

# A FEBRE DO OURO

**JAMES RICKARDS**



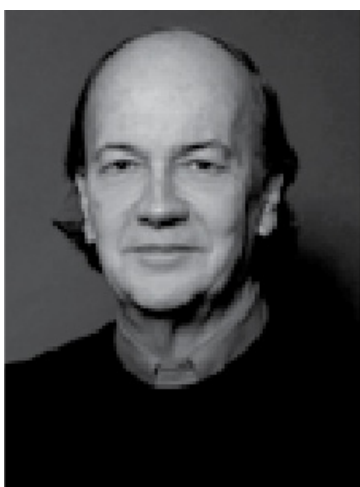
**EMPIRICUS**  
RESEARCH



Ouro é dinheiro, mas tem sido em grande parte ignorado por economistas acadêmicos e formuladores de políticas econômicas. Ainda assim, o nobre metal nunca saiu completamente de cena, preservando sua importância nos bastidores. Ele continua indispensável para as reservas das grandes economias do planeta e será ainda mais relevante nos próximos anos. Compreender a dinâmica do ouro nos fornece a referência para entender o futuro do sistema monetário internacional.

Em *A FEBRE DO OURO*, Jim Rickards mostra por que esse é um dos ativos mais seguros para nos proteger das complexas forças econômicas e da instabilidade política do século XXI. Você também verá como os investidores inteligentes estão fazendo para ter ouro físico em sua carteira.

“Eu pessoalmente tenho mais de US\$ 1.000.000 investidos nesta técnica para proteger a mim e a minha família... e sugiro fortemente que todo brasileiro dedique um pouco de seus investimentos a esse ativo – **IMEDIATAMENTE.**” – Conselheiro do Pentágono e da CIA, James Rickards



***JAMES RICKARDS*** é o editor da newsletter financeira ***STRATEGIC INTELLIGENCE***.

Ele também é o autor dos best-sellers ***A GUERRA DAS MOEDAS*** e ***A GRANDE QUEDA***. É gestor de carteiras do West Shore Group e consultor em economia internacional e ameaças financeiras do Departamento de Defesa e da comunidade de inteligência dos Estados Unidos. Trabalhou como consultor na primeira simulação de guerra financeira conduzida pelo Pentágono.



# **A Febre do Ouro**

James Rickards



Para minha mãe, Sally Rickards, que me ensinou algo mais valioso do que o ouro: amor.





*As doze portas eram doze pérolas; cada porta feita de uma única pérola. A rua principal da cidade era de ouro puro, como vidro transparente.*

**Apocalipse 21:21**



Copyright © James Rickards, 2016

Todos os direitos reservados

Publicado por Empiricus Research

Capa e Design

Guilherme Montanari

Diagramação

Guilherme Montanari

Tradução

Mahana Pelosi Cassiavillani

Revisão

Cássio Pelin

1ª edição: setembro de 2016

---

Empiricus Research

Rua Joaquim Floriano, 913

Itaim Bibi – São Paulo, SP

[www.empiricus.br](http://www.empiricus.br)



# Índice

<b>Introdução .....</b>	<b>08</b>
<b>Capítulo 1 .....</b>	<b>27</b>
<b>Ouro e o Fed</b>	
<b>Capítulo 2 .....</b>	<b>31</b>
<b>Ouro é dinheiro</b>	
<b>Capítulo 3 .....</b>	<b>55</b>
<b>Ouro é seguro</b>	
<b>Capítulo 4 .....</b>	<b>81</b>
<b>Ouro é constante</b>	
<b>Capítulo 5 .....</b>	<b>105</b>
<b>Ouro é resiliente</b>	
<b>Capítulo 6 .....</b>	<b>131</b>
<b>Como adquirir ouro</b>	
<b>Conclusão .....</b>	<b>147</b>
<b>Agradecimentos .....</b>	<b>150</b>



# Introdução

*“Ouro é uma relíquia bárbara.”*

Quantas vezes você já ouviu essa frase? Se, como eu, você escreve e fala publicamente sobre ouro, deve tê-la ouvido milhares de vezes. É parte de uma ladainha muito bem ensaiada por aqueles que têm confiança completa em papel-moeda e nenhuma confiança em ouro. Assim que alguém diz algo bom sobre ouro, surge essa resposta robótica dos fãs da moeda fiduciária.

A reação antiouro é intergeracional. Nas gerações mais velhas, há doutores que se formaram na era dos famosos inimigos do ouro, como Milton Friedman. Essa geração inclui Paul Krugman, Barry Eichengreen, Nouriel Roubini, Martin Feldstein e outros que cobrem todo o espectro ideológico, da direita à esquerda. As outras contribuições teóricas de Friedman estão em grande parte obsoletas (taxas de câmbio flutuantes não são tão boas, e a velocidade do dinheiro não é estável). Mesmo assim, isso não prejudicou como seus acólitos percebem o ouro.

Esses gigantes antiouro agora recebem uma jovem geração educada (ou deseducada) para acreditar que ouro não tem espaço no sistema monetário. São blogueiros e comentaristas proeminentes, como Barry Ritholtz, Matt O’Brien, Dagen McDowell e Joe Weisenthal. A multidão antiouro não se importa se você utiliza anéis ou relógios de ouro, apesar de observar com condescendência e pena pessoas que revelam possuir barras e moedas de ouro. Eles mostram suas garras à mera menção de um padrão-ouro. É inaceitável. Eles estão prontos, como uma carabina de resposta imediata, para disparar argumentos explicando por que um padrão-ouro não pode funcionar, não vai funcionar e nunca funcionou.





Epítetos como arcaico e neandertal são utilizados com frequência.

Este livro, *Febre do Ouro*, argumenta que ouro é dinheiro, que padrões monetários baseados em ouro são possíveis e até mesmo desejáveis e que, na ausência de um padrão-ouro oficial, as pessoas devem utilizar um padrão-ouro individual, comprando ouro para preservar patrimônio.

É reconfortante saber que não estou sozinho em minha defesa do ouro. Com a nova geração de críticos do ouro surge uma nova geração de atenciosos e inteligentes defensores do metal. Essas “jovens armas do ouro” incluem Ronni Stoeferle e Mark Valek, em Viena; Jordan Elieso e Janie Simpson, em Sydney; Jan Skoyles, em Londres; Koos Jansen (pseudônimo de Jan Nieuwenhuijs), na Holanda; e Elaine Diane Taylor, em Vancouver. É uma ótima rede! Eles são uma fonte constante de incentivo e de novos insights para mim.

Mesmo assim, antes de argumentarmos a favor do ouro, seria prudente primeiro demolir a acusação contra o ouro. A próxima vez que um inimigo do ouro recorrer a uma resposta de reflexo, você poderá argumentar com fatos e não com clichês.

Qual é a acusação contra o ouro? Os críticos sabem tudo de cor. Veja quais são as principais questões:

1. Ouro é uma “reliquia bárbara”, de acordo com John Maynard Keynes.
2. Não há ouro suficiente para sustentar o comércio e o mercado financeiro.
3. A oferta de ouro não cresce na mesma velocidade que o resto do mundo.



4. Ouro causou a Grande Depressão.

5. Ouro não tem *yield*.

6. Ouro não tem valor intrínseco.

Cada uma dessas afirmações é obsoleta, falsa ou, ironicamente, um argumento a favor do ouro. Isso não impede ideólogos da moeda fiduciária de utilizá-las. Vamos dissecá-las uma a uma.

### ***Ouro é uma “reliquia bárbara”, de acordo com John Maynard Keynes***

É fácil refutar esse argumento. Keynes nunca disse isso.

O que ele disse é mais interessante. Em seu livro, *Monetary reform (1924)*, Keynes escreveu, “Na verdade, o padrão-ouro já é uma reliquia bárbara”. Keynes não estava discutindo o ouro, mas um padrão-ouro e, no contexto de 1924, ele estava certo. O notadamente falho padrão-ouro, que prevaleceu sob diversas formas, de 1922 a 1939, nunca deveria ter sido adotado e deveria ter sido abandonado muito antes de seu fim, na época da deflagração da Segunda Guerra Mundial.

Keynes era, acima de tudo, pragmático. Em julho de 1914, no início da Primeira Guerra Mundial, ele foi a voz mais persuasiva em favor de continuar no clássico padrão-ouro em vigor desde 1870. A maioria dos países em guerra abandonou o padrão-ouro imediatamente para financiar a guerra com o ouro que tinha. O Tesouro de Sua Majestade e o Banco da Inglaterra queriam fazer o mesmo.



Keynes argumentou que ouro como dinheiro era finito, mas crédito era elástico. Ao continuar no padrão-ouro e manter o papel de Londres como centro financeiro mundial, o crédito do Reino Unido melhoraria. Londres poderia tomar emprestado o dinheiro necessário para financiar a guerra.

Foi exatamente isso o que aconteceu. *The House of Morgan*, em Nova York organizou empréstimos massivos para o Reino Unido e não emprestou para a Alemanha ou para a Áustria. Esse financiamento foi crucial para a Grã-Bretanha até que os Estados Unidos entrassem na guerra em 1917. A vitória veio no ano seguinte.

Em 1925, como ministro das Finanças, Winston Churchill contemplou fazer com que o Reino Unido voltasse ao padrão-ouro com paridade pré-guerra. Keynes disse a Churchill que seria um desastre deflacionário. Keynes foi contra o padrão-ouro, mas insistiu que, se a Grã-Bretanha o adotasse, seria importantíssimo acertar no preço. Keynes recomendou um preço muito mais alto para o ouro, e Churchill o ignorou. O resultado foi deflação e depressão massivas na Grã-Bretanha, anos antes da depressão atingir o resto do mundo.

Em julho de 1944, próximo ao fim de sua vida, Keynes defendeu, em Bretton Woods, uma nova forma de moeda mundial, que ele batizou de bancor, o predecessor teórico do Direito Especial de Saque (DES). O bancor seria lastreado por uma cesta de *commodities* que incluiria o ouro. Não era um padrão-ouro em sentido estrito, mas dava ao ouro um importante lugar no sistema monetário. O plano de Keynes foi colocado de lado em favor de um padrão-dólar-ouro liderado pelos Estados Unidos, que durou de 1944 a 1971.

Em resumo, Keynes defendeu o ouro no início de carreira, foi um astuto consultor de ouro durante a carreira e defendeu novamente o



ouro no final da carreira. Ele desacreditou a operação de um defeituoso padrão-divisa-ouro. Tenha em mente a visão complexa de Keynes em relação ao ouro na próxima vez que alguém citar o termo “reliquia bárbara” para você.

### ***Não há ouro suficiente para sustentar o comércio e o mercado financeiro***

Apesar de essa afirmação não fazer sentido, vamos abordá-la porque ela é umas das falácias mais comumente utilizadas por fãs de moeda fiduciária.

A quantidade de ouro no mundo está sempre fixa em determinado nível, sujeita a aumento por meio da mineração. Atualmente, o mundo tem cerca de 180 mil toneladas métricas de ouro, 35 mil das quais são ouro oficial em bancos centrais, Ministérios de Finanças e fundos de países. Esse ouro pode sustentar qualquer quantidade de comércio e mercado financeiro em um padrão-ouro, mas *por um preço*, o qual pode ser determinado pelo cálculo da relação entre ouro físico e oferta de moeda.

É preciso fazer algumas suposições para realizar o cálculo. Quais moedas serão incluídas no padrão-ouro? Qual é a base monetária (M0, M1, etc.) que deve ser usada? Que relação ouro/moeda é melhor? Essas são questões legítimas que os bancos centrais responderam de forma diferente ao longo do tempo.

De 1815 a 1914, o Banco da Inglaterra conduziu um padrão-ouro bem-sucedido, com cerca de 20% de lastro de ouro. De 1913 a 1965, o Fed precisava ter pelo menos 40%. Geralmente, quanto mais confiança as pessoas têm no banco central, menor é a quantidade de ouro necessária para manter um padrão-ouro estável.





Com essas informações, é possível calcular o preço do ouro para cada conjunto de suposições. Por exemplo, se os EUA, a Zona do Euro e a China concordassem em um padrão-ouro utilizando M1 como base monetária e um lastro de 40% de ouro, o preço do ouro seria de cerca de US\$ 10 mil por onça. Se utilizassem M2 como base monetária com 100% de lastro, o preço do ouro seria de cerca de US\$ 50 mil por onça.

Um padrão-ouro iniciado a US\$ 1,1 mil por onça seria altamente deflacionário (se a oferta de moeda fosse reduzida de acordo com a necessidade) ou altamente instável (se as pessoas corresse para comprar ouro barato do governo).

A resposta curta a essa crítica é que sempre há ouro suficiente para um padrão-ouro, contanto que você especifique um preço estável e não deflacionário.

Quando os críticos dizem “não há ouro suficiente”, o que eles realmente querem dizer é que não há ouro suficiente a preços atuais.

Essa não é uma objeção ao padrão-ouro. É uma objeção a um confronto franco entre o valor real do papel-moeda em relação ao ouro físico. Esse confronto ocorrerá conforme a confiança no papel-moeda for acabando, e um padrão-ouro ganhar visibilidade como forma de restaurar a confiança no sistema econômico.

### ***A oferta de ouro não cresce na mesma velocidade que o resto do mundo***

Esse é outro boato que revela uma falta de entendimento sobre como padrões-ouro funcionam.

Um crítico que defende esse argumento não consegue distinguir entre ações de ouro oficial e quantidade total de ouro. Ouro oficial



pertence ao governo e está disponível para sustentar a oferta de moeda. Ouro total inclui ouro oficial mais ouro privado em barras, moedas, joias e decoração.

Se um governo deseja aumentar a oferta de ouro oficial para sustentar a expansão monetária, tudo o que deve fazer é imprimir dinheiro e comprar ouro privado no mercado aberto. A extração de mais ouro não é uma necessidade. A oferta de ouro oficial pode dobrar com a aquisição de ouro privado, caso seja necessário, e quase não afetaria o suprimento total de ouro no mundo (Ouro oficial é apenas cerca de 20% do total das ações de ouro, o que deixa bastante espaço para os governos adquirirem ouro).

Imprimir dinheiro para comprar ouro em um padrão-ouro é apenas mais uma forma de preparação de mercado aberto. Não é diferente de imprimir dinheiro para comprar *bonds*, o que o Fed faz todos os dias. É claro que há consequências de mercado, e políticas monetárias discricionárias podem levar a equívocos. Isso é verdade com ou sem um padrão-ouro. Por fim, mais extração de ouro não limita a habilidade dos bancos centrais de expandir crédito em um padrão-ouro.

Considere as seguintes taxas de crescimento anual de 2009 a 2015:

PIB Mundial 3,5%

População Mundial 1,5%

Produção de Ouro 1,5%

Base Monetária do Fed 100%



## *Qual taxa de crescimento é a outlier?*

É verdade que o PIB mundial cresce mais rapidamente do que a produção de ouro. Se esse fosse o único fator (não é), o mundo ainda poderia crescer em termos reais em potência máxima (sujeito a impedimentos estruturais não monetários), e preços nominais teriam uma pequena tendência deflacionária. Uma pequena deflação é um benefício para consumidores e para poupadores.

Não há motivos para que um padrão-ouro não seja combinado com uma política monetária discricionária. Uma combinação de ouro e de dinheiro de banco central era a norma entre 1815 e 1971, exceto durante a guerra. Bancos centrais agiam como emprestadores de último caso e expandiam ou contratavam a oferta de dinheiro como achavam melhor, de acordo com o padrão-ouro. Na verdade, o principal objetivo do ouro era sinalizar a política monetária apropriada com base na entrada e na saída de ouro.

Quando os críticos dizem que a produção de ouro não sustenta o crescimento mundial, o que realmente querem dizer é que a produção de ouro não sustenta o crescimento mundial inflacionário. Isso é verdade. A inflação transfere riqueza dos ricos para os pobres, dos poupadores para os devedores e dos cidadãos para o governo. A inflação é a política preferida de socialistas e progressistas que são a favor da redistribuição de renda. A objeção ao ouro com base na extração de ouro não se deve ao fato de ele ficar no caminho do crescimento, mas de ficar no caminho do roubo.

## *Ouro causou a Grande Depressão*

Na verdade, a Grande Depressão foi causada por políticas monetárias discricionárias incompetentes conduzidas pelo Fed de 1927 a 1931,



um fato documentado por uma longa linha de acadêmicos monetários incluindo Anna Schwartz, Milton Friedman e, mais recentemente, Ben Bernanke.

A Grande Depressão foi prolongada por intervenções políticas experimentais feitas por Herbert Hoover e Franklin Roosevelt. Esses experimentos fizeram surgir o que Charles Kindleberger chamou de incertezas do regime – grandes corporações e pessoas ricas se recusavam a comprometer capital porque estavam inseguras em relação aos custos de políticas trabalhistas, regulatórias e de impostos. O capital saiu, e o crescimento diminuiu.

A própria pesquisa de Bernanke mostra que, em nenhum momento durante a Grande Depressão, a oferta de moeda foi restringida pela oferta de ouro. A lei permitia que o Fed criasse dinheiro até 250% do valor do ouro que mantinha. A oferta de moeda real nunca excedeu 100% do valor do ouro. Isso significa que a oferta de dinheiro teria mais que dobrado sem o ouro agindo como contenção. O problema com o crescimento da oferta de dinheiro não era ouro; era o fato de que os clientes não queriam tomar emprestado e que os bancos não queriam emprestar. Havia um problema com o crédito bancário e com a confiança do consumidor, não com o ouro.

Internacionalmente, o acadêmico Barry Eichengreen mostrou como os países que desvalorizaram suas moedas em relação ao ouro (França, em 1925, Reino Unido, em 1931, Estados Unidos, em 1933, e Reino Unido e França, juntos, em 1936) receberam benefícios econômicos imediatos por meio de um aumento nas exportações. É verdade que os países que desvalorizaram suas moedas receberam benefícios de curto prazo, mas o resto do mundo, não. O benefício da França em 1925 veio à custa do Reino Unido. O benefício do Reino Unido em 1931 veio à





custa dos Estados Unidos. O benefício dos Estados Unidos em 1933 veio à custa do Reino Unido e da França.

O academicismo brilhante de Eichengreen sofre do que Keynes chamou de falácia da composição, o que significa que o que é bom para uma pessoa não é necessariamente bom para um conjunto de pessoas. Uma pessoa em cima de uma cadeira no meio de um show de rock pode ter uma visão melhor, mas se todos ficarem de pé em cadeiras, quase ninguém consegue ver o show.

A sequência de desvalorizações em relação ao ouro entre 1925 e 1936 mostra a notória dinâmica de empobrecer o vizinho presente nas guerras cambiais. O âmago do problema foi a decisão do Reino Unido de voltar ao padrão-ouro em 1925 a £ 4,25 por onça, a paridade pré-Primeira Guerra Mundial. Porque a Grã-Bretanha dobrou sua oferta de moeda entre 1914 e 1925, em grande parte para financiar a guerra, um retorno à velha paridade significava que a oferta de moeda teria de ser cortada pela metade, o que seria altamente deflacionário. A libra esterlina, supervalorizada, deu à França uma vantagem competitiva entre 1925 e 1931, quando a Grã-Bretanha finalmente quebrou a antiga paridade. A desvalorização de 1931 deu à Grã-Bretanha uma vantagem, principalmente contra os Estados Unidos, até 1933, quando os Estados Unidos também quebraram sua paridade.

O ouro não causou a Grande Depressão; um preço de ouro politicamente calculado e políticas monetárias discricionárias incompetentes causaram.

Para um padrão-ouro funcional, ouro não pode ser subestimado (como no Reino Unido em 1925 e como no mundo hoje). Quando o ouro é subestimado, o dinheiro do banco central é superestimado, e o



resultado é deflação. Um padrão-ouro pode funcionar bem, contanto que os governos estabeleçam o preço do ouro com base analítica em vez de política.

### *Ouro não tem yield*

Essa afirmação é verdadeira, e é um dos argumentos mais fortes em defesa do ouro.

Ouro não tem *yield* ou retorno porque não deve ter. Ouro é dinheiro, e dinheiro não tem *yield* porque não tem riscos. Dinheiro pode ser um meio de troca, uma reserva de valor, uma unidade de conta, mas dinheiro de verdade não é um ativo de risco.

Para esclarecer esse ponto simples, mas elusivo, observe uma nota de um dólar. É dinheiro? Sim. Tem *yield*? Não.

*Yield* vem de colocar dinheiro no banco. Mas, então, deixa de ser dinheiro; torna-se um depósito bancário (O Fed define depósitos bancários como parte da oferta de moeda. Isso ocorre porque o Fed está no negócio de estimular essa ilusão monetária em específico.).

Um depósito bancário não é dinheiro; é o passivo a descoberto de um banco. Os maiores bancos dos Estados Unidos teriam quebrado em 2008 se não fosse pelos resgates governamentais na forma de seguros de depósito expandido, de fundos de mercado monetário garantido, de taxas de juros zero, de *quantitative easing* e de linhas de *swap* (troca de moedas) com bancos centrais e outros tipos de ginástica monetária. Depositantes no Chipre em 2013 e na Grécia em 2015 receberam uma educação dolorosa sobre a diferença entre um depósito bancário e dinheiro. Nos dois casos, os bancos foram fechados, os caixas



eletrônicos foram desligados e o dinheiro em papel logo estava em falta. No Chipre, os depositantes tiveram seus depósitos forçosamente convertidos em ações bancárias. Na Grécia, os cartões de crédito locais não eram processados e uma quase economia de troca surgiu.

Você também pode receber *yield* ao comprar ações, *bonds*, imóveis e outros ativos não monetários. Ainda assim, há riscos. Apesar de muitos investidores pensarem em ações, *bonds* e imóveis como dinheiro, eles são, na verdade, ativos de risco, como um depósito bancário.

Uma moeda de ouro, uma nota de dólar e um *bitcoin* são três formas de dinheiro. Uma é metal, uma é papel e uma é digital. Nenhuma delas tem *yield*. Não é mesmo para ter – elas são dinheiro.

### ***Ouro não tem valor intrínseco***

Quando um repórter ou um blogueiro atacar seu apoio ao ouro dizendo que ele não tem valor intrínseco, você deve parabenizá-lo por seu domínio de economia marxista.

A teoria do valor intrínseco é uma extensão da teoria do valor-trabalho elaborada por David Ricardo em 1811 e mais tarde adotada por Karl Marx no *Manifesto comunista* (1848) e em *O capital* (1867, 1885, 1894), entre outros escritos. A ideia é que o valor de um bem deriva da combinação do trabalho e do capital utilizado em sua produção. Quanto mais trabalho necessário para produzir um bem, mais valioso ele é.

A crítica central de Marx ao capitalismo é de que a burguesia capitalista controla os meios de produção e não paga ao trabalhador uma compensação justa por sua contribuição. Isso significa que os capitalistas extraem mais-valia do trabalho. Marx teorizou que essa



exploração do trabalho pelo capital levaria a uma desigualdade de renda extrema, aumentando a consciência de classe entre os trabalhadores, causando a revolta do proletariado e a derrubada do sistema capitalista, que seria substituído pelo socialismo. A análise de Marx baseou-se na ideia de valor intrínseco.

O problema com essa crítica ao ouro é que as teorias econômicas baseadas em valor intrínseco não têm crédito entre os economistas desde 1871. Foi o ano em que Carl Menger, na Universidade de Viena, introduziu a ideia de valor subjetivo. O *insight de Menger* se tornou o pilar do que mais tarde ficou conhecido como a Escola Austríaca (ou Escola de Viena) de Economia.

Valor subjetivo é o valor designado a um bem por um indivíduo com base em suas necessidades e seus desejos. Esse valor é completamente independente de qualquer valor intrínseco determinado por fatores de produção. Qualquer mineradora de ouro pedindo falência porque o preço de mercado do ouro não cobriu seus custos de produção pode atestar a irrelevância do valor intrínseco.

Ouro quase não tem uso industrial. É útil como dinheiro e quase mais nada. (Peças de joalheria não são um uso separado de ouro. Podem ser visualmente atraentes e agradáveis a quem usa, é riqueza “vestível” – e, dessa forma, um tipo de dinheiro em seu papel de reserva de valor.) Segundo a teoria do valor subjetivo, o preço do ouro vai variar de acordo com a utilidade do ouro para alguém que precise ou deseje dinheiro.

Qualquer troca econômica que vá além do estágio Robinson Crusoe de manufatura simples e de agricultura de subsistência exige dinheiro. Há muitas formas de dinheiro incluindo ouro, dólares, euro, *bitcoin* e, em determinados momentos e lugares, penas, conchas e contas. O valor





de cada forma de dinheiro varia de acordo com as necessidades e os desejos subjetivos de cada indivíduo. Às vezes, dólares podem ser mais úteis e ouro menos, e o preço em dólar do ouro vai cair com base nessa valorização subjetiva. Outras vezes, a confiança no dólar pode despencar, e o preço do ouro pode subir drasticamente.

