demanda agregada retorne, e isso não deve causar um efeito inflacionário. No entanto, num cenário negativo em que a capacidade produtiva da economia seja erodida e em que os estímulos fiscais e monetários se mostrem excessivos, acreditamos que as taxas reais permanecerão deprimidas não pelas políticas dos bancos centrais, mas pela própria elevação das taxas de inflação. Essa combinação torna a posição em ouro muito diversificadora: o efeito Cantillon justifica a alta dos preços dos ativos de forma geral, e o paradoxo de Gibson indica que o ouro não só pode ter um bom desempenho num cenário benigno como também na hipótese de um surto inflacionário futuro.

Concluímos, assim, que posições compradas em ouro ou ativos ligados aos metais preciosos são estratégias interessantes numa carteira diversificada e multiestratégia caso os bancos centrais continuem os programas de estímulo, seja através de juros negativos, seja com ampliação do afrouxamento quantitativo, mesmo que essas políticas resultem numa futura elevação da inflação. Num ambiente em que há uma escassez de hedges por conta da elevada incerteza do cenário, essa exposição pode ser uma componente interessante da "paridade de risco". A paridade de risco consiste em balancear estratégias de ativos pró cíclicos com uma carteira de proteção, mas com as taxas de juros em países desenvolvidos já próximas a zero ou negativas e os preços das opções ainda muito elevados, uma combinação de ações com operações compradas em ouro pode ser bastante interessante. Em uma metáfora que talvez deixasse Ayn Rand profundamente perturbada, podemos dizer que o Fed e os bancos centrais são hoje o "Atlas", carregando nas costas os preços dos ativos financeiros de todo o mundo em meio à maior crise de nossas vidas.

Equipe Persevera.

Disclaimer: As informações contidas nesta carta têm objetivo exclusivamente informativo e não constituem recomendação de investimento nem tampouco oferta de venda de quaisquer valores mobiliários. Esta carta e as informações nela contidas são estritamente confidenciais, para uso exclusivo de quem as recebeu, e não poderão ser divulgadas ou distribuídas a terceiros, total ou parcialmente, sem a prévia autorização por escrito da Persevera. Qualquer oferta ou solicitação para oferta de quaisquer valores mobiliários somente será realizada em observância à regulamentação aplicável. Ao receber esta carta, o receptor concorda em não divulgar ou disponibilizar cópias desta carta, tampouco qualquer informação aqui contida. Esta carta e as informações aqui contidas não devem ser levadas em consideração como aconselhamento financeiro, jurídico, contábil, tributário ou como recomendação de investimento. Os receptores desta carta poderão entrar em contato com a Persevera a fim de sanar quaisquer dúvidas, procedimentos e metodologias aqui descritas. Embora os autores desta carta tenham tomado todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas sejam verídicas, eles não se responsabilizam pela exatidão, veracidade ou abrangência de tais informações, tendo em vista que as informações aqui descritas podem mudar a qualquer momento, inclusive, por razões alheias a vontade da Persevera.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

persevera@persevera.com.br
Rua Pedroso Alvarenga, nº 691 – CJ 1607
São Paulo – SP / Itaim Bibi
(11) 4780-3794