A análise fundamental, o que é, o que promete e por que razão os mercados não lhe obedecem.

Depois do quantitativo e do qualitativo resta a terceira forma de abordar os mercados, e é a mais antiga e a mais ensinada das 3: a análise fundamental, que consiste em estudar o valor de um ativo a partir da informação económica e financeira que o rodeia, e em assumir que o preço, tarde ou cedo, termina a refletir esse valor. Para uma empresa isso significa olhar para os seus balanços, os seus lucros, a sua dívida e os seus fluxos; para uma moeda significa olhar para as taxas de juro, a inflação, o crescimento e a balança comercial do país que a emite; e para uma matéria-prima significa olhar para quanto se produz, quanto se consome e quanto há armazenado.

No caso do ouro o manual fala da inflação, geopolítica, produção mineira, da procura de joalharia e indústria, das compras dos bancos centrais e das taxas de juro reais. E sobre essa base constrói uma conclusão: se o valor está acima do preço compra-se, e se está abaixo vende-se, com a ideia de que o mercado corrigirá a distância, ou que o trader poderá acompanhar o preço na direção que a economia dita.

Essa é a promessa completa da teoria tradicional, e o que quero desenvolver neste documento é por que razão essa promessa se cumpre tão pouco nos mercados atuais, onde tem efetivamente uso, e o que há que fazer para que sirva de algo.

O primeiro ponto está na matéria-prima com que trabalha: a análise fundamental depende por completo de que as cifras que utiliza sejam verdadeiras, e no meu modelo económico levo meses a documentar que não o são neste sistema financeiro atual, que o emprego, a inflação e o crescimento oficiais são construções que o sistema financeiro necessita de mostrar em cada momento, e que a economia real vai por outro caminho; portanto, quem aplica a análise fundamental tal e qual sobre as cifras oficiais está a avaliar um ativo com dados que já vêm orientados, e a sua conclusão herda essa orientação sem o saber, mas mesmo que as cifras fossem exatas, o problema de fundo continuaria a existir, porque a análise fundamental assume que o preço responde ao valor, e o preço não responde ao valor: responde ao que a dinâmica de mercado executa sobre o ativo real em cada tramo, a quem está a apanhar, a que contraparte está a limpar, a que objetivos têm os modelos institucionais, e essa execução tem as suas próprias razões, que na maioria dos casos não têm relação com o que o ativo vale.

Dessa realidade sai o padrão que qualquer pessoa pode comprovar olhando para um ano de mercado. Quando alguém aplica a análise fundamental sobre as cifras oficiais vê como, mesmo com tudo o que é económico a favor de uma direção, o mercado vai na contrária — o ouro deste ano deixou-o demonstrado: nenhum dos seus fundamentais explica a subida aos 5.600 em janeiro, nem a queda de mais de 1.600 dólares em plena guerra, nem o rally até quase 4.700 em agosto quando pôde executá-lo quando economicamente tinha

condições mais favoráveis enquanto caía aos 3.900, nem a correção posterior. A produção mineira não mudou, a joalharia não mudou, os bancos centrais continuaram a comprar durante a queda e durante a subida, e as taxas reais estiveram elevadas nos 2 tramos, ou seja, as mesmas condições fundamentais acompanharam movimentos opostos, e o mesmo ocorre com o dólar, que se fortaleceu com dados que o manual chama fracos e se debilitou com dados que o manual chama fortes, consoante o que a dinâmica necessitava em cada momento.

A explicação está na base sobre a qual se movem estes mercados, pelo menos os que têm derivados em cima, ou seja, os mais famosos do mundo, que é onde se forma a contraparte: esses mercados não se movem por valor, movem-se por especulação executada, e quem entra por fundamentais entra convencido e com paciência, que é exatamente o tipo de posição que a dinâmica usa como contraparte para fazer o contrário. Há um momento em que a análise fundamental parece funcionar, e há que entender bem para não o confundir com uma confirmação: quando o preço se move na direção que os fundamentais indicavam não é que o mercado tenha obedecido e respondido ao valor, é que a dinâmica especulativa, pelas suas próprias razões, coincidiu em direção com a narrativa; a base do movimento continua a ser a mesma de todos os outros — execução sobre o ativo real —, e a coincidência com o dado faz com que de fora pareça causa o que foi acompanhamento. E há um segundo mecanismo que reforça essa aparência: uma narrativa económica produz por si mesma especulação; quando se instala a ideia de que um dado é altista para o dólar, uma quantidade de capital posiciona-se nessa direção antes e depois da publicação, e essa concentração é material que a dinâmica de mercado pode usar, às vezes a favor, para acelerar um movimento que já tinha preparado, e às vezes contra, para limpar os que entraram pela narrativa.