O valor intrínseco do ouro é um conceito obsoleto, como Menger mostrou 145 anos atrás. Qualquer um que tenha essa objeção ao ouro hoje está casado com a teoria econômica marxista.

\*\*\*

Das cinco mais conhecidas objeções ao ouro como forma de dinheiro, cinco são empírica, analítica ou historicamente incorretas, e uma – ouro não tem *yield* – está correta, mas não é uma crítica, é um truísmo e é consistente com a visão de que ouro é dinheiro.

Não se pode dizer que não há problemas com o uso de ouro como dinheiro. Todo padrão monetário tem seus problemas. A criação de um novo padrão-ouro, por exemplo, exigiria um trabalho técnico extenso em relação à questão da paridade com outras moedas e à manutenção dessa paridade. Uma tarefa como essa seria similar aos oito anos de pesquisa dedicados à convergência de múltiplas moedas europeias em euro com base no Tratado de Maastricht (1992) e no lançamento oficial do euro (1999).

Os críticos do ouro devem oferecer objeções reais (se tiverem alguma), não as evasivas listadas anteriormente.

Deixando de lado os argumentos contra o ouro, consideraremos agora os argumentos a favor. Infelizmente, alguns dos argumentos mais comuns a favor do ouro são tão insubstanciais quanto os contrários.



Por exemplo, alguns fãs de teorias da conspiração acreditam que não há ouro guardado em Fort Knox. Sério? Se o ouro fosse tão valioso quanto eles acreditam que seja, por que o governo o perderia de vista?

Na verdade, a maior parte do ouro americano está guardada de forma segura em Fort Knox, Kentucky e West Point, Nova York, com quantidades muito menores na Casa da Moeda de Denver e no Fed de Nova York. Esse ouro pode ser cedido por meio do *Bank for International Settlements* na Basileia, Suíça, mas isso não significa que o ouro americano não esteja sob custódia americana. *Leasing* de ouro é uma transação de papel sem exigência de entrega física.

Outros defensores de ouro afirmam que o fato de os Estados Unidos não terem auditado seu ouro prova que ele não está lá quando, na verdade, prova o oposto. O governo americano tem muito interesse em minimizar a importância do ouro e deseja que os cidadãos esqueçam que o ouro existe (enquanto mantém mais de oito mil toneladas métricas em armazenagem em profundidade). Também é importante notar que auditorias são reservadas para ativos importantes. Ao se recusar a realizar uma auditoria, o governo continua a fingir que o ouro é trivial. Uma auditoria mostraria respeito ao valor do ouro – essa é a última coisa que o governo deseja.

Nosso objetivo não é ensaiar os mesmos argumentos de sempre, é colocar a discussão do ouro no contexto do século XXI. Isso inclui o papel do ouro nas guerras ciberfinanceiras, a importância do ouro nas sanções econômicas de nações como o Irã e o futuro do ouro como concorrente do dinheiro mundial, o Direito Especial de Saque (DES) emitido pelo Fundo Monetário Internacional.

Agora vamos deixar os críticos do ouro e os fãs mais tendenciosos para trás e partir para a exploração da importância do ouro no mundo digital hiperativo em que vivemos hoje. Será uma jornada intrigante.



# Capítulo 1

## Ouro e o Fed

*Desemprego, a vida precária do trabalhador, a frustração da expectativa, a perda repentina de economias, o excesso de imprevistos, o especulador, o oportunista – tudo surgiu, em grande parte, da instabilidade de um padrão de valor.*

*John Maynard Keynes, Monetary reform (1924)*

O Fed está quebrado? O termo coloquial “Fed” refere-se ao consolidado Sistema de Reserva Federal, que consiste de doze Bancos de Reserva Federal regionais, cada um pertencente a bancos privados da região. Com “quebrado” queremos dizer insolvente – um excesso de obrigações sobre os ativos resultando em um patrimônio negativo. Deixando as definições de lado, a questão continua: o Fed está quebrado?

Tive a oportunidade de discutir o assunto com membros do Conselho de Governadores do Fed, com presidentes de Feds regionais, com funcionários antigos e com candidatos presidenciais, dentre outros. As respostas que recebemos foram “não”, “sim”, “talvez” e “não importa”. Cada uma dessas respostas revela um aspecto preocupante do Fed. Vamos analisar as respostas e o que as pessoas que as proferiram quiseram dizer.



Superficialmente, o Fed não é insolvente. Uma rápida observação do balanço do Fed, no momento em que escrevo este livro, mostra ativos totais de aproximadamente US\$ 4,49 trilhões e capital total (ativos menos obrigações) de aproximadamente US\$ 60 bilhões. Reconhecidamente, o Fed é altamente alavancado (cerca de 75 para 1). A alavancagem amplifica o impacto dos ganhos ou das perdas na balança de capital. Seria necessária uma perda de apenas 1,3% dos ativos do Fed para acabar completamente com seu capital. Em mercados normais de ações e *bonds*, quedas de 1,3% acontecem o tempo todo. O balanço do Fed é altamente alavancado e está por um fio, mas, tecnicamente, não é insolvente.

Isso nos leva ao conceito de marcação a mercado. Como o nome diz, marcar a mercado significa pegar cada ativo e reprecificá-lo de acordo com o preço atual de mercado com base na melhor informação disponível. Fundos de *hedge* e corretoras fazem isso todos os dias, apesar de os resultados só serem informados periodicamente. Bancos também utilizam marcação a mercado em parte de seu balanço; alguns ativos são marcados a mercado, alguns não, dependendo se são mantidos para operações ou para investimentos de longo prazo.

O Fed não utiliza contabilidade de marcação a mercado. E se utilizasse? Isso o tornaria insolvente? A resposta exige uma análise mais aprofundada dos detalhes de seu balanço.

Instrumentos de curto prazo, como notas do Tesouro de 90 dias quase não sofrem variação de preço. Eles não são voláteis o suficiente para ter um grande impacto na solvência do Fed, mesmo se marcados a mercado. Isso não é verdade no caso de notas de dez anos e de *bonds* de 30 anos. Os dois instrumentos são altamente voláteis. Na verdade, a volatilidade (que tecnicamente é chamada de “duração”) aumenta





quando os juros estão mais baixos. Os juros estão em baixas históricas nos últimos seis anos, então, esses instrumentos ficam especialmente vulneráveis a grandes alterações em valor de mercado.

O balanço do Fed possui um campo denominado “Títulos do Tesouro – Notas e *Bonds*, Nominal”, com *holdings* de aproximadamente US\$ 2,4 trilhões. O Fed divide essas *holdings* por banco de reserva regional. Desses US\$ 2,4 trilhões, US\$ 1,48 trilhão está nos livros do Fed de Nova York. Nada mais natural, porque o Fed de Nova York executa operações de mercado aberto para todo o sistema e é o principal comprador de dívida do Tesouro em vários programas de *quantitative easing* (conhecidos como QE). O Fed de Nova York fornece uma lista detalhada de todos os títulos do Tesouro sob seu *System Open Market Account* (Soma). Utilizando essa informação detalhada sobre títulos, *ticker* de preço e matemática de *bonds* convencional, é possível marcar essa porção do balanço do Fed a mercado.

Os dados mostram que o Fed de Nova York estava fazendo compras massivas de notas de dez anos extremamente voláteis durante a alta dos programas de QE2 e QE3. No QE2, essas compras foram feitas entre novembro de 2010 e junho de 2011. No QE3, o período de compra foi entre setembro de 2012 e outubro de 2014.

Utilizando apenas essa informação, o Fed era tecnicamente insolvente em uma base de marcação a mercado em determinados momentos entre junho e dezembro de 2013. No período, a nota de dez anos tinha um *yield* na data de vencimento de cerca de 3%. A maior parte das compras de notas de dez anos pelo Fed tinha *yields* de 1,5% a 2,5%. Esse *backup* em *yields* de cerca de 1,5% a cerca de 3% produziu grandes perdas em marcação a mercado nessa parte do portfólio do Fed – mais do que o suficiente para acabar com os US\$ 60 bilhões de colchão de capital.



No final de janeiro de 2013, enquanto os *yields* começavam a aumentar, eu jantei na casa de um amigo em Vail, Colorado. Conosco, um ex-membro do Conselho de Governadores do Fed que estava na ativa durante o QE1, o QE2 e o início do QE3. Não sou do tipo que fica tateando assuntos delicados, por isso, depois de algumas amenidades, eu disse, “Parece que o Fed é insolvente”. Meu interlocutor pareceu surpreso e disse, “Não, não somos”. Eu expliquei, “Bem, tecnicamente, mas em uma base de marcação a mercado parece que sim”. Ele respondeu, “Ninguém fez as contas”. Eu disse, “Eu fiz, e acredito que outros também tenham feito”.

Eu olhei o governador nos olhos e vi uma pequena hesitação. A resposta veio a seguir: “Bem, talvez”. Houve uma pausa e ele disse, “Se nós somos, não importa; bancos centrais não precisam de capital. Muitos bancos centrais não têm capital”. Eu disse, “Entendo seu argumento, governador. Tecnicamente, bancos centrais não precisam de capital. Mesmo assim, isso pode ser uma surpresa para os cidadãos americanos. Bons motivos levam a crer que a solvência do Fed pode ser uma questão importante na campanha presidencial de 2016”. Nesse momento, percebi que nosso anfitrião estava ficando angustiado, por isso a conversa tomou rumos mais agradáveis, como apreciar vinhos e esqui.

Não desejava me perder em métodos de contabilidade técnica e na teoria de bancos centrais. O que eu queria dizer era que toda a estrutura do Fed e do dólar se apoiam em um único ponto – a confiança.

Enquanto a confiança for mantida, a impressão de dinheiro pode continuar. Se a confiança for perdida, nenhuma quantidade de dinheiro impresso poderá salvá-lo. Minha preocupação é que o Fed está tão dominado por doutores e analistas quantitativos treinados pelo MIT que os formuladores de políticas se perdem em modelos e



se esquecem do temperamento dos americanos e da confiança que os americanos colocam neles.

No início de 2015, eu tive um jantar privado em Manhattan com outro membro do Fed. Dessa vez não foi um governador, mas um especialista acadêmico escolhido a dedo por Ben Bernanke e Janet Yellen para lidar com as políticas de comunicação do Fed. Ele não era um profissional de relações públicas, nem alguém conhecido do grande público. Era um grande *insider* com um escritório em frente ao de Bernanke e de Yellen na sede do Fed, na *Constitution Avenue* em Washington (fato que Bernanke confirmou quando falei com ele posteriormente).

Mais uma vez, falei sobre a insolvência do Fed em uma base de marcação a mercado. Na época, *yields* de notas de dez anos tinham caído abaixo de 2% e muitas das notas de dez anos compradas entre 2010 e 2013 tinham volatilidade mais baixa, pois venceriam apenas entre cinco e sete anos (Uma nota de dez anos com cinco anos até o vencimento opera como uma nota de cinco anos em termos de duração e volatilidade.). Parecia provável que o Fed tivesse recuperado suas perdas de marcação a mercado e estivesse solvente na época da discussão. Mesmo assim, eu queria falar sobre o assunto porque os juros poderiam subir novamente, causando novas perdas de mercado. Eu estava interessado no assunto da confiança.

A reação foi menos equivocada do que a que encontrei em Vail. Na verdade, meu amigo foi categórico: “Não somos insolventes, e nunca fomos. Está tudo no balanço. Dê uma olhada.” Ao fazer essa afirmação, ele se referia especificamente ao período dos juros mais altos em meados de 2013. Isso não o intimidou. “Nós nunca fomos insolventes.” Caso encerrado.



Tendo feito as contas da marcação a mercado no portfólio de *bonds*, eu estava intrigado. O que estava faltando? O Fed teria um ativo oculto que neutralizou as perdas com os *bonds*? Era claro que meu amigo me guiava nessa direção, mas não queria me dizer nada explicitamente.

Eu me voltei ao balanço do Fed e descobri imediatamente o que estava procurando. Na verdade, era a primeira linha do balanço, chamada “conta de certificados de ouro”. A conta estava listada no balanço no valor de US\$ 11 bilhões. Aquele registro é o custo histórico, a convenção contábil usual do Fed. E se estivesse marcada a mercado como os *bonds*?

Entender a conta de certificados de ouro envolve uma viagem no tempo de volta a 1913, com uma parada em 1934. Quando o Fed foi criado em 1913, seus proprietários particulares, os bancos de cada distrito, tiveram de transferir seu ouro para um dos bancos de reserva regional. Foi o primeiro passo da transferência do ouro para cada vez menos mãos, um tópico ao qual retornaremos.

Em 1934, o governo americano efetivamente confiscou todo o ouro do Fed e o deixou sob a guarda do Tesouro. Fort Knox foi construído em 1937 em parte para guardar o ouro do Fed e em parte para guardar o ouro confiscado dos americanos em 1933.

De acordo com a Lei de Reserva de Ouro de 1934, certificados de ouro foram emitidos pelo Tesouro para o Sistema de Reserva Federal, tanto para tapar o buraco do balanço quanto para superar objeções constitucionais baseadas na Quinta Emenda, “...nem a propriedade privada poderá ser expropriada para uso público, sem justa indenização”. O Tesouro pegou o ouro do Fed, mas forneceu “compensação justa” na forma de certificados de ouro.





Esses certificados de ouro foram marcados a mercado pela última vez em 1971 a US\$ 42,2222 por onça. Utilizando esse preço e a informação no balanço do Fed, isso se traduz em aproximadamente 261,4 milhões de onças de ouro, ou pouco mais de oito mil toneladas. A preço de mercado de US\$ 1.200 por onça, esse ouro valeria aproximadamente US\$ 315 bilhões. Como o ouro é mantido no balanço do Fed a somente cerca de US\$ 11 bilhões, esse ganho de marcação a mercado dá ao Fed um ativo oculto de mais de US\$ 300 bilhões.

Adicionar US\$ 300 bilhões à balança de capital reduz a alavancagem do Fed de 75 para 1 para muito mais respeitáveis 12 para 1, a proporção de capital da maioria dos bancos bem capitalizados. Esse ativo oculto é mais do que suficiente para absorver as perdas da marcação a mercado no portfólio de *bonds* quando elas surgirem.

Também é interessante notar que a quantidade de ouro mantida pelo Tesouro, cerca de 8 mil toneladas, é mais ou menos equivalente à quantidade de ouro reivindicada pelo Fed em seu balanço; também cerca de 8 mil toneladas. A oferta de ouro dos EUA caiu de cerca de 20 mil toneladas em 1950 para cerca de 8 mil toneladas em 1980. A queda de 12 mil toneladas ocorreu em duas fases. Cerca de 11 mil toneladas foram perdidas para resgates de dólar por parte de parceiros comerciais entre 1950 e 1971. Depois, outras mil toneladas foram jogadas no mercado para supressão de preços entre 1971 e 1980. De repente, o esquema de supressão de preços utilizando ouro físico dos Estados Unidos foi abandonado, e os Estados Unidos quase não participaram de vendas oficiais desde 1980.

Isso ocorre porque o Tesouro tem medo de ter menos ouro do que teoricamente deve para o Fed? Oito mil toneladas são o piso do ouro americano porque é quanto o Fed afirma ter em seu balanço? Em caso



positivo, essa relação é altamente reveladora porque significa que os Estados Unidos não podem colocar mais ouro físico no mercado. Só podem incentivar outros, como o Reino Unido, a colocar seu ouro ou a jogar o jogo dos títulos de ouro por meios de operações de *leasing*. O Tesouro está fora do jogo como fonte de suprimento.

Tecnicamente, os certificados de ouro não dão ao Fed o direito de exigir ouro físico do Tesouro. Eles carregam uma obrigação moral implícita de que, no evento de um colapso na confiança no dinheiro impresso do Fed, o Tesouro usará seu ouro para sustentar a Reserva Federal. Outro nome para uma obrigação implícita de sustentar o Fed com ouro é padrão-ouro.

Meu amigo, o *insider*, estava correto. O Fed foi brevemente insolvente em 2013 sob uma óptica de marcação a mercado, se observássemos apenas o portfólio de títulos. Mas ele nunca foi insolvente se levarmos em conta os ativos ocultos em ouro.

A confiança de todo o sistema financeiro mundial se baseia no dólar americano. Confiança no dólar se baseia na solvência do balanço do Fed. E essa solvência se baseia em uma camada finíssima de... ouro. Essa não é uma condição que os membros do Fed desejam reconhecer ou discutir publicamente. Até mesmo uma referência à importância do ouro para a solvência do Fed poderia começar um debate sobre a relação ouro/dinheiro e outros tópicos relacionados que o Fed deixou para trás na década de 1970. Entretanto, ouro ainda importa no sistema monetário internacional. É por isso que bancos centrais e governos mantêm ouro em seus cofres apesar do menosprezo público em relação a seu papel.



## Capítulo 2

# Ouro é dinheiro

As pessoas são fascinadas por ouro não porque ele é brilhante, mas porque é dinheiro. Entender isso é o primeiro passo para entender o ouro.

Há muitos tipos de dinheiro no mundo. Em alguns momentos, diferentes formas de dinheiro competiram pelo posto de reserva mundial. Hoje, o dólar, o euro e o *bitcoin* são formas de dinheiro. O ouro também.

### *O que é dinheiro?*

Uma definição clássica de dinheiro tem três partes: meio de troca, reserva de valor e unidade de conta. Se os três critérios são atendidos, existe alguma forma de dinheiro. Se você perguntar a economistas o que é dinheiro, eles reflexivamente supõem que apenas moedas fiduciárias impressas por bancos centrais se qualificam e acabam caindo em discussões técnicas sobre versões restritas ou expandidas de oferta de moeda chamadas M3, M2, M1 ou M0, as quais são todas diferentes. Cada “M” é mais restrito do que o anterior. M0 é o mais restrito e consiste em reservas bancárias e moeda. M0 também é conhecido como “base monetária” porque é a definição de dinheiro mais restrita que os economistas conhecem. Eu chamo ouro de “M-Subzero” porque, mesmo que os economistas não reconheçam, ele é a real base monetária por trás da oferta de papel-moeda.



## *Por que ouro?*

Inimigos do ouro são rápidos ao desacreditá-lo como o metal brilhante ou como uma pilha de pedras, como se ele não tivesse nenhum atrativo como um tipo de dinheiro. Mesmo economistas sofisticados, como o ex-presidente do Fed Ben Bernanke, descreveram a armazenagem de ouro nos cofres americanos apenas como uma tradição.

Na verdade, o uso do ouro como dinheiro, além de ser uma prática muito antiga, é muito funcional. Recentemente, Justin Rowlatt, do *BBC World Service*, conduziu uma entrevista com Andrea Sella, professor de química da *University College London*, em que o professor fez uma revisão aprofundada da tabela periódica para explicar por que o ouro, dentre todas as estruturas atômicas conhecidas no universo, é único e idealmente adequado para ser dinheiro no mundo físico.

Todos nos lembramos da tabela periódica das aulas de química do Ensino Médio. Parece uma matriz, com um quadrado para cada elemento. Há cerca de dezoito quadrados de largura e nove quadrados de altura, com uma forma irregular nas extremidades; hidrogênio (H) e hélio (He) ficam acima de seus pares. Cada quadrado contém o nome de um elemento e seu símbolo de uma ou duas letras, além de informações úteis, como o peso atômico, a massa atômica e o ponto de ebulição. Um total de 103 elementos estão representados dessa forma, do hidrogênio (número atômico 1) ao laurêncio (número atômico 103). Não há nada físico no universo conhecido que não seja feito desses elementos ou de uma combinação molecular deles. Se está procurando por dinheiro, você o encontrará aqui.

O professor Sella habilmente nos guia pela tabela. Ele mostra que a maior parte da matéria do universo é completamente inadequada





para ser dinheiro. E se concentra nos poucos elementos adequados, destacando o que é quase perfeito para o propósito – ouro.

Sella rapidamente dispensa dez elementos que ficam do lado direito da tabela, incluindo hélio (He), argônio (Ar) e neônio (Ne). O motivo é óbvio, são gases à temperatura ambiente e literalmente sairiam voando. Não servem para ser dinheiro.

Além dos gases, Sella rejeita elementos como mercúrio (Hg) e bromo (Br) porque são líquidos em temperatura ambiente e são tão impraticáveis quanto os gases. Outros elementos são rejeitados porque são venenosos, como o Arsênico (As).

Em seguida, ele se volta ao lado esquerdo da tabela, que inclui doze elementos alcalinos, como magnésio (Mg), cálcio (Ca) e sódio (Na). Eles também não são bons para serem utilizados como dinheiro porque ou se dissolvem ou explodem em contato com água. Economizar para um dia chuvoso é uma ótima ideia, mas não se o dinheiro se dissolver assim que começar a chover.

Os próximos elementos a serem descartados são aqueles como urânio (U), plutônio (Pu) e tório (Th), pelo simples motivo de serem radioativos. Ninguém quer carregar uma forma de dinheiro que pode causar câncer. Nesse grupo também estão trinta elementos radioativos criados apenas em laboratório para serem decompostos logo após sua criação, como o einstênio (Es).

A maioria dos outros elementos não é adequada como dinheiro com base em propriedades específicas. Ferro (Fe), cobre (Cu) e chumbo (Pb) são reprovados porque enferrujam ou são corroídos. É ruim o suficiente quando os bancos centrais desvalorizam o seu dinheiro. Ninguém quer que o dinheiro se desvalorize sozinho.



Rowlatt e Sella continuam em sua viagem pela tabela periódica. Alumínio (Al) é frágil demais para ser utilizado como moeda. Titânio (Ti) era duro demais para ser derretido com os equipamentos disponíveis nas civilizações antigas.

Assim que o processo de eliminação acaba, há apenas oito candidatos para uso como dinheiro. São os metais nobres, que ficam mais ou menos no centro da tabela. Irídio, ósmio, rutênio, platina, paládio, ródio, prata e ouro. Todos eles são raros, e apenas ouro e prata estão disponíveis em quantidades suficientes para proporcionar uma oferta de moeda viável. O resto é extremamente raro, raro demais para ser dinheiro, e de difícil extração por causa do alto ponto de fusão.

Rowlatt completa seu *tour d'horizon* da seguinte maneira:

*Sobram apenas dois elementos – prata e ouro. Ambos são escassos, mas não impossivelmente raros. Ambos têm um ponto de fusão relativamente baixo e, assim, é fácil transformá-los em moedas, lingotes e joias. A prata mancha – reage a pequenas quantidades de enxofre no ar. É por isso que o ouro tem tanto valor.*

*(Justin Rowlatt, “Why Do We Value Gold?,” BBC World Service Magazine, 8 de dezembro de 2013, [www.bbc.com/news/magazine-25255957](http://www.bbc.com/news/magazine-25255957).)*

O ouro (Au) tem mais um atrativo – o dourado. Todos os outros metais têm coloração prateada, com exceção do cobre, que fica verde quando exposto ao ar. Beleza não é um pré-requisito do dinheiro, mas é um bom atributo do ouro considerando que ele passa em todos os outros testes com louvor.



Nossos ancestrais não utilizavam ouro apenas porque era brilhante ou belo, como sugerido pelos críticos modernos. O ouro é o único elemento que tem todas as características físicas necessárias – escassez, maleabilidade, inércia, durabilidade e uniformidade – para servir como uma confiável e prática reserva de valor. Sociedades mais sábias que tinham ciência do que faziam.

É claro que essa lista de virtudes não significa que ouro deve ser dinheiro. Hoje o dinheiro existe principalmente em forma digital. Elétrons que armazenam dígitos não enferrujam, mas também não são nada escassos.

Só porque dinheiro é digital não significa que não faz parte do mundo físico. Não há escapatória da tabela periódica de elementos. Dinheiro digital existe como partículas subatômicas armazenadas em *chips* de silicone (Si). Essas partículas podem ser “hackeadas” e apagadas. Átomos de ouro (número atômico 79) são estáveis e não podem ser apagados por ciberbrigadas russas ou chinesas. Mesmo na era cibernética, o ouro ainda é dinheiro sem igual.

### ***Ouro não é um investimento***

Ouro não é um investimento porque não oferece riscos nem retorno. A crítica muito conhecida de Warren Buffett ao ouro é que ele não oferece retorno e, portanto, não oferece chances de aumentar a riqueza. Ele está certo. Ouro não tem *yield* e não é para ter porque não oferece riscos. Se você compra uma onça de ouro e a mantém por dez anos, você terá uma onça de ouro – nem mais, nem menos. É claro que o preço em dólar de uma onça de ouro pode mudar drasticamente em dez anos. Não é um problema do ouro; é um problema do dólar.



Para conseguir retornos sobre um investimento, você precisa assumir riscos. Com ouro, onde está o risco? Não há risco de vencimento porque é apenas ouro. Ele não vai vencer em cinco anos; é ouro hoje e sempre será. Ouro não tem risco de emissor porque ninguém o emite. Se você tem ouro, é isso. Não é o risco de ninguém. Não há risco de *commodities*. No caso de *commodities*, há outros riscos a considerar. Quando você compra milho, precisa se preocupar: Há insetos nele? É um bom ou um mau milho? O mesmo ocorre com petróleo; há 75 tipos de petróleo no mundo. Mas ouro puro é um elemento, número atômico 79. Sempre será apenas ouro.

### ***Ouro não é uma commodity***

Ouro quase não tem uso industrial. Não é uma *commodity* porque não é um insumo importante de nenhum processo de produção, salvo algumas exceções. Veja qualquer outra *commodity*: cobre é utilizado para fios e tubos, e prata tem muitos usos industriais. Outras *commodities* metálicas são utilizadas como insumos em manufatura e produção; ouro não é. Ouro é utilizado em eletrônicos para revestimentos e conexões, mas são casos limitados – nada substancial.

Todos sabemos que o ouro é negociado em bolsas de *commodities* e fica na seção de *commodities* de seu site favorito. Repórteres sem fôlego descrevem as flutuações no preço do ouro de postos de troca de *commodities*, mas isso não faz do ouro uma *commodity*. É importante que investidores compreendam a questão porque muitos fatores que afetam as *commodities* não afetam o ouro da mesma forma.

Considere a situação da Grande Depressão. O problema econômico mais grave do período foi a deflação. Os preços das *commodities* e da produção industrial caíram muito. Mesmo assim, entre 1929 e 1933, o preço do ouro em dólar americano não estava caindo, continuou





fixo em US\$ 20,67 por onça. O ouro estava desempenhando um papel monetário, não um papel de *commodity*.

Em questão de meses, começando em abril de 1933, o governo americano forçou uma alta no preço do ouro, de US\$ 20,67 por onça para US\$ 35,00 por onça. O governo aumentou o preço do ouro para causar inflação, havia desespero para acabar com a deflação, e o ouro assumiu a liderança por ordem do governo. O preço das ações e das *commodities* logo seguiu. Ouro não se comportou como uma *commodity*; comportou-se como dinheiro. Hoje, os governos temem a deflação, e buscam a inflação para ajudar a reduzir o fardo real da dívida do país. Ouro pode ser novamente recrutado para catalisar a inflação que os bancos centrais falharam em produzir.

Outro exemplo do comportamento do ouro como não *commodity* pode ser visto em relação ao ouro no Índice de *Commodities* Contínuo em 2014. O índice tem dezesseis componentes, incluindo ouro, minério de ferro, cobre, alumínio e *commodities* agrícolas. Ouro exibiu

um alto grau de correlação com o índice entre janeiro e novembro daquele ano, o que já era esperado. Mas, em novembro de 2014, o índice caiu, e o ouro subiu bastante em dólar. Essa diferença coincidiu com a queda do preço de energia e de metais base, e também com a crescente demanda russa e chinesa por ouro. Ouro, de repente, parou de operar como uma *commodity* e começou a operar como dinheiro. Tal comportamento mostra como será o futuro.

### ***Ouro não é papel***

Patrocinadores de Wall Street, bancos americanos e outros membros da *London Bullion Market Association* (LBMA) criaram volumes enormes de produtos de ouro que não são ouro. São contratos de papel.



Esses produtos incluem ETFs – o mais proeminente deles opera sob o código GLD. A frase “código da ação” revela que o produto não é ouro. Um ETF é uma parte de uma ação. Há um pouco de ouro em algum lugar na estrutura, mas ele não é seu – você só tem uma participação, e mesmo a participação não é física; é apenas digital e pode ser facilmente hackeada ou apagada.

A estrutura legal por trás do GLD é um *trust*, e o administrador tem um pouco de ouro físico em um cofre. Essa organização é comum em ETFs de ouro. Os cofres do GLD ficam em Londres. Há uma série de participantes autorizados que fazem o mercado em ações do *trust* GLD. São os grandes membros da LBMA, como Goldman Sachs, JPMorgan Chase, entre outros.

Muita da atividade dos participantes autorizados consiste em arbitragem entre o mercado de ouro físico e o mercado de participação de ações do GLD. Se há pressão de venda sobre as ações do GLD, o participante autorizado pode comprar as ações como um *market maker* e vender ouro físico a descoberto (*short*). O negociante pode entregar as ações para o administrador, receber ouro físico em troca e cobrir a posição de venda a descoberto, ficando com a diferença entre o preço da ação e o preço físico. Essa arbitragem é semelhante à arbitragem de pontos de ouro que existia entre Nova York e Londres nos anos anteriores a 1914, exceto que não é mais necessário enviar ouro físico pelo Atlântico Norte para lucrar. Atualmente, o ouro fica no cofre da LBMA ou do GLD dependendo do fluxo da arbitragem.

Quem investe no GLD assume outros riscos além de não ter ouro físico e de ser alvo de *dehacking* digital. Por exemplo, a Bolsa de Valores de Nova York pode ser fechada deixando investidores incapazes de operar as ações. Os que dizem que isso nunca vai acontecer deveriam



se lembrar do que aconteceu em 8 de julho de 2015, por causa de um erro de *software*, durante o Furacão Sandy, em 2012, e logo após o 11 de setembro. Também é notório que a Bolsa de Nova York ficou fechada por mais de quatro meses após o início da Primeira Guerra Mundial. Quedas de energia ou problemas eletrônicos também podem fechar a Bolsa a qualquer momento. Com um ETF, você fica preso no sistema digital.

*A London Bullion Market Association* também vende ouro por meio de contratos de papel que agem como futuros não regulamentados. O ouro subjacente a esses contratos é descrito como não alocado, o que significa que não há direito a ouro físico. O vendedor tem um pouco de ouro físico, mas não é suficiente para satisfazer os pedidos potenciais de todos os compradores de ouro não alocado. Bancos podem vender US\$ 10 ou mais desses contratos para cada US\$ 1 de ouro físico que possuem. Eles esperam que os portadores não apareçam todos de uma vez e peçam pelo ouro, porque, se o fizerem, não poderão recebê-lo.

Os donos de ouro sob esses contratos precisam notificar o banco se desejarem converter ouro não alocado para ouro que é especificamente alocado e mantido sob custódia. O período de notificação dá ao banco tempo para localizar ouro físico para cumprir o contrato.

Se muitos clientes pedirem ouro físico de uma vez, o banco pode rescindir o contrato e simplesmente fornecer a contrapartida com dinheiro a preço de fechamento na data de vencimento. O cliente receberia um cheque no valor do preço de fechamento, mas nada de ouro de verdade. Esse é o melhor cenário. No pior dos casos, o banco não cumpriria suas obrigações, e o investidor não receberia nada.

Contratos de papel podem oferecer exposição a mercados de ouro, no entanto, eles estão distantes de ouro de verdade. Se houver muita



demanda ou um pânico de compra de ouro, e o preço do ouro estiver disparando, esses contratos de papel vão fracassar, porque não haverá ouro físico suficiente para satisfazer todos os pedidos. Apenas ouro físico em custódia não bancária é ouro de verdade.

### ***Ouro não é digital***

Ouro é uma moeda física e não digital. Como tal, ouro fornece seguro contra os riscos a que as moedas digitais estão expostas.

Em grande parte, o dólar é uma moeda digital. Talvez nós tenhamos alguns dólares de papel em nosso bolso, mas é pouco em relação a nossas necessidades. Se eu vou ao mercado, posso utilizar uma nota de 20 dólares, mas é mais provável que utilize meu cartão de débito.

Quando você recebe seu salário, provavelmente é por meio de um depósito direto em sua conta. Quando paga as contas, provavelmente utiliza seu *internet banking*. Quando faz compras, provavelmente utiliza um cartão de crédito ou de débito. A quantia de dinheiro que você usa é mínima em relação ao volume de suas transações financeiras.

O maior mercado de títulos do mundo, o mercado do Tesouro dos Estados Unidos, não emite um certificado de papel desde o início da década de 1980. Talvez haja alguns certificados de papel antigos perdidos no sótão de alguém, mas hoje o mercado de *bonds* do Tesouro é completamente digital, como seu sistema de pagamento. A sociedade digital e sem dinheiro já está aqui. Alguns observadores estão preocupados com o que chamam de guerra ao dinheiro. Não se preocupe – a guerra ao dinheiro acabou, e o governo venceu.

Na prática, cidadãos honestos não conseguem acessar grandes quantidades de dinheiro sem se tornarem suspeitos de tráfico de





drogas, terrorismo ou evasão fiscal. Junto com essa suspeita, vem a vigilância governamental. Cidadãos sem ouro não têm escolha a não ser concordar com a digitalização da riqueza. Riqueza digital

fica sujeita a quedas de energia, colapsos de infraestrutura, *hackers* e roubos *on-line*. De que adianta um portfólio de um bilhão de dólares se ele pode ser eliminado da noite para o dia?

E se o governo fechar os bancos e reprogramar os caixas eletrônicos para limitar seus saques a US\$ 300 dólares por dia para gasolina e alimentação? Ter US\$ 100 mil no banco se torna irrelevante. Fiscais do governo dirão que US\$ 300 por dia é mais do que suficiente para gasolina e alimentação.

Foi exatamente isso o que aconteceu em Chipre, em 2013, e na Grécia, em 2015. Poupadores devem ter ouro físico como seguro contra um cenário de congelamento bancário.

### ***A história do colapso monetário e o fim do padrão-ouro***

Ouro é dinheiro, mas seu *status* como dinheiro foi desacreditado continuamente por governos e economistas, principalmente desde que o sistema monetário internacional entrou em colapso, e os Estados Unidos acabaram com a convertibilidade de dólares em ouro em 1971. O colapso monetário em 1971 não deveria ter sido uma surpresa. O sistema monetário internacional entrou em colapso três vezes no século XX – em 1914, em 1939 e em 1971 – e chegou muito perto de um colapso em 1998 e em 2008.

Como o sistema monetário internacional de hoje é em grande parte baseado no dólar americano, um novo colapso será desencadeado por um colapso na confiança no dólar e em seu papel como reserva



de valor. Pode ser surpreendente, mas colapsos assim acontecem aproximadamente a cada 30 anos. Com base na história monetária do século passado, provavelmente estamos no fim da vida útil do sistema monetário atual e rapidamente nos aproximamos de uma nova era.

Colapsos monetários anteriores não significaram o fim do mundo. As pessoas não foram para as cavernas e começaram a comer enlatados. Um colapso monetário significou que os grandes poderes financeiros e comerciais de uma época se sentaram e reescreveram as regras do jogo, uma expressão estenografada para a operação do sistema monetário internacional.

Por exemplo, depois do colapso de 1914, houve uma conferência monetária em 1922 em Gênova, na Itália, em que as maiores potências reescreveram as regras do jogo e tentaram reintroduzir o padrão-ouro. Depois do colapso de 1939, houve uma maior e bem mais conhecida conferência monetária internacional em Bretton Woods, New Hampshire, em 1944, que reescreveu as regras do jogo em torno de um padrão-dólar-ouro. Depois do colapso de 1971, quando o presidente Nixon suspendeu a convertibilidade de dólares em ouro, houve uma série de conferências, a mais famosa sendo o *Smithsonian Agreement* em dezembro de 1971. Numerosas negociações subsequentes ocorreram até o *Plaza Accord*, em 1985, e o *Louvre Accord*, em 1987, que novamente reescreveram as regras do jogo.

O período entre 1971 e 1980 foi de caos temporário, conforme os Estados Unidos passavam para taxas de câmbio flutuantes. Foi um período de desempenho econômico nefasto. Os EUA tiveram três recessões entre 1973 e 1981. O preço em dólar do ouro foi de US\$ 35 por onça para US\$ 800 por onça. A inflação disparou. O valor do dólar caiu pela metade.



O dólar foi resgatado por Paul Volcker e Ronald Reagan no início de 1981. Foi quando o mundo passou a um novo padrão-dólar, também conhecido como período do Rei Dólar.

Na prática, os EUA disseram ao mundo que mesmo na ausência de um padrão-ouro, o dólar seria uma reserva de valor confiável. Isso significou acabar com a inflação em dólar e tornar os Estados Unidos um destino atrativo para investimentos em dólar. A política monetária de Volcker e a política fiscal de Reagan atingiram esses objetivos. Parceiros comerciais dos EUA foram assegurados de que poderiam se ancorar no dólar. O padrão dólar funcionou entre 1981 e 2010, um período caracterizado por crescimento sólido até 2007 e com grandes expansões econômicas nas décadas de 1980 e 1990.

Entre 1870 e 1971, o sistema monetário internacional utilizou variações de um padrão ouro com interrupções por causa das guerras. Por 30 anos, entre 1980 e 2010, o mundo não teve um padrão-ouro, teve um padrão-dólar. Agora não há nenhum padrão e nenhuma âncora no sistema monetário internacional. Não deve ser surpresa que, desde 2007, vivemos com confusão, volatilidade e desempenho subótimo nos mercados e na economia.

Quando o próximo colapso surgir, haverá outra reunião como a de Gênova, em 1922, e a de Bretton Woods, em 1944. Investidores hoje precisam olhar para o futuro e se perguntar, “quais serão as novas regras do jogo?”. Com base nas respostas, eles podem decidir como construir seus portfólios para proteger seu patrimônio quando a próxima turbulência inevitável surgir.



## *Ouro nunca foi embora*

É crença geral que o presidente Nixon fechou a janela do ouro no dia 15 de agosto de 1971, e que os Estados Unidos estão fora do padrão-ouro desde então. Duas gerações de estudantes foram rigorosamente condicionadas por professores e por formuladores de políticas para acreditar que o ouro não tem papel no sistema monetário internacional.

A verdade é que o ouro nunca deixou o palco. As elites do poder pararam de falar sobre ouro e o ignoraram publicamente, mas continuaram a mantê-lo. Se ouro é tão sem valor, por que os EUA têm mais de 8 mil toneladas? Por que a Alemanha e o FMI mantêm aproximadamente 3 mil toneladas cada? Por que a China está comprando sigilosamente milhares de toneladas, e a Rússia adquirindo mais de 100 toneladas por ano? Por que há tanta luta por ouro se ele não tem nenhum papel a desempenhar no sistema?

É muito conveniente que os bancos centrais convençam as pessoas de que dinheiro não tem conexão com ouro porque assim conseguem o poder de imprimir todo o dinheiro que quiserem. Todos, desde Ben Bernanke até Alan Greenspan desacreditaram no ouro, dizendo que ele não desempenha nenhum papel no sistema. Junto com o poder de controlar o dinheiro vem o poder de controlar comportamento e política. Mesmo assim, o ouro é a base, o verdadeiro alicerce, do sistema monetário internacional.

## *Ouro e o sistema monetário internacional*

O ouro terá seu retorno no sistema monetário mundial. Quando você observa o que está acontecendo no mundo, em vez de prestar atenção às falas felizes da TV, fica claro que o mundo já está sob a sombra





de um padrão-ouro e está retornando a um padrão-ouro mais formal – tratando ouro como dinheiro. Estamos vendo sinais; não é apenas uma possibilidade num futuro distante. A evidência de que o ouro está retornando ao centro do sistema é clara.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) é o terceiro maior detentor de ouro do mundo. (o número um são os Estados Unidos; o número dois é a Alemanha. É provável que a China seja o segundo detentor de ouro do mundo, pois o país não divulga seus números verdadeiros, e a verdade é difícil de averiguar.)

O FMI desempenha um papel central no sistema monetário global, com muito mais poder e influência do que se poderia supor com base em sua conduta burocrática e tecnocrática. O FMI gosta de se colocar como um bom amigo dos pequenos países emergentes. Na verdade, é mais como uma grande e gananciosa corporação que faz uma doação para caridade de vez em quando só para mostrar quão generosa é.

O FMI foi criado na Conferência de Bretton Woods em 1944. Levou alguns anos para começar a funcionar no fim da década de 1940 e início da década de 1950. Começou como um emprestador *swing* para países ricos que passavam por déficit de curto prazo na balança de pagamentos.

Considere um país com déficit na balança de pagamentos ano após ano. Uma das formas de consertar o déficit seria desvalorizar a moeda para deixar as exportações mais competitivas. Mas desvalorizar a moeda não era permitido de acordo com as taxas de câmbio fixas de Bretton Woods. Em vez disso, o FMI forneceria um empréstimo para cobrir suas necessidades enquanto você fazia reformas estruturais na economia. Tais reformas teriam o objetivo de diminuir os custos de mão de obra, aumentar a produtividade ou melhorar o ambiente de investimentos –



o que fosse necessário para fazer com que a conta tivesse superávit. Assim que a balança de capital estivesse em superávit, o empréstimo *swing* do FMI poderia ser pago.

Em casos extremos, o FMI permitia desvalorização, mas apenas depois que todas as soluções monetárias e estruturais tivessem sido testadas.

O sistema de empréstimos *swing* quebrou, no fim da década de 1960 e início da década de 1970, quando o Reino Unido desvalorizou a libra esterlina em relação ao dólar, e os Estados Unidos suspenderam a convertibilidade do ouro. O sistema de câmbio fixo logo pereceu. Desde então, temos taxas de câmbio flutuante.

Depois da década de 1980, o FMI vagou pelo deserto por quase 20 anos sem uma missão certa. Na década de 1980 e início da década de 1990, fez o papel de prestador para mercados emergentes, porque sua missão principal de estabilizar as taxas de câmbio de acordo com Bretton Woods havia desaparecido.

A reputação do FMI sofreu muito com a crise financeira asiática de 1997 e 1998. Houve sangue nas ruas, literalmente. As pessoas morreram em revoltas em Jacarta, na Indonésia e em Seul. Até hoje, muitas pessoas, até o vencedor do prêmio Nobel Joe Stiglitz, atribuem essa crise financeira aos maus conselhos do FMI.

Em 2000, o FMI era como uma baleia encalhada na praia que não conseguia voltar para sua missão no mar. Ninguém sabia ao certo o que eles deveriam estar fazendo. Em 2006, houve pedidos públicos para que o FMI fosse abolido.

Então algo curioso aconteceu. Tivemos uma crise financeira global em 2008 e, de repente, o FMI estava de volta ao jogo. Ele se tornou o



secretário *de fato* do clube dos mais importantes países desenvolvidos e emergentes do G20. O G20 age como um tipo de conselho de diretores que tem o FMI como equipe e agência.

O FMI tem próprio conselho de governadores, mas, se você observar seus membros, verá que há muita sobreposição com os membros do G20. Os países membros do G20 e os 24 membros do comitê executivo do FMI são basicamente os mesmos. O G20 era um grupo de chefes de Estado que não tinha uma equipe, o FMI tinha. Desde 2009, os encontros do G20 trabalharam com a força técnica, a equipe e os analistas do FMI. Novas organizações emprestadoras se tornaram altamente politizadas, como vimos na Ucrânia e na Grécia.

O fato é que o FMI sempre foi um clube de países ricos. O mecanismo de voto do FMI exige pelo menos 85% de aprovação para qualquer mudança significativa, como uma mudança nos artigos de seu estatuto ou a aprovação de uma grande iniciativa de empréstimos. Os Estados Unidos têm mais de 16% dos votos, o que significa que, se todos os outros membros juntos votarem contra os EUA, ainda não seria possível ir contra as objeções americanas. Nada disso é por acaso, é claro; os Estados Unidos sempre foram a voz mais alta no FMI, e a sede do FMI fica em Washington.

Uma das grandes questões de governabilidade no mundo financeiro internacional de hoje envolve alterar essa forma de votação. Se você abordar a questão em termos de quanto seu PIB é uma porcentagem do PIB mundial e comparar o resultado com seu voto no FMI, países ricos são pesados, e mercados emergentes são leves. A China é um bom exemplo, pois representa cerca de 14% do PIB global, mas seu voto no FMI vale menos de 5%. A legislação que daria à China mais poder está parada no Congresso americano desde 2010. O reconhecimento do lugar de direito da China na hierarquia do FMI está refém dos



Estados Unidos em troca do bom comportamento da China na batalha pela manipulação da moeda contra o dólar americano.

Agora o FMI voltou à sua missão original de emprestar para os países ricos, sobretudo resgatando a Europa, para onde a maior parte do dinheiro é direcionada. A maior parte do dinheiro do FMI não vai para países mais pobres, como Botswana, Mali ou Jamaica. Vai para Polônia, Grécia, Portugal, Irlanda e, por questões políticas, Ucrânia.

Essa nova onda de empréstimos exige novas fontes de financiamento para o próprio FMI. Se você vai emprestar dinheiro, de onde tira o dinheiro para emprestar? Bancos podem aceitar depósitos, comprometer ativos a bancos centrais ou simplesmente criar dinheiro. O FMI não tem um caixa em que você pode fazer um depósito, mas ele toma dinheiro emprestado e emite notas. É interessante que essas notas não são denominadas em dólar, são denominadas em Direitos Especiais de Saque (DES), que valem cerca de US\$ 1,40 cada no momento em que escrevo este livro, apesar de o valor do DES flutuar com o mercado.

O que é um DES? É um dinheiro mundial. Mas não é o tipo que você deixa na carteira. Você não pode ir até um caixa eletrônico e sacar notas de DES. Mesmo assim, DES é dinheiro e desempenha um papel cada vez mais importante nas finanças globais conforme o poder do dólar diminui. Há uma mesa operacional dentro do FMI que pode trocar DES por outras moedas. Veja um exemplo simples de como isso funciona. Em 2009, o FMI emitiu 182,7 bilhões de DES, o equivalente a cerca de US\$ 255 bilhões de dólares. A forma como eles são emitidos está de acordo com uma cota, que é a palavra utilizada para a participação de um país. Se eu tenho uma cota de 5% no FMI, e o FMI emite 100 bilhões de DES, então, eu receberei 5 bilhões de DES ou 5% do total emitido. Muitos membros do FMI tinham cotas, mas não precisavam de DES, e queriam outras moedas fortes.





A Hungria é um bom exemplo. Voltando ao início dos anos 2000, bancos húngaros ofereceram hipotecas em duas moedas. As pessoas podiam tomar empréstimos em moeda local, o *forint* (florim húngaro), ou em francos suíços fornecidos por bancos europeus em Viena ou Zurique. Hipotecas em franco suíço consistiam cerca de 2% e hipotecas em florim húngaro consistiam cerca de 9%, então a maioria dos tomadores de empréstimo escolhiam francos suíços supondo que a taxa de câmbio continuaria fixa. Mas ela não continuou. O florim húngaro entrou em colapso e, de repente, a dívida da hipoteca relativa à renda dos tomadores de empréstimo aumentou drasticamente. A inadimplência disparou.

Se você for húngaro, e o FMI lhe der DES, você realmente precisará de francos suíços para que seus bancos centrais possam ajudar os bancos locais a repagar os empréstimos entre bancos. Então, você telefona para a mesa de operações do FMI e diz: “Ofereça-me dólares por meus DES”. A mesa do FMI telefonará para a China e dirá: “Você tem um lance para os DES?”. A China diz: “Sim, nós temos”. A China mandará dólares para o FMI e receberá DES, enquanto a Hungria receberá dólares e os venderá para comprar francos suíços, os quais utilizará para ajudar os bancos. É assim que você transforma seus DES em outra moeda forte.

O FMI não emite DES a não ser em crises de liquidez. A próxima vez que houver uma crise global de liquidez, ela será maior do que a capacidade de contenção do Fed e de outros bancos centrais. O Fed utilizou seu balanço – todo seu poder de fogo – lidando com a última crise e ainda não conseguiu reequilibrá-lo, é improvável que consiga por uma década. O mesmo é verdade para outros bancos centrais. Eles não têm mais capacidade de imprimir dinheiro sem destruir a confiança. Eles podem ter autorização legal para imprimir mais, mas estão no limite de credibilidade.



Em uma nova crise de liquidez, o mundo se voltará para o FMI e será socorrido pela emissão de DES. O processo pode funcionar sem prejudicar a confiança porque poucos entenderão o que está acontecendo.

Essa emissão massiva de DES será altamente inflacionária em termos de dólar, ainda assim políticos em Washington irão simplesmente ignorar a responsabilidade do FMI.

Um dos efeitos de uma emissão massiva de DES será prejudicar a formação de capital, destruindo o valor real dos ativos denominados em dólar. A única proteção contra a tempestade serão os ativos tangíveis, incluindo o ouro. Investidores astutos estão posicionando seus portfólios dessa forma hoje, assim como grandes potências como Rússia e China.

E se as pessoas perderem a confiança no FMI e na solução do DES? Quem resgata o FMI? No momento, ninguém. Voltar-se ao FMI não é buscar um paliativo; é mais como jogar tudo para o alto, de dívida privada para dívida soberana para dívida multilateral emitida pelo FMI. O FMI é a cobertura; é impossível subir mais. E a fonte de poder do FMI são suas 3 toneladas de ouro e o ouro mantido pelos membros do FMI nos Estados Unidos e na Europa.