Assim, o fundamental funciona nos mercados como acelerador e como desculpa, e em nenhum dos dois casos como causa; é uma desculpa constante que perante os traders lhes justifica a razão por que perderam — nisto são pioneiros os falsos meios de comunicação da atualidade que reluzem ignorância dia a dia, e também corrupção, já que são pagos para manter todo o sistema financeiro camuflado.

Com isso assente, existe sim um terreno onde a análise fundamental tem uso real, e são dois. O primeiro é o longo prazo: em prazos de anos os fundamentais têm mais capacidade de se impor sobre o sistema financeiro, porque a especulação se esgota e a realidade de fundo termina a aparecer, embora mesmo esse prazo se tenha vindo a esticar com a estrutura atual dos mercados. E o segundo, que é o que mais me interessa, é a economia real: para entender o que está a ocorrer com um país, com a sua produção, com o seu consumo, com a sua dívida e com a sua moeda na vida das pessoas que nele vivem, a análise fundamental é a ferramenta correta, e dela saem conclusões certas; o que acontece é que essas conclusões descrevem a economia e não o preço, e quem as traslada diretamente para o gráfico está a usar um mapa de um território para caminhar por outro.

E aqui entra a forma como eu a uso, que é distinta da do manual: não utilizo a análise fundamental para saber para onde vai o preço, utilizo-a para medir a descorrelação, ou seja, a distância entre o que dizem as cifras oficiais, o que ocorre na economia real e o que fazem os mercados. E essa distância é sim informação de muito valor, porque quando um dado é publicado eu não me pergunto o que diz o dado sobre a economia: pergunto-me que uso vai dar o sistema financeiro a esse dado nesse momento, se lhe serve para justificar uma direção que já vinha a executar, se lhe serve para limpar, ou se o vai ignorar porque não precisa dele. E para responder a isso faz falta a análise fundamental como base — há que saber o que diz a cifra e o que deveria dizer na realidade —, mas a conclusão dá-a a leitura da dinâmica, não o dado; esse é o critério próprio a que me refiro: separar três coisas que o manual junta numa só — o que a cifra afirma, o que a realidade mostra e o que o mercado vai fazer com ambas —, e somente a terceira tem relação direta com o preço.

Por isso nas minhas análises o modelo económico e a leitura do ouro vão em blocos separados. O primeiro descreve a economia real filtrada pelos dados fraudulentos e antecipa como se vão construir as cifras e que narrativa vão sustentar, e o segundo lê o que a oferta e a procura real estão a executar; e quando os dois coincidem em direção, como ocorreu com o ouro a maior parte deste ano, não é porque o fundamental tenha mandado como nos fazem crer: é porque o sistema financeiro necessitava dessa direção e as cifras acomodaram-se a ela. E quando não coincidem, quem decide é o segundo, sem exceção; uma análise fundamental que não incorpora essa hierarquia termina a ser uma lista de razões pelas quais o preço deveria fazer algo, e o preço não faz o que deveria: faz o que a dinâmica executa, ainda que vá contra o que é lógico perante os nossos olhos.

Fica então a primeira aula da análise fundamental explicada: uma forma de avaliar ativos a partir da informação económica que os rodeia, com a promessa de que o preço refletirá esse valor, construída sobre cifras que na atualidade vêm orientadas, e sustentada sobre uma premissa que os mercados com derivados não cumprem, porque se movem por execução especulativa e não por valor; útil a longo prazo e útil para entender a economia real, mas enganadora quando se traslada diretamente para o gráfico, onde funciona como acelerador ou como desculpa e termina a converter em contraparte quem a segue com fé, e com um uso real somente quando se aplica com critério próprio, para ler a descorrelação entre o oficial, o real e o financeiro, e para antecipar o uso que o sistema dará a cada dado.

Reagam bastante para continuar com estes PDFs, e até à próxima.