É por isso que continuo voltando ao assunto do ouro, que calculo a relação ouro-moeda, ouro-PIB e desenvolvo projeções de preço em dólar de US\$ 10 mil por onça ou mais. Se a confiança em papel-moeda for perdida e você tentar resgatar o sistema com um tipo diferente de moeda fiduciária, principalmente DES, que bem isso fará? Se por acaso funcionar, será por dois motivos. Um, quase ninguém entende, e dois, não teremos DES em nossos bolsos. DES serão usados por, para e entre países – não por indivíduos. DES não serão transparentes. Eles existirão e serão altamente inflacionários se forem impressos em quantidades suficientes. Ainda assim ninguém os verá porque eles são a forma mais técnica e abstrata de dinheiro já criada.



Se o DES funcionar, será em parte porque tão poucas pessoas o entendem. Se as pessoas passarem a entendê-lo, provavelmente perderão a confiança nele. Nesse cenário, o único recurso será o ouro.

### ***Padrão-ouro sombra***

Países ao redor do mundo estão adquirindo ouro a uma velocidade acelerada para diversificar suas reservas. Essa tendência, combinada com as grandes reservas mantidas pelos EUA, pela Zona do Euro e pelo FMI, equivale a um padrão-ouro sombra.

A melhor maneira de avaliar o padrão-ouro sombra nos vários países é usar a relação entre o ouro e o produto interno bruto (PIB). Essa relação ouro-PIB pode ser facilmente calculada utilizando números oficiais e comparados entre os países em que o poder do ouro realmente reside.

Os grandes vencedores – o verdadeiro centro do poder de ouro no mundo – são as 19 nações que compõem a Zona do Euro e emitem o euro. Seu ouro como porcentagem do PIB é de mais de 4%. O dos Estados Unidos é de cerca de 2,7%. Curiosamente, o da Rússia também é de cerca de 2,7%. A Rússia tem apenas um oitavo da quantidade de ouro que os Estados Unidos têm, mas sua economia também é um oitavo da economia americana, então a relação é comparável. No entanto, a Rússia é uma daquelas nações que está adquirindo mais ouro e parece determinada a ultrapassar os EUA e a se equiparar à Zona do Euro. O Japão e o Reino Unido são grandes economias, mas sua relação ouro/PIB é anêmica, cerca de 0,7 por cento.

O caso mais interessante é o da China. Os dados das reservas de ouro oficial da China em julho de 2015 são de 1.658 toneladas. Mas sabemos de várias fontes confiáveis, incluindo a produção das mineradoras e as estatísticas de importação que a reserva verdadeira de ouro deve estar



mais próxima de 4 mil toneladas. Falei com refinarias e empresas de logística de segurança – pessoas que realmente lidam com ouro físico – além de fontes oficiais e incluí suas informações nas contas. De modo geral, há informações suficientes para apoiar minha estimativa.. Também é inteiramente possível que a China tenha muito mais de 4 mil toneladas de ouro.

A China, como a Rússia, está adquirindo ouro para ter uma relação comparável à dos Estados Unidos e da Europa. A relação ouro-PIB será muito importante quando o sistema monetário entrar em colapso porque formará a base para qualquer reinicialização e para as novas regras do jogo.

Em uma reinicialização monetária, os países se reunirão, como eu descrevi, e se sentarão em volta de uma mesa. Pode-se pensar nesse encontro como um jogo de pôquer. Quem se senta para jogar pôquer quer uma grande pilha de fichas. Ouro funciona como uma pilha de fichas nesse contexto. Não significa que o mundo automaticamente vai para um padrão-ouro. Significa que a sua importância na mesa vai ser proporcional à sua quantidade de fichas.

Há apenas cerca de 35 mil toneladas de ouro oficial no mundo. Ouro oficial significa ouro em posse de bancos centrais, Ministérios de Finanças e fundos soberanos. Isso não inclui joias e ouro privado.

A aquisição chinesa de mais de 3 mil toneladas de ouro nos últimos sete anos representa 10% de todo o ouro oficial no mundo; uma grande alteração nas reservas de ouro em favor da China. Esse programa de compra explica a falta de transparência chinesa. O mercado de ouro é líquido, mas tem pouco movimento. Se as intenções e ações da China fossem abertamente divulgadas, é provável que o preço do





ouro estivesse muito mais alto. Isso sempre ocorre quando um grande comprador aparece em um mercado pouco movimentado. A China deseja manter o preço do ouro tão baixo quanto possível, até terminar seu programa de aquisição.

A China está tentando adquirir ouro suficiente para que, quando o colapso monetário chegar e o mundo tiver de reescrever o acordo, a China tenha o assento principal na mesa. Países como Canadá, Austrália e Reino Unido com uma relação ouro-PIB pequena ficarão num lugar distante, perto das paredes. Esses pequenos poderes do ouro essencialmente serão espectadores na reinicialização monetária global e terão de se contentar com o sistema que Estados Unidos, Europa, Rússia e China elaborarão. Nesse cenário, a Alemanha falará pela Europa, então o novo sistema será baseado em um condomínio monetário americano-alemão-russo-chinês administrado pelo FMI. Essas grandes potências do ouro já estão se preparando para esse resultado. É isso o que quero dizer quando falo de um padrão-ouro sombra.

## *Conclusão*

Ouro é dinheiro. Apesar do descrédito dos formuladores de políticas e dos economistas, o ouro continuará a ser uma reserva de riqueza por excelência e continuará a desempenhar um papel integral no sistema monetário mundial. Em parte, podemos agradecer os franceses por insistirem, no FMI em 1975, em um papel para o ouro nas reservas oficiais mesmo quando ele não era mais uma referência monetária.

Economistas acadêmicos não parecem se importar com ouro. Ele é em grande parte ignorado e nunca é estudado em um contexto



monetário. Mesmo assim, o ouro nunca foi embora completamente. Ainda importa nos bastidores. O ouro ainda é posicionado nas reservas do sistema monetário internacional e será ainda mais importante nos próximos anos.

Entender o ouro nos fornece a referência para entender o futuro do sistema monetário internacional. Nos capítulos a seguir, veremos como os investidores inteligentes estão comprando ouro físico para se protegerem das complexas forças econômicas e da instabilidade que enfrentamos no século XXI.



## Capítulo 3

# Ouro é seguro

Como discutimos no capítulo anterior, ouro não é um investimento, não é uma *commodity*, não é um contrato de papel e não é digital. Ouro é simples, é o elemento de número atômico 79 e é o oposto de complexo. É robusto diante do colapso monetário internacional e da complexidade do mercado financeiro. Ter ouro é um seguro contra o clima econômico atual e o sistema monetário instável.

Ouro é o ativo anticomplexo, logo, é o ativo que um investidor deveria ter em um mundo complexo. Veremos o que eu quero dizer com complexidade. Considere como o ouro pode nos segurar contra o risco sistêmico complexo.

### *Teoria da complexidade e análise de sistemas*

Ao analisar o estado da economia mundial e o potencial de colapso, utilizo modelos de complexidade. Complexidade é um ramo da Física que explora o impacto de funções recursivas em redes densamente conectadas. É a ciência de como as coisas estão interconectadas e de como elas interagem. A interação leva à alteração do comportamento, também conhecido como comportamento adaptativo, que pode produzir desfechos completamente inesperados. O Fed, no entanto, utiliza modelos de equilíbrio estocásticos, que não são uma boa representação de como o mundo real funciona.



Esses termos técnicos são um pouco assustadores, mas os conceitos não são tão difíceis. Então o que é um modelo de equilíbrio?

Um bom exemplo, com o qual todos os investidores podem se identificar é um avião. Um avião é feito de toneladas de alumínio, aço e outros componentes físicos pesados, mas, mesmo assim, ele voa. Como isso acontece? A resposta é que um avião tem a forma e a engenharia feitas de forma específica. A asa é plana na parte de baixo e curva na parte de cima. Para que mais ar passe por baixo; a curvatura na parte de cima o bloqueia. A forma proporciona elevação.

Como o avião faz com que o ar se mova sob a asa? Ele tem motores que proporcionam impulso. Com impulso e elevação ele vai ao ar. Depois disso, ele precisa girar porque o controlador de tráfego aéreo diz que uma mudança de rota é necessária. Como isso acontece? Ele utiliza um leme. Quando o avião precisa descer, há *flaps* que alteram a forma na parte de baixo da asa. E assim por diante.

Agora imagine a presidente do Fed como o piloto na cabine de comando com as mãos nos controles. Ela pode utilizar *flaps* para mudar a forma da asa, pode usar o acelerador para mais ou menos impulso, e pode utilizar o leme para virar o avião para bombordo ou estibordo, de acordo com a necessidade. Digamos que haja um pouco de turbulência. O piloto diz que subiremos um pouco para fugir da turbulência e para que os passageiros tenham um voo tranquilo. Se o avião estiver perdendo altitude, o piloto acelera ou eleva um pouco a altitude.

A presidente está sentada no conselho do Fed em Washington pensando sobre a economia como um avião que não está viajando rápido o suficiente ou não tem altitude suficiente. Para ela, um pouco mais de aceleração na forma de impressão de dinheiro e talvez um pouco de elevação em termos de *forward guidance* e um pouco de





*quantitative easing* ajudarão o avião a atingir seus objetivos. Esse é um modelo de equilíbrio.

Há apenas um problema com esse modelo. A economia não é um sistema de equilíbrio. A economia é um sistema complexo. O que é um sistema complexo? Imagine que o avião, de repente, se transforme em uma borboleta; esse é um exemplo de complexidade.

Complexidade produz o inesperado, ou o que é tecnicamente chamado de propriedade emergente. Uma propriedade emergente é um desenvolvimento não esperado. Nesse caso, o Fed está tentando pilotar o avião utilizando todas as ferramentas de políticas monetárias, mas com um risco de complexidade em que o avião tenha um desempenho completamente inesperado.

Veja o caso do sistema bancário. Bancos nunca repararam os danos da crise de 2008, nem consertaram os problemas que levaram ao colapso. Você ouvirá muitos comentaristas e reguladores dizendo que os balanços dos bancos estão mais consistentes e que a proporção de capital dos bancos está muito mais alta. Isso é verdade, mas eles não estão fortes o suficiente em relação aos riscos, e o sistema ainda é instável.

Os cinco maiores bancos dos Estados Unidos são hoje maiores do que eram em 2008. Eles têm uma porcentagem maior do total de ativos bancários e seus registros de derivativos são significativamente maiores. Os bancos que eram grandes demais para quebrar em 2008 estão ainda maiores e mais perigosos hoje.

Quando há uma concentração de ativos em um pequeno número de bancos que fazem negócios uns com os outros, principalmente em derivativos, há um alto nível de densidade. Isso significa que, se um pequeno problema surgir em qualquer lugar do sistema, ele



se espalhará rapidamente. Isso é conhecido como contágio ou, em jargão do FMI, *spillover*. Contágio ou *spillover*, o efeito dominó no sistema bancário é o mesmo.

O que é ainda mais assustador sobre os sistemas complexos é que os eventos mais catastróficos podem ocorrer a partir de mudanças pontuais – impossíveis de se prever ou medir. Não são necessárias grandes causas para produzir grandes consequências. Eventos triviais, como a falência de uma pequena e desconhecida corretora em uma parte distante do mundo, podem causar um colapso sistêmico dependendo das ligações no momento do evento. Considere a seguinte metáfora: uma montanha tem uma parte muito íngreme perto do pico. Está nevando há semanas, e a neve se acumulou. Há perigo aparente de avalanche. Especialistas veem neve movimentada pelo vento de forma instável. Claramente, a neve vai cair em algum momento.

A neve pode resistir por um tempo. Talvez os esquiadores mais ousados desejem esquiara ali porque a vista é boa ou porque são atrevidos.

Um dia, um floco de neve cai, atinge o lado da montanha e movimentaa outros flocos de neve. Esse movimento faz começar um pequeno deslize que cresce e ganha força. De repente, toda a montanha se desestabiliza e cai, matando os esquiadores pelo caminho e enterrando uma vila próxima.

Quando voltamos e realizamos inspeções, quem vamos culpar? O floco de neve ou as condições instáveis? É claro que precisamos culpar as condições instáveis da neve porque, apesar de o floco de neve ter começado a avalanche, ela aconteceria de qualquer forma. Se não fosse aquele floco de neve em específico, seria o anterior ou o posterior. É a instabilidade da montanha que deu força à avalanche e causa à destruição. A neve na montanha era um sistema complexo pronto para o colapso.



Veja outro exemplo. Vamos supor que você esteja em um teatro com 100 pessoas assistindo a uma apresentação. De repente, duas pessoas se levantam e saem correndo da sala. O que você faz? O que as outras pessoas fazem? Há grande chance de que você não faça nada e apenas pense que aquele comportamento foi estranho ou rude. Talvez as pessoas que saíram correndo tenham recebido uma mensagem urgente ou estivessem atrasadas para um compromisso. Independentemente disso, você continua sentado e assiste ao resto da apresentação.

Agora, suponhamos que, em vez de apenas duas pessoas, de repente, 60 pessoas se levantem e comecem a correr. O que você faz? O que as outras pessoas fazem? Ouso afirmar que você estará com elas, porque suporá que elas sabem de algo que você não. Talvez o local esteja pegando fogo, talvez haja uma ameaça de bomba, mas você não quer ser o último a saber e, por isso, foge do teatro.

Esse é um exemplo de comportamento adaptativo baseado em uma variável conhecida como limiar crítico. O limiar crítico é o ponto em que o comportamento de outros afeta o seu comportamento. No exemplo acima, seu limiar crítico ( $L$ ) para fugir do teatro é maior que dois e menor que 60, o que pode ser representado matematicamente como:  $2 < L < 60$ .

Cada pessoa no teatro pode ter um limiar crítico diferente, e os limiares mudam frequentemente, dependendo de condições externas e de outros fatores. Os frequentadores do teatro podem continuar calmos e sentados se apenas algumas pessoas se movimentarem, mas todo o público pode entrar em pânico quando mais de algumas pessoas começarem a correr. É difícil saber qual é o momento da virada para comportamento de pânico generalizado.



Para entender a complexidade nos mercados, imagine aplicar esse exemplo simples não a 100 pessoas em um teatro, mas a centenas de milhões de investidores em todo o mundo, os quais realizam operações em mercados de capitais, em câmbio, em commodities, em ações e bonds e em derivativos todos os dias.

Um investidor pode considerar uma queda no mercado de ações uma boa oportunidade de compra. Pode ver da mesma forma uma segunda queda. Mas, caso haja uma terceira e ele esteja perdendo uma fortuna, que decisão toma? Em que ponto desiste? Em que momento entra em pânico? Em que ponto diz “Vou sair daqui. Vou vender minhas ações!”? Sua venda pode fazer com que o mercado caia ainda mais e mais investidores vendam. As vendas se alimentam de si mesmas. Esse é um exemplo de como grandes mudanças de resultado podem ser catalisadas por pequenas mudanças nas condições iniciais.

Não é necessário muito. Apenas um floco de neve ou a mudança de opinião de algumas pessoas pode afetar os outros. A tensão cresce e, por fim, todos estão correndo em pânico, ou os mercados de capital entram em colapso. A maioria das pessoas não percebe até que seja tarde demais. Um bom conhecimento da teoria da complexidade e da dinâmica dos sistemas complexos o ajuda a entender os perigos à frente.

A melhor abordagem é não se concentrar em flocos de neve individuais, mas estudar a instabilidade sistêmica. Entendendo a complexidade, você pode antecipar o colapso sistêmico mesmo sem ver o floco de neve individual.

Contanto que o Fed continue com os modelos de equilíbrio e falhe em utilizar a teoria da complexidade, vai continuar deixando de ver bolhas e subestimando o risco sistêmico como tem feito repetidamente pelos





últimos 30 anos. Muita inteligência e um doutorado não são substitutos para bons modelos. Quando você aplica o modelo errado, obterá o resultado errado todas as vezes.

### ***Redes internacionais***

A teoria da complexidade é a mais importante nova ferramenta na economia hoje, não apenas para entender a política monetária americana, mas para entender o mercado de capitais global. Porque o mercado de capitais é um sistema complexo, não é um sistema de equilíbrio; o modelo macro dos bancos centrais de todo o mundo está obsoleto. Não deve ser surpresa que continuamos tendo crises e colapsos.

Esse não é um fenômeno recente. Considere 1987, quando o mercado de ações caiu 22% em um único dia, o equivalente a cerca de 4 mil pontos no Dow Jones em níveis atuais. Se o mercado de ações caísse 400 pontos hoje, a queda dominaria a cobertura na mídia. Imagine se caísse 4 mil pontos em um único dia. Foi o que aconteceu em 1987.

Em 1997, tivemos a quebra asiática; em 1998, a quebra do *Long-Term Capital Management* em 2000, a quebra das ações de tecnologia; em 2007, a quebra das hipotecas; e em 2008 um pânico financeiro. Por que essas crises continuam acontecendo? Porque o Fed está sentado na cabine de comando tentando pilotar o avião, mas a economia não é um avião – é muito mais complexa do que isso.

Se você estiver tentando introduzir políticas em um sistema complexo utilizando um modelo de equilíbrio, vai errar todas as vezes. É importante que entendamos a complexidade e vejamos como ela se aplica ao mercado de capitais. É uma empreitada mais construtiva do que seguir os debates de política do Fed.



Temos certeza de que há conexões, interrelações e efeitos *spillover* porque essa é a natureza das redes. Se você aplicar a teoria dos grafos e a ciência das redes à forma como os nós financeiros são construídos, chegará à mesma conclusão. O problema é que essas conexões podem ser difíceis de ver na vida real. Darei um exemplo concreto.

Eu estava em Tóquio em setembro de 2007, logo após o mercado imobiliário americano começar a quebrar. O pânico teve um pico em 2008, com Lehman Brothers e AIG, mas a crise começou aproximadamente em agosto de 2007. Quando o mercado de ações de Tóquio começou a cair, meus colegas japoneses, inicialmente, não conseguiam ver as conexões. Eles entendiam que havia um problema com as hipotecas dos EUA, mas não viam o que aquilo tinha a ver com os mercados japoneses.

Expliquei para eles que, quando estamos em uma crise financeira, vendemos o que podemos, não o que queremos vender. Nesse caso, o que estava acontecendo era que os fundos de hedge e outros investidores alavancados nos Estados Unidos estavam recebendo pedidos de cobertura nas hipotecas. Eles adorariam vender as hipotecas, mas não havia mercado para elas ou para qualquer título lastreado por ativos na época. Então, eles começaram a vender ações japonesas – não porque odiavam as ações japonesas, mas porque as ações japonesas eram líquidas e poderiam ser facilmente vendidas para levantar dinheiro e cobrir o pedido de cobertura em outras posições.

Apesar de os dois mercados não serem comumente correlacionados, problemas no mercado americano de hipoteca causaram um declínio simultâneo no mercado de ações japonês. Isso é o que meu antigo colega e vencedor do prêmio Nobel, Myron Scholes, chamou de correlação condicional. É uma correlação improvável entre dois mercados que de



repente passa a existir devido a uma condição específica. Correlação condicional é o exemplo perfeito do que um físico reconheceria como uma propriedade emergente de um sistema complexo.

Veja outro exemplo. Os EUA são líderes mundiais em tecnologia de satélite, não apenas para comunicação e entretenimento, mas para aplicações militares e de inteligência. A Boeing é uma grande empresa na área. Ela produz satélites nos EUA, mas terceiriza os lançamentos para a Rússia. Desde 2014, a animosidade entre a Rússia e os EUA cresceu, principalmente por causa da situação na Ucrânia. Se deixarmos essa tensão ir longe demais e começarmos a cortar relações uns com os outros, de repente não poderemos lançar novos mísseis na Rússia e ficaremos sem inteligência no céu. A diminuição da capacidade de inteligência dos EUA no espaço está ligada ao aumento das tensões geopolíticas entre os EUA e a Rússia por causa da Ucrânia. Essa ligação pode não ter sido tão óbvia quando as tensões começaram, mas surgiu das dinâmicas complexas.

Um problema analítico é que muitas pessoas não entendem o que complexidade significa quando usada de forma técnica. Muitas utilizam a palavra “complexo” como jargão ou a utilizam como sinônimo de “complicação”.

Na verdade, “complicação” e “complexidade” são duas condições diferentes quando os termos são utilizados em seu sentido técnico. Por exemplo, se você retirar a parte de trás de um relógio suíço, o que verá? Engrenagens, molas e outros componentes. É um sistema complicado, mas um relojoeiro experiente pode abrir o relógio, remover uma engrenagem e limpá-la ou substituí-la para consertar o relógio, que fica como novo.



Agora imagine retirar a mesma parte de trás e, em vez de engrenagens, ver uma sopa metálica. Como trocar uma engrenagem? É um exemplo imaginário de complexidade em que o movimento do relógio passou por uma fase de transição de sólido para líquido. Agora, a arte do relojoeiro não foi suficiente. Modelos antigos não funcionam.

É como uma panela cheia de água no fogão. Você acende o fogo e, por muito tempo, a panela continua cheia de água, mas, de repente, a água vira vapor. A panela contém as mesmas moléculas de H<sub>2</sub>O, mas elas passam por uma transição. As moléculas de água agora existem em um estado diferente. A água passou do estado líquido para o gasoso.

Se você já observou uma panela de água, sabe que, antes de a água virar vapor, a superfície começa a borbulhar e fica turbulenta. Se você se transformasse em uma molécula em uma panela de água prestes a ferver, essa molécula não “saberia” se deseja ser água ou vapor. Ela pensa “água-vapor, água-vapor”, etc. – não consegue decidir o que deseja ser. De repente, a turbulência explode e a água se transforma em vapor, mas, se você diminuir o calor, a superfície volta a ser água. Essa superfície turbulenta é onde cada molécula de água passa de um estado (água) ao outro (vapor).

Essa é uma boa metáfora do mundo hoje. Já saímos de um velho estado que existia antes de 2007, mas ainda não chegamos a um novo estado. Estamos naquela superfície borbulhante e turbulenta, e os investidores estão bastante confusos.

### *Complexidade e políticas*

A boa notícia é que muito pode ser feito em políticas para reduzir o risco da complexidade do mercado de capitais. A má notícia é que os





formuladores de políticas não estão dando nenhum passo construtivo nessa direção. Sistemas complexos entram em colapso porque são insustentáveis após um certo tamanho ou escala. Ou a entrada de energia é muito grande para sustentar o sistema, ou as interações são numerosas demais para continuar estáveis, ou os dois. De qualquer modo, a solução é diminuir o sistema antes que um colapso ocorra.

O que a patrulha de socorristas numa montanha de Aspen faz quando vê perigo de avalanche? Sai logo cedo, antes dos primeiros esquiadores chegarem, escala a montanha e detona cargas de dinamite. Explode a neve e faz com que ela caia sem perigo antes que entre em colapso espontâneo e mate os esquiadores. O que o serviço florestal dos Estados Unidos faz quando vê um grande perigo de fogo na floresta? Começa um fogo controlado para queimar a mata seca para que um raio ou uma fogueira não desencadeie um incêndio ainda maior que traga muito mais prejuízo.

A quantidade de mata seca em uma floresta ou a quantidade de neve em uma montanha são exemplos de métricas de escala em sistemas complexos. Em mercados de capitais, também temos métricas de escala. Elas incluem medidas como o tamanho bruto dos derivativos, concentração de ativos no sistema bancário e ativos totais dos maiores bancos. Esses são os equivalentes financeiros de neve instável e de florestas secas. Assim como os guardas florestais e a patrulha de socorristas diminuem os sistemas que administram, reguladores deveriam fazer o mesmo com o sistema bancário.

Deveríamos quebrar os grandes bancos em unidades menores, transformando-os em prestadores de serviços úteis com remuneração justa para tal, mas nada além disso. Mesmo que quebrems os grandes bancos, isso não significa que eles não podem falir. Só significa que,



quando falirem, não vai fazer diferença. A questão não é eliminar a falência. A questão é eliminar o colapso catastrófico que surge dessa falência. Nós também deveríamos banir derivativos e trazer de volta o

*Glass-Steagall Act* que mantinha os bancos fora de negócios altamente alavancados e arriçados.

Oponentes de separar os grandes bancos argumentam que seu tamanho cria eficiências que reduzem os custos de serviços bancários. Mesmo assim, essas eficiências, que são chamadas de benefícios de primeira ordem, são pequenas se comparadas aos custos de segunda ordem de um colapso catastrófico.

Em outras palavras, lobistas de bancos são bons em vender os benefícios de um grande banco em termos de típicas economias de escala e de competitividade global, mas ignoram completamente os custos de segunda ordem pagos pela sociedade como um todo. Os benefícios de longo prazo de não ter um colapso sobrepujarão os custos de curto prazo de diminuir o sistema. Não é um cálculo que formuladores de políticas são capazes de fazer porque eles não entendem a dinâmica dos sistemas complexos.

Não vejo sinais de que reguladores e banqueiros realmente compreendem a teoria da complexidade, ainda assim eles parecem perceber que outro colapso do sistema é iminente. Os EUA não estão conseguindo o crescimento de que precisam para pagar a dívida. Derivativos estão se acumulando, bancos controlam Washington, e o sistema financeiro está fracassando. Ouro é o único seguro razoável na situação atual.

## ***Financeirização da economia***

Nos últimos 30 anos, houve uma financeirização extrema da economia. Financeirização é a tendência de gerar riqueza por meio de transações



financeiras em vez de manufatura, construção, agricultura e outras formas de produção. Tradicionalmente, o mercado financeiro facilitava as operações, a produção e o comércio. Ele apoiava outras atividades, mas não era um fim em si mesmo.

O mercado financeiro era como um pouco de graxa nas engrenagens – um ingrediente necessário, mas não o motor em si. Mas, nos últimos 30 anos, o mercado financeiro sofreu metástase: tornou-se um câncer e age como um parasita na atividade produtiva.

Na época da crise de 2008, o setor financeiro da economia americana representava cerca de 17% da capitalização do mercado de ações e 17% do PIB. É uma porcentagem enorme para uma atividade de facilitação. Por que o setor bancário representa 17% do PIB? Ele deveria representar talvez 5%, que é mais próximo de sua participação histórica. Agora o mercado financeiro se tornou um fim em si mesmo, impulsionado pela ganância e pelas habilidades dos banqueiros de elaborar meios ocultos de extrair riqueza dessa sociedade complexa. A dificuldade é que os meios que os banqueiros utilizam para extrair riqueza aumentam a complexidade sem agregar valor. A financeirização extrema quase destruiu a economia global em 2008.

Como resultado da mineração, ações de ouro aumentavam em um ritmo constante. No passado, houve grandes descobertas ocasionais, apesar de não ter ocorrido nenhuma em mais de cem anos. Foi entre cerca de 1845 e 1898 quando houve algumas grandes descobertas de ouro. Desde então, a extração anual tem sido lenta e constante, a cerca de 1,5% por ano.

Interessante: as ações de ouro têm subido na mesma taxa que as da população mundial, resultando em dinheiro honesto. É quase como se a escassez de ouro estivesse no plano divino para esse propósito.



Se você tem dinheiro honesto, não pode financeirizar a economia, porque o mercado financeiro não pode crescer mais rapidamente do que a produção somada à inovação. O que a indústria financeira precisa é de alavancagem ou de instrumentos de crédito: derivativos, swaps, futuros, opções e diversos tipos de notas e papéis comerciais. Você precisa do que eu chamo de pseudo-dinheiro – uma frase que usei em meu primeiro livro, *A guerra das moedas* – para manter o jogo.

O mercado financeiro não cria riqueza; extrai riqueza de outros setores da economia utilizando informação privilegiada e subsídios governamentais. É uma atividade parasitária. O mercado financeiro precisa ser contido antes que desencadeie o próximo colapso. Isso envolve separar grandes bancos, banir a maioria dos derivativos e restringir a oferta de dinheiro.

### *O papel do Fed*

Dada a sua importância, o Fed é uma das instituições menos compreendidas da sociedade americana. O Fed é um sistema complicado e com diversos níveis. Presta-se mais atenção ao Conselho de Governadores em Washington. O Conselho de Governadores tem sete membros, mas há lugares vagos no momento, e, por isso, ele tem operado com apenas três e, às vezes, quatro membros.

A próxima camada do sistema consiste em doze Feds regionais localizados nos principais centros econômicos do país. Entre eles estão o Fed de Nova York, o de Boston, o da Filadélfia, o de São Francisco e o de Dallas. Esses bancos regionais de reserva não pertencem ao governo dos EUA e não são majoritariamente agências do governo americano; são privados e pertencem aos bancos de cada região. Por exemplo, Citibank e JPMorgan Chase ficam na região de Nova York, e, por isso, têm ações do Fed de Nova York.





Quando discutimos propriedade privada, muitos agem como se houvesse uma grande conspiração, mas é assim desde que o Sistema de Reserva Federal foi criado em 1913. A propriedade privada é bem conhecida e não é secreta.

O Fed é privado em nível regional, mas o controle de todo o sistema fica no Conselho de Governadores, cujos membros são nomeados pelo presidente e aprovados pelo Senado. É um sistema híbrido incomum de bancos privados com controle e supervisão governamental.

### *As ferramentas do Fed para executar as políticas*

O Fed pode controlar diretamente o que chama de política de juros ou taxa básica de juros por meio de operações em mercado aberto. Essas operações são compras e vendas de títulos do Tesouro de uma rede de bancos conhecida como negociante primário. Quando o Fed compra notas de um negociante primário, ele cria o dinheiro para pagar por elas. Quando o Fed vende notas para um negociante primário, o negociante paga o Fed e o dinheiro desaparece. É simples assim.

O Fed faz isso há décadas. É uma de suas principais funções. Operações de mercado aberto são conduzidas por uma mesa de operações no Fed de Nova York, o que dá a esse Fed um papel único no sistema.

O Fed de Nova York pode comprar notas de curto prazo para enrijecer a política se desejar que os juros subam. Ele pode vender essas notas, criar dinheiro e flexibilizar a política se desejar que os juros caiam. Esse é o papel habitual de operações de mercado aberto e costuma ser conduzido utilizando títulos do Tesouro de curto prazo ou o segmento curto da curva de rendimentos.



A questão do Fed nos últimos anos é como controlar taxas de juros a longo prazo? Quando a taxa básica de juros está em zero e você não pode baixá-la mais, como influenciar juros de médio e longo prazo?

Há duas abordagens a esse problema. A primeira é simplesmente comprar notas do Tesouro de médio e longo prazo. Isso foi feito sob o nome de *quantitative easing* ou QE, e foi um experimento em políticas monetárias elaborado pelo ex-presidente do Fed, Ben Bernanke. Se juros de longo prazo estiverem mais baixos, investidores buscarão *yields* maiores em outros lugares, fazendo com que os preços das ações e dos imóveis subam. Esses preços mais altos em ações e imóveis criariam um efeito riqueza que faria com que os investidores se sentissem mais ricos. Com base nele, os investidores gastariam mais dinheiro e estimulariam a economia. Essa teoria quase não faz sentido. O experimento de Bernanke será visto no futuro como um grande fracasso. Mesmo assim, é como o Fed se comporta desde 2008.

A outra maneira de diminuir juros de médio e longo prazo é com o uso de *forward guidance*. *Forward guidance* consiste em falar aos mercados sobre o futuro das taxas de juros de curto prazo. Investidores já sabem que os juros de curto prazo hoje e amanhã será zero. A ideia é identificar o que os juros de curto prazo serão no próximo ano e talvez no seguinte. Isso é o que o Fed fez quando inventou frases como “período estendido” e “paciente” para descrever as políticas de juros.

Como o *forward guidance* afeta as taxas de juros hoje?

Quando negociantes decidem o que pagar por uma nota de dez anos hoje, eles não pensam nela como uma taxa monolítica de dez anos. Eles a veem como o valor presente de uma faixa de taxas a termo de dez notas de um ano. Com efeito, eles agregam expectativas em relação a uma taxa de um ano em dois anos, a uma taxa de um ano em três anos



e assim por diante. Então, quando o Fed oferece nova *forward guidance* dizendo que as taxas de juros de curto prazo serão baixas não hoje, não amanhã, mas daqui a um ou dois anos, isso tem um impacto direto na taxa de uma nota de dez anos hoje, porque negociantes alteram a forma como calculam esse número.

*Forward guidance*, em teoria, tem impacto em taxas de juros de médio e longo prazo, e compras diretas obviamente têm impacto nessas taxas de juros. A combinação das duas é feita para diminuir os juros, o que, em teoria, faz com o que o valor dos ativos suba, como descrito. O processo é manipulativo, atenuado e complicado, mas é como o Fed age. Esses são os canais. Eles estão utilizando *forward guidance* e compra de ativos de longo prazo para fazer com que as pessoas gastem dinheiro.

O Fed diz que oferecerá uma orientação clara do caminho futuro dos juros de curto prazo, mas como você sabe que é verdade? Como você sabe que as coisas não vão mudar? Quanta credibilidade tem a *forward guidance*? O problema é que o Fed acredita estar reduzindo a incerteza em relação ao rumo futuro dos juros, mas está apenas substituindo um tipo de incerteza por outra.

*Forward guidance* só tem credibilidade se você acreditar nela. Considerando que o Fed adotou 15 políticas diferentes desde 2008, é difícil saber no que acreditar. Ele deixou os juros em zero diversas vezes em 2007 e 2008, depois fez QE1, QE2, QE3 e *Operation Twist*. Criou metas numéricas para desemprego e inflação em dezembro de 2012 e depois as abandonou, quando elas se mostraram inúteis. Falou sobre meta de PIB nominal e estendeu a *forward guidance* por cinco anos, em 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015.

Não é um experimento disciplinado. O Fed está simplesmente inventando as coisas pelo caminho. Se ele adota 15 políticas em sete anos,



há clara evidência de improvisação. Por que os investidores deveriam acreditar? Forward guidance e as políticas fracassam em parte porque o Fed não tem credibilidade.

### ***Taxas de juros: nominal vs. real***

Taxa de juros real em mercados de dívidas em dólar é uma das influências mais poderosas sobre o preço do ouro em dólar. Mas a taxa de juros sobre a qual você ouve e lê não é real, é nominal. A diferença entre a taxa real e a nominal é a inflação ou deflação. O conceito é simples, mas é amplamente ignorado ou incompreendido.

Uma taxa nominal é a taxa que um instrumento paga quando você o compra. Se você compra uma nova nota do Tesouro de dez anos com um cupom de 2%, então a taxa nominal será de 2%. Depois que essa nota é emitida, a taxa nominal pode mudar com base em fatores de mercado e em nova emissão de notas. Nesse caso, a nota de dez anos que você comprou terá o preço alterado. Se as taxas de juros subirem, o preço cairá; se as taxas de juros caírem, o preço subirá. Essa mudança de preço se reflete em um prêmio ou desconto quando você vende a nota. A combinação do cupom nominal mais ou menos o efeito do prêmio ou do desconto dão o rendimento até o vencimento (*yield to maturity*) que também é expresso em termos nominais. Se você se concentrar em um cupom ou rendimento até o vencimento, de qualquer forma, tem *yields* nominais.

A taxa de juros real é a taxa de juros nominal menos a inflação. Então, se a taxa de juros nominal é de 5% e a inflação é de 2%, então a taxa de juros real é de 3%. ( $5 - 2 = 3$ ). A conta é um pouco menos intuitiva quando a deflação aparece. A deflação pode ser pensada como “inflação negativa”. Quando você subtrai um número negativo, precisa somar o valor absoluto para chegar ao resultado. Se a taxa nominal é de





5% e a deflação é de 2%, então a taxa de juros real é de 7% ( $5 - (-2) = 7$ )! Fica ainda menos intuitivo quando as taxas nominais são negativas (como na Suíça e na Zona do Euro) e a deflação aparece. Agora a conta é negativo menos negativo. Por exemplo, se a taxa de juros nominal é de 1% e a deflação é 2%, então a taxa de juros real é positiva 1% ( $-1 - (-2) = 1$ ). Não quero dar uma aula de matemática, quero ilustrar a diferença entre taxas reais e nominais e mostrar como a diferença pode ser não intuitiva quando somas negativas estão envolvidas.

Por que isso importa para investidores em ouro? Porque taxas de juros reais são a alternativa a ouro. Se ouro não tem *yield* (verdade), e se você pode ter uma taxa real de retorno de baixo risco em outro lugar (às vezes, verdade), então a taxa de juros real representa o custo de oportunidade de ter ouro. Há outros custos de ter ouro, como armazenagem, envio, seguro e comissões, mas, ainda assim, a taxa de juros real tende a dominar as outras. Você pode desejar ter ouro mesmo quando os juros reais estiverem altos com base nas expectativas, mesmo assim uma taxa de juros real alta afetará a decisão da maioria dos investidores.

Dessa forma, a relação entre taxas de juros e ouro é direta. Juros altos são ruins para o preço do ouro em dólar. Juros baixos ou negativos são bons para o preço do ouro em dólar. Em que situação estamos agora? Curiosamente, tanto os investidores de ouro quanto o Fed estão do mesmo lado. Os dois desejam taxas de juros negativas, mas por motivos diferentes. O problema dos investidores de ouro e do Fed é que as taxas de juros têm estado persistentemente altas. O Fed e os investidores de ouro podem desejar taxas de juros negativas, mas, nas palavras de Mick Jagger, *You can't always get what you want*.

Por que o Fed quer taxas de juros negativas? Porque elas são um incentivo poderoso para tomar dinheiro emprestado. Taxas de juros



reais negativas são melhores do que taxas de juros zero porque você paga de volta menos do que tomou emprestado em termos reais, o dinheiro desvaloriza por causa da deflação. Em um mundo com taxas de juros negativas, quase todo projeto faz sentido, e o espírito animal (na conhecida frase de Keynes) dos empreendedores é estimulado. Se você toma dinheiro emprestado a 2,5%, e a inflação está em 3,5%, a taxa real é 1% negativo; você paga de volta menos dinheiro. Esse é o poder das taxas de juros negativas.

Em um mundo com taxas de juros negativas você pode ter um retorno positivo sobre ouro. Se você tomar dinheiro emprestado para comprar ouro, o custo do dinheiro é negativo, o yield zero do ouro é mais alto do que a taxa negativa de juros, ou seja,  $0 > -1\%$ . Uma taxa de juros real negativa, que prevaleceu por boa parte da década de 1970, é positiva para o ouro. A década de 1970 foi um período em que o ouro foi de US\$ 35 por onça para US\$ 800 por onça em menos de dez anos.

Como o Fed consegue taxas de juros negativas? Ele tem um pouco de controle sobre as taxas nominais utilizando operações de mercado aberto, como já descrevi. Ainda assim, a chave para taxas de juros reais negativas é a inflação. O Fed usou todas as ferramentas à disposição para produzir inflação, incluindo corte de taxas, *quantitative easing*, guerras cambiais, *forward guidance*, meta nominal de emprego e outras medidas. Tudo falhou. Isso ocorre porque a inflação é fundamentalmente uma função de velocidade de dinheiro ou rotatividade, que é um fenômeno psicológico e comportamental. O Fed não teve sorte em mudar a psicologia deflacionária de poupadores e investidores. O Fed está tentando conseguir taxas de juros reais negativas, mas não está funcionando.



## *Inflação e deflação*

Para a maioria dos investidores, inflação é intuitiva. Quando o nível de preços decola, as expectativas mudam rapidamente. Perspectivas em relação a imóveis, ouro, terras e outras proteções contra a inflação começam a se alimentar de si mesmas, fazendo com que os preços aumentem ainda mais.

A deflação é muito menos intuitiva. A deflação não é um problema econômico sério nos Estados Unidos desde a década de 1930. Investidores e poupadores estão desacostumados e não estão completamente cientes de seus perigos.

Hoje, a deflação é movida pela demografia, pela tecnologia, pela dívida e pela desalavancagem. O valor real da dívida sobe durante deflações, o que aumenta os prejuízos resultantes de empréstimos. Essas perdas aparecem nos bancos. Como o principal papel do Fed é resgatar os bancos, o Fed fará de tudo para barrar a deflação. Deflação prejudica a arrecadação de impostos porque os trabalhadores não recebem aumentos, o que significa que não há incremento de renda aos impostos. (Um trabalhador ainda pode ter um padrão de vida melhor em uma deflação mesmo sem um aumento de renda porque o custo de vida cai. Mesmo assim o governo não descobriu uma maneira de taxar uma diminuição no custo de vida).

A deflação se alimenta de si mesma. Se você espera que o preço de um bem caia, pode esperar para comprá-lo. A espera diminui a demanda a curto prazo e faz com que o preço caia mais. A escassez resultante em demanda agregada pode levar a demissões, falências e a uma depressão econômica. Deflação é uma ameaça séria às finanças governamentais, precisamente por que o governo fará tudo o que puder para evitá-la.



O que está acontecendo na economia hoje é melhor descrito como um cabo de guerra entre deflação e inflação.

Deflação é a consequência natural do excesso de dívida que compradores de casas e usuários de cartão de crédito assumiram entre 2002 e 2007. Apirâmide de dívidas resultante desmoronou no pânico de 2008. Deflação é o que se espera em uma depressão, o que ocorre nos EUA desde 2008. Essa deflação é ampliada pela desalavancagem, pela venda de ativos, pela redução de balanços e por outros fatores.

A inflação é facilitada pela política do banco central, em geral impressão de dinheiro, e catalisada por mudanças na expectativa que levam a um aumento na rotatividade ou na velocidade do dinheiro.

Na verdade, os índices de preço estão mostrando algumas mudanças: cerca de 1% por ano. Isso acontece porque as forças da inflação e da deflação estão em conflito até certo ponto, cancelando-se.

Além de enfrentar a deflação, o Fed deve causar inflação para que os Estados Unidos não quebrem. A dívida nacional é de mais de US\$ 18 trilhões enquanto escrevo este livro. A dívida não precisa ser paga por completo, mas precisa ser sustentável. O teste de sustentabilidade da dívida consiste em analisar se a economia está crescendo mais rápido em termos nominais do que a dívida e os juros. Crescimento real é importante, mas não é necessário para sustentar a dívida. O que é necessário é o crescimento nominal, que é o crescimento real mais inflação. Como o crescimento real é tão difícil de conseguir e como os Estados Unidos continuam a incorrer em novas dívidas ano após ano, a única maneira de sair disso é a inflação. Inflação é prejudicial para poupadores e para aposentados, por causa de sua renda fixa e porque o dinheiro na conta passa a valer menos. Ainda assim, a inflação é ótima





para países devedores como os Estados Unidos, pois a dívida passa a valer menos. Inflação é essencial para tornar a dívida razoável.

O problema econômico com a dívida é que ela é governada por leis e contratos que a consideram sob uma perspectiva nominal. Se eu tomo um dólar emprestado, devo um dólar. Em termos reais, o dólar pode valer US\$ 1,50 ou US\$ 0,50 em poder de compra, em caso de inflação ou deflação, mas, quando pagar de volta, mesmo assim, devo um dólar.

Os Estados Unidos devem US\$ 18 trilhões ao mundo e, para pagar a dívida, o país precisa de crescimento nominal de uma certa magnitude. O Fed prefere crescimento real? Sim, prefere. Mas aceitará crescimento nominal com um grande componente inflacionário no lugar disso? Sim, aceitará, se for o melhor que conseguir. Na ausência de crescimento real suficiente, inflação ou inadimplência são inevitáveis. O preço do ouro em dólar sobe nos dois cenários porque ouro é dinheiro real.

Entre 2013 e 2015, o déficit orçamentário americano caiu significativamente, de cerca de US\$ 1,4 trilhão para cerca de US\$ 400 bilhões. É uma grande queda. Mas a relação dívida/PIB continuou a subir porque ainda havia um déficit e o crescimento nominal não era suficiente para diminuir a relação. Os Estados Unidos ainda estão no mesmo caminho que a Grécia e o Japão, apesar de oritmo ter diminuído um pouco.

No fim, a inflação vencerá o cabo de guerra, porque a tolerância do Fed à inflação é baixa, e as consequências da deflação são devastadoras. O Fed precisar ter inflação e fará “tudo o que for necessário” para consegui-la, de acordo com Mario Draghi. A inflação pode levar tempo e mais rodadas de impressão de dinheiro e de *forward guidance*, mas uma hora vai acontecer. A inflação será o catalisador de taxas de juros negativos e de um aumento significativo do preço do ouro em dólar.



## *Seguro contra inflação e deflação*

É importante que investidores de ouro entendam a diferença entre as médias reais e nominais que utilizamos para descrever as taxas de juros e as políticas do Fed. Investidores de ouro ficaram decepcionados em 2014 e 2015 porque o preço do ouro em dólar caiu, apesar das crises financeiras e geopolíticas na Grécia, na Ucrânia e na Síria e da quebra do mercado de ações na China. O ouro deveria ser o ativo porto seguro em tempos turbulentos. Por que o preço não estava subindo?

Uma questão mais prudente seria, por que não caiu mais? O preço do petróleo em dólar caiu mais de 50% entre junho de 2014 e janeiro de 2015, ainda assim o preço do ouro em dólar quase não se alterou no período (apesar da volatilidade). Na verdade, o preço do ouro teve bom desempenho em comparação às *commodities* líderes.

A deflação pode sair de controle e, nesse caso, não será surpreendente ver o preço do ouro em dólar cair mais em termos nominais. Por exemplo, suponha que ouro custe US\$ 1.2 mil por onça no início do ano e haja 5% de deflação. Suponha que o preço do ouro em dólar no fim do ano esteja em US\$ 1.180. Nesse cenário, o preço nominal do ouro caiu 1,7% (de US\$ 1.200 para US\$ 1.180), mas o preço real do ouro subiu cerca de 3,3% porque o preço final de US\$ 1.180 na verdade vale US\$ 1.240 em poder de compra relativo aos preços do início do ano.

Se o preço do ouro em dólar cair ainda mais, é provável que outros preços importantes caiam também. Isso seria típico em um ambiente deflacionário ou em colapso. Os preços dos produtos que não são ouro cairão ainda mais em um mundo com muita deflação. Se o ouro estiver caindo em termos nominais, mas outros preços estiverem caindo mais, ouro ainda preservará riqueza quando medido em termos reais.



O ouro pode ser volátil quando medido em dólar nominal, ainda assim a volatilidade está mais relacionada com o valor do dólar do que com o valor do ouro. Historicamente, o ouro tem bom desempenho tanto em inflação quanto em deflação porque representa uma reserva de valor real.

A maioria dos investidores em ouro não tem dificuldade de entender por que o ouro tem bom desempenho em ambientes inflacionários. Mas por que o ouro tem bom desempenho em ambientes deflacionários? O motivo, como discutimos acima, é que bancos centrais, como o Fed, não podem tolerar deflação. Eles farão tudo o que puderem para criar inflação. Quando não há mais nada a fazer, eles utilizam o ouro para criar inflação fixando o preço do ouro em dólar em um nível muito mais alto. Então, todos os outros preços rapidamente se ajustam ao novo preço do ouro. O maior preço do ouro realmente significa que o valor do dólar caiu em relação a determinado peso de ouro. São necessários mais dólares para comprar o mesmo peso. Uma queda no valor dos dólares é a definição de inflação. O governo sempre pode fixar o preço do ouro em dólar para conseguir inflação quando todas as alternativas se esgotam.

Foi isso o que os EUA fizeram em 1933 e o que o Reino Unido fez em 1931, quando os dois países desvalorizaram suas moedas em relação ao ouro. Em 1933, o governo americano forçou o preço do ouro de US\$ 20,67 por onça para US\$ 35,00 por onça. Não era o caso de o mercado fazer com que o preço do ouro subisse; o mercado estava nas garras da deflação na época. Foi o governo fazendo com que o ouro subisse para causar inflação. O governo fez isso em 1933 não porque queria que o ouro subisse; mas porque queria que todo o resto subisse. Queria aumentar o preço do algodão, do petróleo, do aço, do trigo e de outras commodities. Barateando o dólar em relação ao ouro, ele causou inflação para acabar com a deflação.



Em um período extremamente deflacionário, o governo poderia unilateralmente elevar o preço do ouro para US\$ 3 mil ou US\$ 4 mil por onça, não para recompensar investidores (apesar de essa ser uma consequência), mas para causar hiperinflação generalizada. Em um mundo com ouro a US\$ 4 mil, de repente o barril de petróleo custa US\$ 400, a prata custa US\$ 100 por onça e o tanque de gasolina custa US\$ 7 na bomba. Tal aumento de preços mudaria as expectativas inflacionárias e quebraria o ritmo deflacionário.

Quando a moeda é desvalorizada em relação ao ouro, funciona porque o ouro não pode revidar. Se os EUA tentarem desvalorizar o dólar em relação ao euro, a Zona do Euro pode revidar desvalorizando o euro. Mas, se os EUA desvalorizarem o dólar em relação ao ouro (aumentando o preço do ouro), é assim que termina. Você não pode misticamente criar mais ouro para diminuir os preços novamente. Ouro não pode revidar em uma guerra cambial.

Temos dois caminhos para preços mais altos de ouro – inflação e deflação. É difícil saber qual deles vai prevalecer porque as forças são fortes nas duas direções. A atração do ouro é que ele preserva riqueza nas duas situações. Em inflações, o preço do ouro sobe, como vimos na década de 1970. Em deflações, o preço do ouro também sobe, não sozinho, mas por meio de imposição governamental, como vimos na década de 1930. O ouro tem um lugar no portfólio de todo investidor porque é uma das poucas classes de ativos que têm bom desempenho tanto na inflação quanto na deflação. É o melhor tipo de seguro.





## Capítulo 4

# Ouro é constante

### *O preço do ouro*

Quando as pessoas dizem que o preço do ouro subiu ou desceu, é apenas um quadro de referência. Em vez disso, pense em ouro como uma unidade constante de medida, o que economistas e matemáticos chamam de numerário ou dispositivo de contagem. De acordo com essa perspectiva, são as moedas que estão flutuando, não o ouro. Se o preço do ouro em dólar vai de US\$ 1.200 para US\$ 1.300 por onça, a maioria das pessoas diz que o ouro subiu. Para mim, o ouro não subiu, foi o dólar que caiu. Eram necessários US\$ 1.200 para comprar uma onça de ouro; agora, são necessários US\$ 1.300. Recebo menos ouro por meu dinheiro, então, o dólar caiu.

Se você acredita que o dólar ficará mais forte, talvez não queira adquirir tanto ouro. Se acredita que o dólar ficará mais fraco, o que espero que aconteça, então, certamente, deve ter ouro em seu portfólio.

Você não precisa correlacionar ouro a outro *benchmark*. Pense em ouro como dinheiro. O preço do ouro em dinheiro é simplesmente o inverso do dólar. Quem pensa em ouro como o antidólar está no caminho certo. Um dólar mais forte significa um preço de ouro em dólar mais fraco. Um dólar mais fraco significa um preço de ouro em dólar mais forte. Se você estiver preocupado com o dólar – e há bons motivos para se preocupar – faz sentido ter ouro.



Eu moro nos Estados Unidos e recebo e gasto dólares. Se eu comprar ouro, utilizarei dólares. Se você mora no Japão e recebe ienes e for se aposentar com ienes, a equação será diferente. Ouro pode ter um melhor desempenho em ienes do que em dólares se o iene estiver em queda em relação ao dólar. Se o ouro cair 10% em relação ao dólar, e o iene cair 20%, tomando o iene como parâmetro, o ouro está em alta.

Para ter uma perspectiva global em relação ao ouro, você precisa analisar não apenas o preço do ouro em dólar, mas as taxas cruzadas de todas as moedas. Esse foi o problema da Índia alguns anos atrás. A rupia estava em queda em relação ao dólar, e a venda de ouro no país desacelerou. Não porque os indianos haviam perdido o interesse em ouro. Se você pagava em rupia quando o ouro estava em queda em dólar, na verdade, ouro estava em alta em rupia, o que explica por que as compras indianas desaceleraram. É um mundo complicado, mas você precisa decidir qual é sua moeda-base e pensar sobre ouro nesse espaço, não apenas no espaço do dólar.

Dito isso, meu conselho é pensar sobre ouro por quantidade e adequação ao seu portfólio, não por seu preço em dólar. Não se prenda demais à questão do preço em dólar, porque o dólar pode entrar em colapso rapidamente, e seu preço deixará de ter importância. O que importa é quanto ouro físico você tem.

Ainda assim, na prática, vemos o preço do ouro em dólar todos os dias, e ele é bastante volátil. Há um motivo para manter a alocação de ouro em cerca de 10% dos ativos líquidos. Ouro é uma parte atrativa de seu portfólio, ainda assim é prudente diversificar.



## *O mercado do ouro em papel vs. o mercado do ouro físico*

Há outro enigma nessa história. Investidores supõem que os preços dos bens são influenciados pelas leis de ofertas e procura. Quando observamos o mercado global de ouro físico parece que há um grande aumento na demanda e nenhum aumento específico na oferta. Por que o preço do ouro não responde a essa disparidade?

Investidores devem entender que há um mercado de ouro físico e um mercado de ouro de papel. O mercado de ouro de papel consiste em diversos contratos: futuros Comex, ETFs, *swaps* de ouro, *leasing* de ouro, contratos a termo e o chamado ouro não alocado emitido pelos bancos da *London Bullion Market Association*. Esses derivativos – futuros, *swaps*, ETFs, *leasing*, contratos a termo e ouro não alocado – formam o mercado de ouro de papel.

O mercado de ouro de papel pode facilmente ter cem vezes o tamanho do mercado físico. Isso significa que de cada 100 pessoas que pensam ter ouro, 99 estão erradas. Apenas uma delas receberá ouro físico quando o pânico começar.

Não há problema nesse tipo de alavancagem, contanto que seja um mercado de duas mãos. Se as atividades de preço não estiverem em desordem, e as pessoas não insistirem em entrega física, o alavancado sistema de ouro de papel funciona relativamente bem. O problema é que muitas dessas suposições, mesmo que inicialmente verdadeiras, podem desaparecer do dia para a noite. Mais investidores estão exigindo entrega física. Bancos centrais ao redor do mundo estão exigindo entrega física



da custódia do Banco da Inglaterra ou do Fed de Nova York. Vimos a Venezuela retomando seu ouro e o levando para Caracas; a Alemanha retomando seu ouro e o levando para Frankfurt; e até países menores, como o Azerbaijão, que retomou seu ouro e o levou para Baku.

O mercado de papel é voltado a certos depósitos em Nova York e Londres, intermediários bancários que são membros da London Bullion Market Association. Se você pegar ouro físico em Nova York e o mover para Frankfurt, isso reduz a oferta flutuante disponível para *leasing* em Nova York. Não há mercado de *leasing* bem desenvolvido em Frankfurt. O resultado de mover o ouro de Nova York para Frankfurt é reduzir o ouro disponível para cobrir posições vendidas a descoberto em Nova York. Isso ou aumenta a alavancagem sistêmica ou exige que as posições vendidas a descoberto sejam cobertas em outro lugar do mercado físico.

Em relação ao mercado puramente físico, há diversas transações reveladoras ocorrendo. Se você é um grande comprador de ouro físico, descobrirá que há uma fonte de ouro diretamente de refinarias, o que significa que não há vendedores no mercado secundário. Em um mercado normal e saudável, se eu sou um comprador, e alguém é um vendedor, um corretor nos encontrará, comprará dele, entregará para mim, e receberá uma comissão. O que está acontecendo agora é que há compradores, mas poucos vendedores no mercado, e a única maneira de um corretor conseguir ouro é direto da refinaria. Os atrasos nas refinarias estão chegando a cerca de cinco ou seis semanas.

Os bancos centrais da China, da Rússia, do Irã e de outros países estão estocando tanto ouro físico quanto podem. A China não está fazendo isso de forma transparente. Em julho de 2015, ela atualizou suas reservas oficiais de ouro pela primeira vez desde 2009, indicando





a posse de 1.658 toneladas, alta em relação à reserva anterior, de 1.054 toneladas. A China recentemente começou a atualizar suas reservas de ouro mensalmente para satisfazer as exigências de transparência do FMI. Mas os dados que ela informou são enganosamente baixos porque o país tem reservas enormes de ouro, talvez 3.000 toneladas adicionais em uma agência conhecida como State Administration of Foreign Exchange, ou Safe. Esse ouro está sob custódia física do Exército de Libertação Popular. A Rússia é mais transparente. O Banco Central da Rússia atualiza sua posição de reserva de ouro mensalmente, e não há evidências de que mantenha grandes reservas de ouro extraoficialmente, como faz a China. A Rússia tem cerca de 1.200 toneladas em suas reservas.

A Rússia pode comprar ouro de sua mineração doméstica, por isso não precisa ir até o mercado. A China precisa de tanto ouro e com tanta rapidez que ser a maior produtora de ouro do mundo não é suficiente; por isso, é o país que mais compra ouro no mercado. Faz isso de forma furtiva, utilizando operações secretas e ativos militares para evitar o impacto que compras transparentes teriam nos preços.

Compras internacionais de ouro por países como Rússia, China, Irã, Turquia, Jordânia e outros estão aumentando. É a base para um grande movimento mundial de *short squeeze* em ouro. No entanto, talvez nada aconteça no futuro próximo: não subestime a habilidade dos bancos centrais e dos grandes bancos internacionais de manter o jogo da manipulação de ouro por mais tempo que o esperado. Se a demanda física persistir (e eu espero que persista), o *short squeeze* de títulos de papel aumentará, e a pirâmide invertida de contratos de títulos de ouro vai desmoronar. Enquanto isso, não há dúvidas de que há supressão de preços por meio do mercado de ouro de papel.



Em 2013, eu me encontrei, na Suíça, com um executivo sênior de uma das maiores refinarias de ouro do mundo. Sua fábrica está funcionando em turnos triplos, 24 horas por dia. Ele está vendendo todo o ouro que consegue produzir, cerca de 20 toneladas por semana. Dez dessas toneladas vão para a China; um total de 500 toneladas por ano, provenientes de uma única refinaria, vão para lá. Os chineses querem mais, mas ele não vende mais para a China porque precisa atender outros clientes, como a empresa Rolex, e outras contas antigas, que precisam de ouro para a fabricação de joias e relógios. Ele já vendeu a produção de um ano inteiro antecipadamente, e está com dificuldades para obter mais ouro.

A refinaria obtém ouro de diversas fontes, geralmente antigas barras de 400 onças. Depois derrete-as, refina-as novamente para que passem de 99,90% para 99,99% de pureza, funde-as na forma de barras de um quilo e as entrega para os clientes, principalmente a China.

Depósitos estão ficando sem reserva. Periodicamente, centenas de toneladas de ouro saem dos depósitos do GLD, e depósitos do Comex estão em baixas históricas.

Na Suíça, eu também me encontrei com operadores de cofre, as pessoas responsáveis por logística de segurança que movem e armazenam o ouro na prática. Eles me disseram que não estavam conseguindo construir áreas seguras com a rapidez necessária e que estão negociando com o exército suíço para tomar posse de grandes montanhas nos Alpes previamente utilizadas como bases militares. Dentro delas, há túneis e câmaras anteriormente utilizados pelo exército suíço para armazenar suprimentos, munição e armas. O exército suíço está abandonando algumas dessas montanhas e as



oferecendo para operadores de cofres para armazenagem de ouro. As empresas de logística de segurança supervisionam a remoção de ouro de bancos, como UBS, Credit Suisse e Deutsche Bank e a entrada em armazenagem privada em lugares como Brink's, Loomis e outros operadores de cofres.

Há atrasos na entrega de ouro físico porque os cofres e as refinarias não são capazes de acompanhar a demanda tanto de ouro armazenado quanto de ouro que acabou de sair das refinarias. Se há escassez de ouro físico, por que o preço do ouro esteve sob tanta pressão nos últimos anos? A resposta é que a venda a descoberto de futuros e de ouro não alocado continua mantendo o preço em baixa. O preço do ouro é uma luta semelhante a um cabo de guerra entre as transações físicas e as de papel.

Quando você tem um cabo de guerra, a situação pode ser volátil. Há duas equipes puxando, cada uma para um lado. Bancos centrais, bancos de metais preciosos e fundos de *hedge* estão de um lado da corda, e grandes compradores e investidores individuais estão de outro.

Mais cedo ou mais tarde, uma equipe desistirá ou a corda arrebentará. Qualquer perturbação inesperada na entrega de ouro físico poderia dar início a um pânico de compra com preços em dispaenda. Tal perturbação pode ser desencadeada pelo incumprimento de uma entrega de ouro conforme acordado, uma inadimplência da bolsa de ouro ou o suicídio de um financista proeminente. Esses eventos são todos muito prováveis.

### ***Aumento no preço do ouro***

Em 2014, em uma viagem para a Austrália, eu me encontrei com um dos maiores negociantes de ouro do país. O CEO da empresa disse que os melhores meses em vendas ocorriam quando o preço do ouro caía muito. Quando pequenos investidores veem que o preço em dólar caiu,



eles veem uma barganha. O negociante australiano me disse que quando o preço do ouro em dólar cai muito, a fila de clientes querendo comprar ouro faz a volta no quarteirão.

Eu recomendo consistentemente que investidores aloquem cerca de 10% de seus ativos disponíveis para investimentos em ouro. Essa recomendação deve se transformar em uma posição *buy-and-hold* de longo prazo que preserva riqueza em caso de choques e pânico financeiros. Aqueles que perseguem essa estratégia não ficam obcecados com as flutuações diárias de preço – é o que é. O objetivo não é lucrar rapidamente, é preservar riqueza a longo prazo. Obviamente, é melhor comprar quando o preço cai do que perseguir altas. Encontrar um bom ponto de entrada é apenas bom senso.

A queda estendida no preço do ouro entre 2011 e 2015 desmotivou muitos investidores, mas a queda recente de preços apresentou uma oportunidade de compra para aqueles que ainda não tinham uma alocação de 10%.

Há uma explicação simples para a queda de preços desde a alta de 2011. No início de 2012, o dólar se fortaleceu com base no percebido e no real enrijecimento monetário do Fed. Isso incluiu o início do *taper talk* em maio de 2013, o início da redução real de impressão de dinheiro pelo Fed em dezembro de 2013, a remoção da *forward guidance* pelo Fed em março de 2013 e as contínuas falas sobre aumento de juros desde então.

Nesse período, o euro caiu de US\$ 1,40 para US\$ 1,05, o iene também se desvalorizou de cerca de 90 para 125 ienes por dólar. Mais de 50 bancos centrais ao redor do mundo cortaram as taxas de juros em 2015 para enfraquecer suas moedas em relação ao dólar. O preço do petróleo, do açúcar, do café e de muitas outras commodities caiu





muito entre o final de 2014 e o final de 2015. Forças deflacionárias e desinflacionarias estavam à frente.

Era de se esperar que o preço do ouro em dólar caísse em caso de dólar mais forte. O que investidores precisam perguntar é, isso pode durar? Esse é o novo estado do mundo? A resposta é... não! Os Estados Unidos permitiram que o dólar se valorizasse e outras moedas se desvalorizassem porque os países precisavam de ajuda desesperadamente. A economia japonesa estava desesperada por inflação. A economia europeia havia sofrido sua segunda recessão dentro da recessão global que havia começado em 2007. Os Estados Unidos permitiram que o dólar subisse para que o iene e o euro caíssem, ajudando-os com flexibilização monetária na forma de uma moeda mais barata.

O Fed errou porque a economia americana não era forte o suficiente para suportar os custos de um dólar forte. O Fed enrijeceu em 2013, e, com os atrasos comuns nas políticas monetárias, a desinflação apareceu nos dados no final de 2014.

Quando você está preocupado com deflação e corta os juros, deixando-os em zero, imprime trilhões de dólares e faz tudo o que pode, a única maneira de conseguir inflação (o que o Fed deseja) é enfraquecer a moeda. O próprio Fed se colocou nessa sinuca de bico, e eu espero que ele tenha de reverter o curso e buscar a flexibilização monetária com mais *quantitative easing* ou uma moeda mais fraca. Os dois caminhos são *bullish* para o preço do ouro em dólar.

## ***Manipulação***

Quando vemos o preço do dólar cair muito na ausência de notícias relevantes, podemos ter uma certeza razoável de que o mercado de ouro está sendo manipulado. Há evidência estatística, episódica e forense para



apoiar essa conclusão. A manipulação de ouro não é nova. Considere o *London Gold Pool*, na década de 1960, ou o *dumping* de ouro pelos Estados Unidos e pelo FMI no final da década de 1970. Há evidências mais recentes, incluindo a venda de 400 toneladas de ouro em 2010 pelo FMI, que mostram a supressão de preços. Evidências de manipulação também aparecem em estudos acadêmicos recentes. A manipulação é real.

Caso o objetivo de um banco central seja manter o preço do ouro sob controle, é preciso manipular o mercado apenas quando o ouro estiver subindo. Se ele estiver caindo por razões mais fundamentais, como deflação, não há necessidade de manipulação. A manipulação entra em cena quando o ouro está forte e parece que vai sair de controle. Vimos essa situação em agosto de 2011 quando ele estava rapidamente chegando a US\$ 2.000 por onça. Foi uma barreira psicológica importante, e o ouro poderia ter subido muito mais, por isso os bancos centrais tiveram de fazer um esforço extraordinário para baixar os preços.

Vamos analisar algumas técnicas de manipulação específicas.

### ***Dumping de ouro físico***

A técnica mais direta para suprimir o preço do ouro em dólar, e a mais óbvia, é praticar dumping de ouro físico. Para fazer isso, bancos centrais vendem ouro. Isso foi feito por décadas, começando com o *London Gold Pool* na década de 1960, quando membros do Bretton Woods, incluindo a Alemanha Ocidental, os Estados Unidos e o Reino Unido, alternaram-se na prática de *dumping* de ouro no mercado londrino para suprimir preços.

Tais esforços continuaram na década de 1970, depois de Nixon sair do padrão-ouro. O ouro começou aquela década a US\$ 35 por onça.



Depois de Nixon fechar a janela do ouro, ele subiu para cerca de US\$ 42 por onça. Em janeiro de 1980, chegou a US\$ 800 por onça. No caminho de US\$ 42 por onça para US\$ 800 por onça, os Estados Unidos tentaram desesperadamente e secretamente suprimir preços com venda de ouro. (Esse esforço é descrito em detalhes nos capítulos 9 e 11 de meu livro *The Death of Money*.)

Entre 1974 e 1980, os Estados Unidos venderam cerca de 1.000 toneladas e persuadiram o FMI a vender 700 toneladas. Juntos, Estados Unidos e FMI despejaram 1.700 toneladas de ouro físico, cerca de 5% de todo o ouro oficial do mundo. Esse esforço de manipulação foi um fracasso. O preço disparou para US\$ 800 por onça em janeiro de 1980, apesar do *dumping* de ouro físico no mercado. Por fim, os Estados Unidos desistiram e deixaram o preço do ouro seguir seu curso.

Encontrei correspondência privada e confidencial (posteriormente tornada pública) da década de 1970 entre Arthur Burns, presidente do Fed na época, Gerald Ford, presidente dos Estados Unidos, e o primeiro ministro da Alemanha Ocidental descrevendo a manipulação de ouro físico.

Houve mais manipulação até o final da década de 1990, incluindo o infame Brown's Bottom, quando Gordon Brown, o então ministro do Tesouro britânico, praticou *dumping* de cerca de dois terços do ouro do Reino Unido no mercado em 1999 a um preço próximo da baixa dos últimos 35 anos.

A Suíça também era uma grande vendedora de ouro no início dos anos 2000. Por muito tempo, os grandes poderes financeiros manipulavam preços por meio de *dumping* de ouro físico. O problema é que uma hora o ouro começa a acabar. Os estoques do Reino Unido já estão baixos. A Suíça ainda tem uma boa quantidade, mas é muito menos do que



tinha antes. Os Estados Unidos decidiram que não venderiam mais, mas gostariam que outros continuassem vendendo. O *dumping* físico acabou terminando porque as pessoas perceberam que não estava funcionando.

Havia compradores fixos, e os manipuladores estavam ficando sem ouro. Eles precisavam recorrer à manipulação em papel. Vamos falar sobre como isso funciona.

### *Manipulação de papel*

A maneira mais fácil de realizar manipulação de papel é por meio de futuros Comex. Manipular preços de mercados futuros é brincadeira de criança. Você pode esperar até um pouco antes do fechamento e realizar uma grande ordem de venda. Fazer isso assusta o outro lado do mercado e faz com que o preço diminua e eles recuem. Esse preço reduzido é anunciado por todo o mundo como o “preço do ouro”, desencorajando investidores. A queda de preços assusta fundos de *hedge*, que praticam mais *dumping* de ouro conforme atingem limites de perda em suas posições. Uma dinâmica é estabelecida em que vendas geram mais vendas, e o preço entra em uma espiral de queda por nenhum motivo específico com exceção de que alguém manipulou a situação para que fosse assim. Por fim, um fundo do poço é estabelecido e os compradores entram em cena, mas o estrago já está feito.

Futuros têm uma grande quantidade de alavancagem que pode facilmente chegar a 20 para 1. Por US\$ 10 milhões de margem, posso vender \$ 200 milhões de ouro de papel. Conhecemos exatamente quem são os corretores, mas o mercado ainda não é transparente porque não conhecemos seus jogadores – aqueles que fazem as compras e as vendas por meio dos corretores. Só os corretores têm esse conhecimento, há anonimato por meio do corretor combinado à alta alavancagem.





A manipulação de papel também pode ser feita por meio de ETFs, principalmente o GLD. Manipulações de mercado utilizando o GLD são mais complicadas. O ETF GLD é uma participação de uma ação. A ação está em um *trust*, que pega seu dinheiro, compra ouro e coloca em um cofre. Se você não gosta de ouro ou das flutuações de preço, tudo o que pode fazer é vender sua participação.

É possível ter ouro físico operando de uma forma, e ações de ETF operando de outra, abrindo um *spread* entre os dois preços. Eles deveriam ser alinhados, mas tal *spread* ou arbitragem ocorre de tempos em tempos.

Se sou um dos grandes bancos que são participantes autorizados do GLD, procuro por arbitragem. Vejo o preço do ouro físico operar a determinado prêmio por participação (a participação equivale a uma certa quantidade de ouro), vendo a descoberto o ouro físico e simultaneamente compro ações de alguém do mercado que esteja assustado a ponto de vender. Depois, levo essas ações ao administrador e as troco por ouro físico. Entrego o ouro físico para cobrir minha demanda física e fico com a diferença. É (quase) uma arbitragem livre de riscos.

Um dos resultados de tal atividade é tirar o ouro do depósito do ETF, reduzindo a oferta flutuante. A oferta flutuante é o ouro disponível para sustentar o ouro de papel. Se o ouro estiver em um banco ou em um depósito do GLD ou do Comex, ele é parte do estoque flutuante e está disponível para sustentar as operações. Assim que ele chega à China e vai para um cofre de Xangai, ou um cofre da Loomis na Suíça, ele não faz mais parte do estoque flutuante. É parte do estoque total, mas não está disponível para operações ou transações como *leasing* e vendas a termo.



Mais importante, o ouro em Fort Knox, no Fed de Nova York ou no Comex, pode ser emprestado ou alavancado, se não vendido. Os chineses estão comprando ouro que não vê a luz do dia por um período indefinido porque está sendo colocado em armazenagem em profundidade. Quando ele chegar à China, não voltará a sair. Os chineses não são *day traders*. Eles estão comprando quantidades enormes de ouro e vão armazenar tudo por um bom tempo.

Considerando tudo isso, percebe-se que mais e mais transações de ouro de papel são sustentadas por cada vez menos ouro físico. Essa pirâmide invertida de contratos de ouro de papel está sobre uma pequena base de ouro físico, e essa base fica cada vez menor, conforme os russos e os chineses acumulam ouro.

### *Manipulação de fundos de hedge*

Fundos de *hedge* são agora muito importantes no mercado de ouro. Historicamente, não foi assim. Posse de ouro era distribuída em uma espécie de altere. De um lado, o pequeno portador que sempre se sentiu mais confortável com moedas ou barras de ouro. Do outro, grandes portadores, fundos de países e bancos centrais. Entre eles, não havia muitas instituições envolvidas. A situação mudou. Fundos de *hedge* estão começando a preencher o meio de campo entre o varejo e os soberanos.

Para um fundo de *hedge*, ouro pode ser um mercado interessante no qual empregar seu estilo de operação, ainda assim ouro não é especial; é apenas mais uma *commodity*. Para fundos de *hedge*, a *commodity* poderia ser apenas café, soja, títulos do Tesouro ou qualquer outro bem.

Fundos de *hedge* utilizam limites de perdas. Quando estabelecem uma posição, estabelecem a quantidade máxima que estão dispostos a perder antes de saírem dela. Assim que esse limite é alcançado, eles



automaticamente vendem a posição independentemente de sua visão de longo prazo do metal. Talvez eles não tenham uma visão de longo prazo, mas uma perspectiva de operações de curto prazo.

Se um fundo de *hedge* específico deseja manipular o mercado de ouro, tudo o que precisa fazer é uma grande ordem de venda e empurrar uma certa quantidade de ouro. Assim que um fundo de *hedge* chega ao preço de limite de perdas, vende automaticamente. Isso faz com que o preço caia ainda mais. O próximo fundo de *hedge* chega ao seu limite de perdas e também vende, fazendo com que o preço caia novamente. A venda ganha força e, logo, todos estão vendendo.

Por fim, o preço pode subir novamente, mais fundos começarão a adquirir ouro, e os manipuladores *short-side* podem reiniciar o jogo, fazendo que o preço caia novamente. Na ausência da imposição de regras antimanipulação, portadores de ouro devem esperar que esses jogos continuem até que um desenvolvimento fundamental leve o preço para um patamar permanentemente mais alto.

### ***Fazendo leasing de contratos a termo não alocados***

Outra forma de manipular preços é por meio de *leasing* de ouro e contratos a termo não alocados. Não alocado é um dos termos da moda no mercado de ouro. Quando a maioria dos grandes compradores de ouro compram ouro físico, eles telefonam para JPMorgan, HSBC, Citibank ou um dos grandes negociantes de ouro e fazem um pedido de, por exemplo, US\$ 5 milhões em ouro, cerca de 5 mil onças a preço de mercado no momento em que escrevo este livro.

O banco dirá que é só mandar o dinheiro em troca de um contrato padrão. Mas, se você ler o contrato, verá que tem ouro não alocado. Isso significa que você não tem barras designadas. Não há um grupo de



barras de ouro que têm seu nome ou um número de série registrado em seu nome. Na prática, ouro não alocado permite que o banco venda o mesmo ouro físico para cem compradores diferentes.

Não é diferente de nenhuma reserva bancária fracionada. Bancos nunca têm uma quantia de dinheiro equivalente ao valor dos depósitos. Cada depositante em um banco pensa que pode entrar e sacar quanto quiser, mas todo banqueiro sabe que o banco não tem tanto dinheiro assim. O banco utiliza o dinheiro em concessão de empréstimos ou na compra de títulos; bancos são instituições altamente alavancadas. Se todos quisessem sacar ao mesmo tempo, o banco não poderia pagar. É por isso que o prestador de último recurso, o Fed, pode simplesmente imprimir dinheiro caso seja necessário. Não é diferente do mercado de ouro físico, com exceção de que não há prestador de ouro de último recurso.

Bancos vendem mais ouro do que têm. Se todo portador de ouro não alocado aparecesse de uma vez e dissesse, “Por favor, dê-me o meu ouro”, não haveria ouro suficiente para distribuir. Mas, na maioria dos casos, as pessoas não desejam ouro físico. Há riscos envolvidos, custos de armazenagem, de transporte e de seguro. Elas ficam felizes de deixá-lo no banco. O que elas talvez não percebam é que o banco também não tem a posse do ouro.

Um banco central pode fazer *leasing* de ouro para um dos bancos da *London Bullion Market Association* (LBMA), que inclui grandes jogadores como Goldman Sachs, Citibank, JPMorgan e HSBC. *Leasing* de ouro, com frequência, é conduzido por meio de um intermediário chamado *Bank for International Settlements* (BIS). Historicamente, o BIS é usado como um grande canal de manipulação do mercado de ouro e de condução de vendas de ouro entre bancos centrais e bancos comerciais.





O BIS pode pegar o ouro que já pegou emprestado do Fed e o emprestar para bancos comerciais que são membros da LBMA. Os bancos comerciais, então, detêm a propriedade de certa quantidade de ouro físico. Eles vendem dez vezes mais para o mercado de forma não alocada. É o processo de alavancagem em funcionamento. Eles vendem tanto ouro quanto quiserem e não precisam ter nenhum ouro físico, apenas um título de papel por meio do acordo de *leasing*.

Nada disso é especulação. Você pode ver o relatório anual do BIS e observar as notas de rodapé em que se revelam a existência de acordos de *leasing* com bancos centrais e com bancos comerciais. Não há menção dos nomes dos bancos, mas a atividade em si é claramente informada. Nós sabemos quais são os bancos comerciais porque eles precisam ser membros da LBMA, e nós sabemos quem são os financiadores dos bancos centrais, por isso não há necessidade de especular sobre o que está acontecendo.

O BIS, com sede na Basileia, Suíça, tem uma história intrigante e, de certa forma, cheia de reviravoltas. Foi fundado em 1930, como resultado dos esforços nos anos 1920 feitos pelo Banco da Inglaterra, e pode ser visto como uma casa da árvore suíça em que as crianças brincam sem supervisão ou escrutínio, mas as crianças são os bancos centrais.

Uma vez por mês, os maiores bancos centrais do mundo se reúnem na Basileia, organizados em escalões. Há um grupo maior de cinquenta membros do BIS e um grupo mais seletivo de sete a dez representantes de bancos centrais.

O grupo maior participa de algumas reuniões, mas o grupo menor se reúne a portas fechadas e faz os próprios acordos. O BIS é a instituição menos transparente do mundo. Até agências de



inteligência, como a CIA, sofrem com vazamentos ocasionais, mas isso nunca acontece com o BIS. A instituição não coloca muita coisa em seu *site*. Há muita pesquisa técnica que pode ser acessada, e o BIS tem relatórios financeiros auditados, mas não fala sobre suas deliberações. Não há minutas acessíveis sobre o que ocorre por trás das portas fechadas, e não há coletivas de imprensa depois que os bancos centrais se reúnem. O BIS é o local ideal para bancos centrais manipularem os mercados financeiros globais, incluindo ouro, com total falta de transparência.

### ***Combinando manipulações***

É possível combinar manipulações. Um banco negociante na LBMA pode perceber que há demanda para ouro físico na China e que há ouro no depósito do GLD em Londres. Primeiro, ele utiliza os mercados futuros para derrubar o preço do ouro. O pequeno investidor fica assustado e começa a vender suas ações do GLD, fazendo que seu preço caia. Enquanto isso, investidores astutos percebem um bom ponto de entrada. O pequeno investidor está vendendo suas ações do GLD e os grandes investidores estão comprando ouro físico. Essa dinâmica cria um *spread* entre ouro físico e ações do GLD.

O negociante na LBMA vende ouro físico a descoberto para a China e compra ações do pequeno investidor assustado. O negociante resgata as ações, obtém o ouro físico, entrega para a China e fica com a diferença. Como é possível perceber, um negociante pode criar a própria oferta, a própria arbitragem, e lucrar com a diferença. Esse tipo de manipulação ocorreu em 2013 quando o depósito do GLD despejou 500 toneladas de ouro e o preço do metal caiu pela primeira vez em doze anos. Durante essas manipulações, o estoque flutuante foi reduzido e mais ouro físico foi parar na China.



## *Quem está por trás da manipulação?*

Vimos como a manipulação funciona, como ela era feita no mercado físico e como ela é feita hoje, principalmente por meio de Comex, ETFs, fundos de *hedge*, *leasing* e contratos não alocados.

As próximas perguntas são: “Por quê?” e “Quem está por trás da manipulação?”. Os bancos da LBMA estão na jogada pela arbitragem e pelos lucros de negociação, e os fundos de *hedge* estão na jogada por lucros instantâneos. Mas será que há interesses políticos ainda maiores envolvidos? Há dois jogadores no mundo com um forte motivo para suprimir o preço do ouro, pelo menos no curto prazo: os Estados Unidos e a China.

Muitos observadores fazem uma análise ingênua e, em minha opinião, equivocada do interesse do Fed na questão. Eles supõem que o Fed deseja esmagar o preço do ouro para passar a impressão de um dólar mais forte. Na verdade, o Fed deseja um dólar mais fraco porque está desesperado por inflação. Ele não quer que o dólar desapareça ou entre em colapso, mas um dólar mais fraco fará com que as importações fiquem mais caras, o que o ajuda a atingir as metas de inflação. Os Estados Unidos são um importador líquido. Dólar mais fraco significa que os preços sobem, e a inflação se alimenta da cadeia de abastecimento nos Estados Unidos.

Um dólar mais fraco deve significar preço maior do ouro em dólar. Ainda assim, há duas limitações à hipótese do dólar fraco/ouro forte. Primeiro, o Fed desejar um dólar mais fraco não é garantia de sucesso. Há forças contrárias, incluindo as tendências deflacionárias naturais da demografia, da tecnologia, da dívida e da desalavancagem. Outra força contrária é o fato de que outros países também querem moedas mais



fracas para ajudar as próprias economias. Retaliação é a dinâmica base das guerras cambiais. Como duas moedas não se podem desvalorizar uma contra a outra ao mesmo tempo, a necessidade de um iene ou euro mais fraco para ajudar o Japão ou a Europa necessariamente quer dizer um dólar mais forte (e um ouro mais fraco), mesmo que o Fed queira o oposto. No entanto, a longo prazo, o Fed não se importa com uma política de ouro forte e dólar fraco.

Há uma condição em qualquer política de longo prazo de preços mais altos de ouro. Ela deve ser organizada, e não desordenada de acordo com os padrões do Fed. Aumentos baixos e constantes no preço do ouro em dólar não são um problema para o Fed. O que o Fed teme são grandes flutuações de US\$ 100 por onça por dia que parecem ter ímpetus de alta. Quando isso acontece, o Fed imediatamente age para controlar a situação. Se será bem-sucedido ou não, ainda não sabemos.

Um bom exemplo é o período de julho, agosto e setembro de 2011. Na época, o preço do ouro estava em disparada. Ele foi de US\$ 1.700 para US\$ 1.900 por onça rapidamente e estava caminhando para US\$ 2.000 por onça. Assim que chegasse a US\$ 2.000 por onça, a força de impulso se alimentaria de si mesma. A próxima parada poderia ter sido US\$ 3.000 por onça; claramente um processo desordenado.

O preço do ouro estava fugindo de controle. O Fed manipulou os preços para que caíssem, não porque desejava um preço menor, mas porque estava preocupado com a falta de controle. O Fed não se importa com um aumento ordenado, contanto que o preço não suba muito, nem muito rapidamente, e não altere as expectativas inflacionárias. O Fed estará no mercado para manipulá-lo quando for necessário.





Agora, vamos considerar outro grande jogador – a China. Definitivamente, a China quer que o preço fique baixo, porque está comprando. Parece um paradoxo – a China tem muito ouro; por que desejaria que o preço caísse? Porque quer comprar mais ainda. A China provavelmente precisa de mais milhares de toneladas de ouro antes de alcançar os Estados Unidos. É porque a China ainda está comprando que ela deseja que o preço continue baixo. Isso dá à China a motivação necessária para manipular o preço do ouro.

A interação dessas preferências americanas e chinesas tem implicações políticas interessantes. O Tesouro americano, até certo ponto, precisa acomodar os desejos chineses porque a China tem 7 trilhões de dólares em notas do Tesouro americano. O Fed e o Tesouro desejam que a inflação ajude a administrar a dívida, e a China teme que a inflação corra o valor de seus *holdings* do Tesouro.

Se a inflação fugir ao controle, o incentivo da China é praticar *dumping* de Treasuries, o que aumentaria a taxa de juros nos Estados Unidos e afundaria os mercados imobiliário e de ações.

O acordo entre o desejo do Fed por inflação e o desejo da China de proteger suas reservas resume-se à China comprar ouro barato. Se a inflação estiver baixa, o ouro da China não subirá muito, mas o valor de suas reservas de papéis do Tesouro é preservado. Se os Estados Unidos conseguirem a inflação que desejam, os Treasuries da China vão valer menos, mas seu ouro vai valer ainda mais. Ter Treasuries e ouro protege a riqueza da China, mesmo que o Tesouro tente destruir a riqueza dos poupadores americanos com inflação. A solução para poupadores americanos é fazer exatamente o que a China está fazendo – comprar ouro.

Contrária a muita especulação, a China não está comprando ouro para lançar uma moeda lastreada em ouro, pelo menos não a curto



prazo, mas para proteger sua posição no Tesouro. O Tesouro precisa acomodar isso ou a China reduzirá sua posição em Treasuries.

O que resta é um estranho condomínio de interesses em que o Tesouro e a China concordam que ela precisa de mais ouro e que o preço não pode subir muito ou não poderá pagar por tudo o que precisa. Essa é uma questão que discuti com membros sêniores do FMI e do Fed, e eles confirmaram minha compreensão de que um reequilíbrio global de ouro do Ocidente para o Oriente precisa ocorrer, mas de forma organizada.

Os Estados Unidos estão deixando a China manipular o mercado para que ela possa comprar ouro mais barato. O Fed manipula o mercado ocasionalmente para que qualquer aumento de preços não seja desordenado. Onde a manipulação termina? O que investidores individuais podem fazer para se proteger da tempestade que se aproxima?

### *Vencendo a manipulação*

Como o investidor individual pode enfrentar as grandes forças exercidas em relação ao preço do ouro – com os Estados Unidos de um lado e a China de outro?

Há uma tendência dizendo: “Não posso vencer esses jogadores, logo, não vale a pena entrar no mercado de ouro”. No curto prazo, é impossível vencê-los; mas, no longo prazo, você sempre vencerá, porque as manipulações são finitas. Em algum momento, os manipuladores ficam sem ouro físico, ou uma mudança nas expectativas de inflação leva a um aumento de preços que nem mesmo os governos podem controlar. Há um fim.

A história mostra que as manipulações podem durar por muito tempo, mas sempre fracassam. Elas fracassaram na London Gold Pool,



na década de 1960, com o *dumping* americano no final da década de 1970 e com o *dumping* do banco central na década de 1990 e início da década de 2000. O preço do ouro subiu implacavelmente de US\$ 35 por onça em 1968, quando a London Gold Pool fracassou para US\$ 1.900 por onça em 2011, uma alta histórica. Há novas formas de manipulação ocorrendo agora, mas, no fim, elas sempre fracassam. O preço do ouro em dólar continua a subir.

Outra fraqueza nos esquemas de manipulação aparece no uso dos títulos de ouro por meio de *leasing*, fundos de *hedge* e contratos a termo de ouro não alocado. Essas técnicas são poderosas, mas qualquer manipulação exige um pouco de ouro físico. Pode não ser muito, talvez menos de 1% de todas as transações de papel, mas um pouco de ouro físico é necessário. O ouro físico está desaparecendo rapidamente, conforme mais países o compram. Isso coloca limites na quantidade de transações de título de ouro que podem ser realizadas.

Por exemplo, a manipulação que ocorreu em 2013, quando um depósito do GLD praticou *dumping* de cinco toneladas de ouro, não pode ser replicada porque, em 2014, havia apenas 800 toneladas de ouro no GLD. Se o GLD fosse derramar outras 500 toneladas, não sobraria ouro suficiente para que o ETF fosse financeiramente viável para o mantenedor. Chega um momento em que a quantidade de ouro restante é tão pequena que a taxa de administração não cobre os custos de seguro, armazenagem, administração e outros gastos.

O terceiro ponto a considerar é que algo acontecerá quando a China tiver ouro suficiente para que sua relação ouro/PIB seja equivalente ou exceda à dos Estados Unidos. Ela ainda não chegou lá, mas, quando chegar, não terá mais motivos políticos para continuar comprando ouro. A China terá assegurado pé de



igualdade na mesa da próxima vez que uma conferência como a de Bretton Woods for necessária para restabelecer a confiança no sistema monetário internacional.

Assim que a China tiver ouro suficiente, ela e os Estados Unidos juntos poderão deixar que o preço do ouro vá para onde quiserem, de maneira ordenada. A inflação poderá fugir de controle. Se a inflação e o preço do ouro disparassem agora, a ela ficaria para trás. A China não tem ouro suficiente para proteger as perdas de portfólio em seus *holdings* do Tesouro americano. Com o preço do ouro disparando, e com sua economia crescendo mais rapidamente que a americana, ela nunca atingiria sua meta de relação ouro/PIB.

A China está comprando tanto ouro quanto pode, mas, como tem uma meta de relação ouro/PIB específica e sua economia é a que mais cresce no mundo, é uma meta em movimento. O preço tem de ficar baixo até que ela tenha ouro suficiente. Quando não precisar mais comprar, quando tiver cerca de 8 mil toneladas, China e Estados Unidos poderão dar as mãos e estarão protegidos. Nesse momento, uma desvalorização do dólar com um aumento do preço do ouro em dólar pode ter início.

É importante entender a dinâmica por trás da precificação do ouro. Você precisa entender como a manipulação funciona e qual é seu objetivo. É importante entender as dinâmicas por trás da precificação do ouro, como a manipulação funciona, quais são os objetivos do jogo e qual é o cenário de oferta e demanda. Entender essas dinâmicas permite que você entenda o que vai acontecer mais claramente e apoia o argumento de ter ouro mesmo quando os movimentos de preço a curto prazo não parecem convidativos.





## Capítulo 5

# Ouro é resiliente

Ouro operou em baixa e chegou à faixa de US\$ 1.050 e US\$ 1.150 sete vezes entre 2011 e 2016. No entanto, recuperou-se em todas as ocasiões. O valor do ouro mostrou resiliência em um ambiente altamente adverso. Muitos investidores estão frustrados porque o valor do ouro não está mais alto, mas você pode sentir-se motivado por ele não ter caído mais, considerando a alta nas taxas de juros reais com a queda da inflação e o que aconteceu com os preços das *commodities* de modo geral. Estamos vivendo em um mundo extremamente deflacionário. O ouro se recuperou das baixas diversas vezes e mostrou muita força. É um bom sinal.

O ouro manteve a resiliência em colapsos monetários no passado e o fará no futuro. Isso será verdade principalmente diante de uma nova e poderosa ameaça: as guerras ciberfinanceiras.

### *Guerras ciberfinanceiras*

No dia 22 de agosto de 2013, a Nasdaq ficou fechada por mais de meio dia. Investidores não receberam uma explicação crível do ocorrido. Se houvesse uma explicação benigna ou técnica, a Nasdaq a teria divulgado. Poderia ter sido um código errado ou um erro de engenharia na atualização ou instalação de um *software*, mas ela nunca forneceu nenhuma explicação, com exceção de referências vagas a problemas de interface.



Por que não? A Nasdaq deve saber. A única resposta provável é que a causa do fechamento foi nefasta e provavelmente causada por hackers ou, pior ainda, ciberbrigadas militares da Rússia ou da China. Investidores não devem duvidar da habilidade de diversas unidades de combate cibernético estrangeiras de fechar ou atrapalhar o funcionamento de grandes bolsas dos Estados Unidos e de outros lugares do mundo.

Em 2014, a *Bloomberg Businessweek* fez uma matéria intitulada “The Nasdaq Hack”, cujo tema foi um incidente ocorrido em 2010. No entanto, apenas no fim de julho de 2014, a mídia conseguiu divulgar o que havia acontecido: com a ajuda do FBI, da NSA e do Departamento de Segurança Nacional, a Nasdaq encontrou um vírus em seus sistemas, identificou a origem e determinou que estava sob ataque. Ele não havia sido colocado lá por criminosos, mas pelo Estado russo.

Histórias desse tipo com frequência são divulgadas por fontes oficiais com interesses específicos. Por que essa história em particular vazou quatro anos após o incidente? A divulgação é oportuna, mas por que a fonte esperou quatro anos? Uma possibilidade é que alguém quis revelar a extensão da invasão russa nas bolsas americanas como forma de alertar os investidores para a possibilidade de que o pior estava por vir. Era um alerta.

Uma resposta comum dos analistas é que nossos *hackers* devem ser tão bons quanto os deles; nós poderíamos fechar a Bolsa de Valores de Moscou se os *hackers* russos fechassem a Bolsa de Valores de Nova York. Sim, é claro que poderíamos. Os Estados Unidos são melhores nas guerras cibernéticas do que qualquer outro país do mundo, mas considere os desdobramentos possíveis.

Se a Rússia fechar a Bolsa de Valores de Nova York, e os Estados Unidos fecharem a Bolsa de Valores de Moscou, quem perde? Os Estados



Unidos, porque nossos mercados são maiores e mais importantes. Há muito mais riqueza envolvida nos Estados Unidos e mais efeitos de alastramento de danos prováveis. Financeiramente, a Rússia não tem muito a perder. Não retaliamos nas guerras ciberfinanceiras porque elas terminam mal para os Estados Unidos. O presidente russo, Vladimir Putin sabe disso, e esse é um dos motivos pelos quais ele invadiu a Crimeia com confiança em 2014. Ele sabia muito bem que os Estados Unidos não escalariam no campo de batalha financeiro porque tinham mais a perder do que a Rússia. Para os não familiarizados com a Guerra Fria, uma dinâmica de agravamento também existiu. Os Estados Unidos tinham mísseis suficientes para destruir completamente a Rússia (na época, União Soviética). A Rússia tinha mísseis suficientes para destruir completamente os Estados Unidos. Uma situação extremamente instável porque havia muita tentação de disparar primeiro. Quem ataca primeiro e destrói o inimigo, vence. A resposta a essa instabilidade era construir mais mísseis. Com mísseis suficientes, seria possível resistir ao primeiro ataque e contra-atacar. O contra-ataque devastaria quem havia atacado primeiro. Era a capacidade de contra-atacar das duas partes que impedia que mísseis fossem lançados.

A dinâmica, aplicada à guerra financeira, não é completamente reconhecida hoje. As armas podem ser simétricas, mas as perdas não são. Os Estados Unidos são o país que mais tem a perder.

Outro perigo é o início acidental de uma guerra ciberfinanceira. Se você pedir a seus *hackers* para desenvolver a habilidade de fechar a Bolsa de Valores de Nova York, eles precisarão praticar. Por exemplo, pode surgir uma situação em que *hackers* russos não queiram dar início a um pânico financeiro, mas, durante investigações, acidentalmente causem o fechamento de bolsas. É um cenário muito mais preocupante porque não exige racionalidade, é a decorrência de um acidente, e acidentes acontecem o tempo todo.



Os Estados Unidos têm excelentes habilidades preventivas nas guerras cibernéticas por meio do Comando Cibernético dos Estados Unidos e da Agência de Segurança Nacional (NSA). No entanto, esforço insuficiente foi devotado à doutrina estratégica. Apenas alguns experts, como Juan Zarate, no Centro de Sanções e Finanças Ilícitas, e Jim Lewis, no Centro de Estudos Estratégicos e Internacionais, têm desempenhado papéis comparáveis àqueles que Herman Kahn e Henry Kissinger desempenharam na década de 1960, quando a doutrina de guerra nuclear estratégica evoluiu. Essa deficiência estratégica aumenta o risco de guerras ciberfinanceiras. A ameaça é mais um motivo para se ter ouro, porque ouro não é digital e não pode ser “hackeado” ou apagado.

Abandonando o dólar Apesar de parecer uma política estranha, desde 2010, o governo americano efetivamente abandonou o dólar forte. Em janeiro daquele ano, os Estados Unidos acabaram com a política do dólar sólido que havia vigorado desde 1980. Uma política intencional de baratear o dólar para estimular a inflação e o crescimento nominal foi iniciado. A política tinha sido acordada na reunião dos líderes do G20 em Pittsburgh, em setembro de 2009. Considerava-se que os Estados Unidos eram a maior economia do mundo e, caso o crescimento do país entrasse em colapso, levaria o mundo com eles. Dólar fraco era a chave para o crescimento, por isso o dólar forte foi abandonado.

A tática do dólar fraco deu início a uma guerra cambial que está em curso desde então. Um problema com as guerras cambiais é que elas não têm conclusão lógica. No caso do dólar, há muita atividade pelo mundo feita para diminuir o papel do dólar como moeda de reserva mundial. Muitos de nossos parceiros comerciais e de investimentos perderam a confiança no dólar e se ressentem pela forma com que os Estados Unidos utilizam o *status* do dólar para criar déficits e imprimir dinheiro.





Por exemplo, houve uma grande comoção na França em 2014 quando os Estados Unidos extraíram quase US\$ 9 bilhões de BNP Paribas, um dos maiores bancos franceses, por violar sanções econômicas. As ações que compunham a violação ocorreram na França, na Suíça e no Irã – fora da jurisdição dos Estados Unidos – e foram comunicadas por bancos franceses e contrapartes iranianas. Como as transações eram denominadas em dólares, e esses dólares tinham de passar por um sistema de liquidação controlado pelo Fed e pelo Tesouro, elas se tornaram sujeitas à jurisdição americana apesar de à primeira vista não haver nada nas transações em si para sujeitar os bancos à lei americana.

É possível questionar os méritos do processo. Mesmo assim, não há dúvidas de que parceiros comerciais, incluindo os aliados dos Estados Unidos, estão cansados do sistema global de dólar em parte por causa de tais processos. Como resultado, bancos estrangeiros estão se distanciando do sistema do dólar tão rápido quanto possível.

### *Hegemonia do dólar*

Financiamento comercial entre dois países soberanos é apenas uma questão de manter registros. Por exemplo, um país envia produtos para outro, o que gera dívida em determinada moeda. Esse país, por sua vez, envia produtos para aquele, o que gera dívida em outra moeda. As duas transações de moedas estrangeiras podem ser compensadas, com a liquidação estabelecida com a moeda de sua preferência. É a balança comercial, que é acertada periodicamente. Você pode estabelecê-la em dólares, figurinhas de *baseball* ou tampas de garrafa. Qualquer numerário ou dispositivo de contagem com a qual as partes concordam é suficiente para esse propósito, o que significa que um vasto conjunto de moedas pode ser usado como moeda de troca. O yuan certamente se qualifica.



Há uma diferença entre moeda de troca e moeda de reserva. A moeda de reserva não é apenas uma maneira de acertar balanços comerciais. É como você investe seu superávit. Agir como moeda de reserva exige muitos ativos líquidos disponíveis. É por isso que o yuan não está perto de alcançar o *status* de moeda de reserva — os ativos líquidos disponíveis não estão lá.

Não há mercado no mundo que se aproxime do mercado do Tesouro americano em capacidade de absorção de fluxos de capital resultantes de investimentos e comércio mundial. Quando você considera as posições de reserva do Japão, da China, de Taiwan, e de alguns outros, as quantidades são medidas na casa dos trilhões de dólares. A curto prazo, não há mercado capaz de absorver esses fluxos de capitais de forma líquida, com exceção do mercado de títulos do Tesouro americano.

Dito isso, não há dúvidas de que a Rússia, a China e outros países gostariam de se livrar da hegemonia do dólar. Eles gostariam de um sistema que não fosse baseado em dólar, mas há obstáculos no caminho.

A China teme porque tem US\$ 2 trilhões da dívida americana em seus US\$ 3,2 trilhões de posições de reserva (o resto está em ouro, euro e outros ativos), e está preocupada que os Estados Unidos inflacionem a moeda.

A Rússia quer dar as costas ao dólar porque os EUA se opuseram às suas ambições na Europa Oriental e na Ásia Central, em 2015, e impuseram sanções em dólar e euro.

A Arábia Saudita talvez dê as costas ao dólar porque se sente traída pelos Estados Unidos. Em dezembro de 2013, o presidente Obama efetivamente ungiu o Irã como a potência hegemônica regional do



Golfo Pérsico, permitindo que o país mantivesse seu reator nuclear e seu programa de enriquecimento de urânio. A Arábia Saudita viu essa atitude como uma facada nas costas, principalmente por causa do acordo secreto com os Estados Unidos, décadas atrás.

Na década de 1970, durante as administrações de Nixon e Ford, os Estados Unidos e a Arábia Saudita fizeram o acordo do petróleo-dólar. Os Estados Unidos garantiriam a segurança nacional da Arábia Saudita e, em troca, a Arábia Saudita exigiria que o petróleo fosse precificado em dólar. Assim que o petróleo foi precificado em dólar, todos precisaram de dólares porque todos precisam de petróleo. O acordo do petrodólar criou uma base forte para manter o dólar como moeda de reserva mundial.

Hoje, a China, a Rússia e a Arábia Saudita são nações poderosas que exportam petróleo, gás natural e bens manufaturados e compartilham o interesse de acabar com a hegemonia do dólar no sistema monetário internacional.

Em 2009, fui um dos desenvolvedores e facilitadores do primeiro jogo de guerra financeira do Pentágono, um evento sobre o qual escrevi em meu primeiro livro, *A guerra das moedas* (2011). Quando o jogo começou, fiquei no time da China e meu colega no time da Rússia. Juntos, elaboramos um plano em que a Rússia e a China uniriam as reservas de ouro, as colocariam em um cofre suíço e emitiriam uma nova moeda lastreada em ouro, utilizando um banco londrino. A China e a Rússia anunciariam que, quem quisesse comprar energia russa ou bens manufaturados chineses não poderia pagar em dólares. Quem quisesse a nova moeda, poderia tomá-la emprestada ou depositar ouro junto aos russos e chineses para obtê-la do banco londrino. O banco a emitiria lastreada em ouro.



De repente, haveria um novo padrão-ouro, uma nova moeda patrocinada pela Rússia e pela China, com abertura para a participação de outros, e uma urgência de uso, porque a moeda seria necessária para obter as exportações russas e chinesas.

Sabíamos que o cenário de ouro russo-chinês não se desenrolaria imediatamente. O objetivo do jogo era pensar fora da caixa e ajudar o Pentágono a observar o futuro distante.

Na época, nós fomos ridicularizados por alguns de nossos colegas participantes – economistas extremamente respeitados. Os supostos gurus insistiram que estávamos sendo ridículos e que ouro não faz parte do sistema monetário internacional. Fomos acusados de estar desperdiçando o tempo de todos.

Tudo bem, nós pensamos; vamos apenas sorrir, suportar as críticas e ver como o jogo se desenvolve. Elaboramos o cenário em 2009, desde então, a Rússia aumentou suas reservas de ouro em 100%, e a China dobrou suas reservas de ouro diversas vezes. Em outras palavras, a China e a Rússia estão se comportando exatamente como previmos em 2009. Os dois países podem ver a quebra do sistema monetário internacional se aproximando e estão se preparando com a aquisição de ouro. Investidores devem fazer o mesmo.

Isso não significa que vamos acordar amanhã de manhã e que o rublo será a moeda de reserva mundial lastreada em ouro. Não espero nada disso. A Rússia tem muitos problemas com corrupção, com estado de direito e com ausência de um mercado de títulos. Não vemos o rublo como moeda de reserva mundial num futuro próximo. Mas a Rússia e a China definitivamente estão se afastando do dólar e se aproximando do ouro.





Vimos evidências desse movimento em 2014 com o anúncio de acordos multianuais e multibilionários de desenvolvimento e comércio de petróleo e gás natural entre a China e a Rússia, que anunciou um acordo similar, um pouco menor, mas ainda grande com o Irã. Tanto Irã quanto Rússia estão sofrendo sanções dos Estados Unidos. O Irã chegou a ser expulso do sistema de pagamentos do dólar por um período. Isso ainda não aconteceu com a Rússia, mas os Estados Unidos fazem ameaças o tempo todo. O Irã e a Rússia também estão se unindo para fugir da armadilha do dólar com novos acordos envolvendo armas, reatores nucleares, ouro e comida.

A Rússia concordou em comprar petróleo iraniano, o que é estranho porque a Rússia é uma das maiores exportadoras de petróleo do mundo. Por que a Rússia importaria petróleo do Irã se é uma grande exportadora? Porque, até recentemente, os iranianos não conseguiam vender com facilidade no mercado aberto por causa das sanções americanas. Se o Irã vender petróleo para a Rússia, ele pode ser reexportado (petróleo é fungível até certo ponto) para a China e outros países. A Rússia, já sob sanções americanas, pode agir como intermediária na venda de petróleo iraniano para a China (também sob sanções americanas) e manter as mãos chinesas limpas.

Recentemente, a China fez uma troca de moedas com a Suíça para ter acesso a francos suíços em troca de yuans. Podemos começar a juntar os pontos. A China tem acesso a francos suíços, uma moeda altamente desejável. O Irã está vendendo petróleo para a Rússia, que poderá ser revendido para a China. A China pode pagar a Rússia em francos suíços que a Rússia pode intermediar por meio do novo banco do Brics. O que falta nessa cadeia de comércio? O dólar, ele não está envolvido.



Todos esses países estão trabalhando nos bastidores para acabar com a hegemonia do dólar enquanto os Estados Unidos parecem estar dormindo no ponto. Investidores acordarão um dia e verão que o dólar está em queda livre e ninguém sabe por quê. Mas você pode ver essa grande mudança chegando. Se o dólar entrar em colapso pela falta de confiança, todo o sistema monetário entrará em colapso.

### *O papel dos mercados emergentes*

A atual política monetária dos Estados Unidos tem efeitos nefastos nos mercados emergentes, os quais ficam impotentes e só podem aumentar ou diminuir as taxas de juros ou impor controle de capitais. É como os mercados trabalham em um mundo sem âncora.

O Fed tentou lavar as mãos em relação aos mercados emergentes. Membros do Fed, incluindo Ben Bernanke e Janet Yellen, repetidamente disseram que seu trabalho é se concentrar no desempenho da economia americana, ou seja, não é trabalho do Fed se preocupar com os mercados emergentes. De acordo com o Fed, mercados emergentes são dano colateral nas guerras cambiais. O Fed se comporta como um motorista bêbado que atropela pedestres e os culpa por estarem no caminho.

Por exemplo, o Fed diz implicitamente para a África do Sul: “Se você acha que sua moeda está fraca demais, aumente as taxas de juros”. Bem, como a África do Sul pode aumentar os juros sem exacerbar seu sério problema de desemprego? Esses enigmas ocorrem em todo o mundo. O Fed está sendo desonesto ao ignorar o impacto da política monetária americana no resto do mundo.

O dólar ainda é a moeda de reserva dominante, pelo menos por enquanto. Os mercados emergentes, o Brics, têm a maior parte de suas



reservas em dólar. Os mercados de capitais em dólar ainda são enormes em comparação aos mercados emergentes. Como resultado, mercados emergentes estão muito vulneráveis a fluxos de entrada e saída de capital.

Os mercados emergentes podem ficar sobrecarregados com a entrada e a saída de dólares em decorrência da manipulação do Fed. O dinheiro inunda os mercados emergentes quando o Fed apoia *risk on*. Esse mesmo capital pode fugir com a mesma velocidade quando o Fed fala duro sobre taxas de juros e o mundo entra em modo *risk off*. Sob a perspectiva dos mercados emergentes, é quase um convite para impor controle de capital. Muitos dos bancos centrais dos mercados emergentes, incluindo os da Jordânia, Malásia, Filipinas e Vietnã têm aumentado suas reservas de ouro nos últimos anos como proteção contra o dólar e a instabilidade.

Um dos perigos que o Fed enfrenta é o de desencadear uma crise dos mercados emergentes. Os mercados emergentes não sabem o que fazer, porque são dependentes do dólar. O Fed está manipulando o dólar por meio da política de juros, o que significa que está manipulando indiretamente todos os mercados do mundo.

Com mercados emergentes tão vulneráveis, não ficaria surpreso se alguns deles impusessem controle de capital. Por 20 anos, falamos sem parar sobre globalização e integração dos mercados de capitais entre as fronteiras. Hoje, os mercados estão densamente conectados. A globalização funciona nos dois sentidos. Um balanço de pagamentos sério ou uma crise de reserva em qualquer uma das principais economias dos mercados emergentes rapidamente sairia de controle.

Foi o que aconteceu em 1997 e 1998 e quase acabou com os mercados de capitais ao redor do mundo. Esse colapso em específico



começou na Tailândia, espalhou-se para a Indonésia, para a Coreia do Sul e finalmente para a Rússia. A inadimplência russa resultante levou ao colapso do Long-Term Capital Management. Eu estava no LTCM na época e assisti a tudo da primeira fila. Ele chegou perto de quebrar todos os mercados de ações e de títulos do mundo até que o Fed e o FMI interviessem. Essa dinâmica pode se repetir.

Caos e colapso Investidores e cidadãos comuns sabem que há uma instabilidade latente em nosso sistema monetário global. Ouvi isso de pessoas de todas as partes do mundo. Mesmo assim, aqueles nos centros de poder, como o Fed, o Tesouro americano e o FMI não reconhecem os problemas do sistema. O sistema monetário global caminha rumo ao precipício, mas é difícil encontrar uma boa análise do problema ou qualquer vontade de buscar soluções nesses meios.

Estamos nos aproximando de um colapso do sistema monetário internacional. Isso não significa que ele vai acontecer amanhã de manhã, mas significa que vai acontecer mais cedo ou mais tarde. Não é uma previsão para dez anos. Pode ser daqui a cinco anos? Talvez. Pode ser daqui a um ano? Sim.

Não podemos saber a data exata do colapso, mas será no futuro de médio prazo, e você precisa começar a agir agora. Uma crise monetária internacional não significa que automaticamente passaremos para um padrão-ouro, mas esse é um dos desdobramentos possíveis que podem ser necessários para restaurar a confiança no sistema.

Se voltarmos para um padrão-ouro, precisamos determinar qual será o preço do ouro em dólar. Um dos grandes erros econômicos do século XX, e talvez de todos os tempos, ocorreu quando as nações voltaram ao padrão-ouro na década de 1920 pelo preço errado. Tanto dinheiro havia





sido impresso na Primeira Guerra Mundial que voltar ao padrão-ouro a preço pré-guerra foi desastrosamente deflacionário. Foi o que o Reino Unido precisou fazer para encolher a oferta de dinheiro e restabelecer a velha paridade ouro/moeda. O Reino Unido deveria ter admitido que havia impresso o dinheiro e relançado o ouro a um preço muito mais alto por onça.

Se voltássemos a um padrão-ouro hoje, seria crucial evitar o erro da década de 1920. A matemática é clara. Para ter um padrão-ouro não deflacionário, seria necessário um preço entre US\$ 10.000 e US\$ 45.000 por onça, dependendo das suposições em relação à oferta de dinheiro, à porcentagem do lastro em ouro e aos países que seriam incluídos no novo sistema. Não estou prevendo ou esperando ouro a US\$ 45.000, mas espero ouro a US\$ 10.000 por onça com base em algum tipo de retorno ao padrão-ouro.

Se os governos ao redor do mundo estivessem tomando medidas para evitar o colapso monetário, eu poderia mudar minhas previsões e concluir que estamos nos desviando do desastre com a aplicação de políticas inteligentes, mas vejo o oposto. Não vejo políticas inteligentes, vejo o colapso se aproximando e causando uma alta no preço do ouro em dólar para restaurar a confiança global. Esses não são dados que invento para ser provocativo ou conseguir manchetes. É uma análise direta com base nos dados disponíveis.

Mas o ouro, de fato, tem apresentado volatilidade. Não é muito divertido ver o preço do ouro subir e descer quando se investe nele; ninguém gosta disso. Pessoalmente, não fico muito eufórico quando o preço sobe, e não fico muito deprimido quando o preço cai. Para mim, é apenas informação de mercado que fornece *insights* sobre a dinâmica estrutural. Quando vejo o preço do dólar cair, não vendo



ouro. Às vezes, compro mais porque gosto do preço e acredito que esteja diante de um bom ponto de entrada.

O desfecho mais provável da queda do dólar é caos ou colapso resultante da complexidade do sistema financeiro global. Ninguém quer isso. Não acho que haja alguém torcendo pelo caos ou pelo colapso.

Mas ele vai acontecer por causa da instabilidade do sistema, da inabilidade de analisar os riscos corretamente, da esperança, da negação, do atraso e da utilização de ciência ruim pelos economistas. Muitas dessas deficiências analíticas surgem de certos traços cognitivos que fazem parte da natureza humana. Não desejamos o colapso, mas talvez ele ocorra porque os formuladores de políticas, como bancos centrais, ministros de finanças, membros do FMI, chefes de Estado e líderes do G20 não compreendem riscos de mercado e não tomam medidas suficientes para mudar o sistema. Então, vejo o caos como o desfecho mais provável.

Se você é um investidor ou um gerente de portfólio, ou está apenas tentando entender a situação, não acho que seja prudente fazer previsões categóricas em relação ao tempo exato e ao catalisador do colapso. O que eu tento fazer é identificar o que chamo de alertas e indicações (fazemos isso em análise de inteligência).

Como um exemplo ilustrativo de resolução de problemas, suponha que haja quatro estradas à minha frente. Eu parto em uma jornada sem saber em qual caminho estou. Posso formular uma hipótese com base nos fragmentos de dados disponíveis ou nos sinais pelo caminho. Conforme os leio, consigo entender em que estrada estou. Por exemplo, eu moro na área de Nova York. No caminho para Boston, os restaurantes de beira de estrada são todos McDonald's, e no caminho para a Filadélfia,



os restaurantes de beira de estrada são todos Burger King. Se eu vejo um Burger King, sei que não estou indo para Boston, então, elimino esse destino. Se você tiver um primeiro palpite razoável e interpretar os sinais corretamente, terá uma ferramenta poderosa para descobrir para onde está indo. A mesma técnica pode ser utilizada para a política de taxas de juros e outros aspectos da economia. Sejam DES, ouro, múltiplas moedas de reserva ou qualquer tipo de colapso, ferramentas poderosas de análise estão disponíveis para ajudá-lo na análise preditiva e na resolução de problemas.

No entanto, quando há um colapso, você verá políticas consistentes de ordens executivas draconianas e congelamento de contas. Esses congelamentos não serão limitados a contas bancárias, mas incluirão fundos mútuos, ETFs e outros produtos de investimentos populares.

Após um colapso, podemos terminar em um padrão-ouro ou em um DES lastreado em ouro com algumas alterações. Ouro ou DES são os desdobramentos mais prováveis e talvez um DES lastreado em ouro seja o melhor dos mundos. Há duas formas de se chegar lá: a boa e a ruim.

A boa maneira de chegar ao DES lastreado em ouro é fazê-lo de forma racional e pensar bastante sobre o problema. Você estabelece grupos de trabalho, comitês e grupos de estudos técnicos para chegar a um consenso, e trabalha país por país para conseguir as mudanças necessárias. Essa é uma versão do que está acontecendo com a Zona do Euro hoje em relação à reforma estrutural na Grécia e na Zona do Euro de forma geral.

A maneira ruim é ignorar o que está acontecendo, deixar que o colapso ocorra e chegar ao destino final por ordem executiva, o que é muito mais complicado e custoso. Se as pessoas perderem a confiança



no sistema de papel-moeda existente, será preciso restaurar essa confiança. A solução será uma nova moeda, o DES, ou a forma mais antiga de dinheiro, o ouro.

Muitos investidores e poupadores perderão dinheiro quando os bancos estiverem fechados, o que é um bom motivo para adquirir ouro agora. Ouro em forma física fora do sistema bancário é imune a *bail-ins*. Eu não deixaria todo o meu dinheiro no banco ou em posições de *trading*, como ações e títulos. É preciso ter um pouco de dinheiro no banco como capital de giro, mas eu manteria um pouco de ouro físico fora do sistema bancário. Contas bancárias serão utilizadas e congeladas durante a próxima crise.

### ***Possibilidades de bail-in***

*Bail-in* é um jargão para uma situação em que depositantes não recebem todo o seu dinheiro de volta em caso de falência do banco. Talvez uma parte de um depósito bancário seja segurado e uma conta pequena seja paga, mas grandes contas que ultrapassem o valor do seguro serão convertidas em patrimônio do banco ou eliminadas completamente. O mesmo ocorre com portadores de dívidas ou de títulos do banco. Um banco é insolvente quando não tem capital, e suas obrigações na forma de depósitos e notas excedem seus ativos. Nessa situação, não há dinheiro suficiente, e os credores e depositantes do banco são prejudicados.

Essas partes têm suas notas e depósitos forçosamente convertidos em *equity* na esperança de que, em algum momento do futuro, o banco recupere sua saúde. Não é o que os credores, depositantes e portadores de títulos esperavam, mas é melhor do que nada. Isso é *bail-in*, você, o depositante, você, o credor, torna-se portador de *equity* contra a sua vontade.





Muitas pessoas ficam surpresas, mas *bail-in* faz parte da lei dos Estados Unidos desde 1934. Antes de 1934, não havia seguro para depositantes, e, se um banco falisse, você poderia perder todo o seu dinheiro.

O *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) foi criado em 1934. Sempre houve limites na quantidade segurada. O limite aumentou ao longo dos anos e atualmente está em US\$ 250.000. É uma quantidade significativa, que certamente cobre pequenos depositantes, mas grandes depositantes, como indivíduos ricos, aposentados com muitas economias, contas corporativas ou instituições, costumam ter um valor maior no banco. Se você vende uma casa por US\$ 1 milhão, um cheque pode ser depositado na sua conta no dia da venda. É provável que o dinheiro não fique no banco por muito tempo e seja utilizado logo, para a compra de outro imóvel, por exemplo, mas você fica exposto. Contas com valores além do coberto pelo seguro estão em risco, apesar de as pessoas não perceberem, porque confiam na segurança bancária.

A onda de falências bancárias que ocorreu em 2008 e nos anos seguintes teria sido muito pior sem a intervenção do governo. Haverá um *bail-in* quando o próximo pânico ocorrer? Nos Estados Unidos, temos diversos reguladores com voz nesse tipo de decisão: o FDIC, o Fed, o Departamento do Tesouro e o Escritório do Controlador da Moeda (OCC). Depositantes foram repetidamente alertados sobre a possibilidade de *bail-ins* no evento de um futuro colapso. Um colapso bancário poderia causar outro colapso no mercado ou o oposto – um colapso do mercado poderia causar um bancário, se os valores dos ativos comesçassem a cair. É assim que o contágio funciona. Nem sempre é uma linha direta.

Não tivemos tanta instabilidade no sistema bancário desde a década de 1930. Durante a década de 1980, muitas associações de empréstimos



dos Estados Unidos foram fechadas, mas, em grande parte, os depositantes ficaram intactos e poucos perderam dinheiro. A maioria dessas perdas foi para portadores de títulos e equities. A crise da década de 1980 não foi tão ruim que o FDIC tivesse que invadir as economias dos depositantes. Antes do FDIC, perdas de depositantes era rotina. Houve pânicos bancários durante toda a história americana. A questão é que bail-ins e perda de depositantes não são novidade na história bancária americana; apenas não aconteceram no passado recente.

O que é novo na história bancária americana é a consciência dos depositantes e dos reguladores, provavelmente por causa da crise financeira no Chipre, em 2013, e na Grécia, em 2015. Depois do Chipre, diversos reguladores, incluindo europeus e americanos, disseram que *bail-ins* são o padrão que será utilizado em pânicos futuros. Note que essa abordagem foi ratificada pelo G20 e pelo FMI na reunião dos líderes do G20 em Brisbane, Austrália, em 2014. Quando a próxima onda de pânico bancário chegar e *bail-ins* ocorrerem em grande escala, depositantes não poderão dizer que foram pegos desavisados. Os mais prudentes terão removido seus depósitos e comprado ouro com antecedência. Essa parte de seu patrimônio será preservada.

### ***Confisco e taxação de lucro aleatório***

Com uma grande crise no sistema monetário, o governo americano terá meios para recorrer ao confisco do ouro ou a uma taxação extraordinária sobre os lucros do ouro medido em dólar ou os dois. Se você não for um cidadão americano, a jurisdição é limitada, mas o governo pode confiscar tudo o que estiver armazenado em solo ou bancos americanos.

Há aproximadamente 6 mil toneladas de ouro no Fed de Nova York, na *Liberty Street*, na baixa Manhattan. Pouco desse ouro pertence



aos Estados Unidos; ele pertence a países estrangeiros e ao FMI, mas poderia ser confiscado pelo Tesouro americano para lidar com uma situação econômica emergencial. Há aproximadamente outras 3 mil toneladas próximas do aeroporto JFK, e há alguns outros grandes locais de armazenagem, incluindo o cofre do HSBC na *Thirty-ninth Street* e na *Fifth Avenue* em Nova York.

É possível que os Estados Unidos confiscuem todo esse ouro, transformem-no em propriedade do governo e entreguem aos antigos portadores um recibo, dizendo a eles que poderão receber o ouro de volta de acordo com a observância futura de novas regras do sistema monetário internacional liderado pelos Estados Unidos.

Seria fácil confiscar ouro estrangeiro depositado no Fed e em outros grandes cofres, mas seria mais difícil confiscar ouro de indivíduos. Em 1933, quando Franklin Roosevelt confiscou o ouro do povo americano, havia uma grande confiança no governo, medo em relação à economia e uma crença de que o presidente sabia o que era melhor. Muitos americanos sentiam que, se o presidente lhes dissesse para entregar o ouro, era o que deveriam fazer. Hoje essas precondições mudaram. Há uma falta de confiança no governo e uma visão de que políticos não sabem o que é melhor. Poderia haver muita desobediência civil no momento de entregar o ouro privado mantido em forma física e, por isso, o governo nem tentaria.

No entanto, os Estados Unidos podem promulgar uma taxa de lucro aleatório executada por meio de bancos e negociantes com obrigação de notificação. O governo poderia exigir que negociantes de ouro preenchessem relatórios de operação, de caixa, formulários 1099, além de criar outras fontes de informação, incluindo exigências de licenciamento federal. Utilizando essa informação, o governo poderia importar uma taxa de 90% sobre as vendas reais ou nominais (o que poderia fazer com que muitos vendessem seu ouro para pagar as taxas).



Uma taxaço de lucros aleatórios sobre o ouro não pode ser facilmente imposta por ordem executiva por causa do controle do Congresso sobre a taxaço. Tal taxa exige legisla o, e o processo legislativo   vagaroso.

Portadores de ouro saberão com antecedência e ter o tempo de se preparar. Pode nem acontecer, porque até mesmo alguns membros do Senado seriam suficientes para barrar tal legisla o.

Uma ameaça mais séria do que o confisco do ouro   o congelamento de contas 401(k) e de fundos mútuos. Há um perigo de que o governo americano confisque as contas 401(k) de todos em troca de uma pensão governamental. O confisco simplesmente converteria todo o sistema de aposentadoria em uma extensão da previdência social. Em uma crise, medidas extremas não podem ser descartadas, e elas incluem confisco, *bail-ins*, congelamento de ativos, taxa es especiais, taxa es de lucros aleatórios ou trocas de a es por anuidades. Em uma crise pior do que a de 2008, toda técnica confiscatória imaginável está em jogo.

Quando as condi es são nefastas, os governos farão tudo o que for preciso. Muitos analistas usam seus chapéus de mercado livre quando deveriam colocar seus chapéus de governo e pensar como burocratas. Nas mentes dos membros do governo, a continuidade do poder governamental vem primeiro e o patrimônio individual fica de lado.

Analistas utilizam o que aprenderam em administra o ou economia e analisam as políticas em termos de mercados racionais e de hipóteses de mercado eficiente. Não   assim que os governos se comportam. Governos não caem sem luta. Se a economia estiver em dificuldades, brigas por dinheiro surgirão, as pessoas exigirão seu dinheiro de volta e a agita o social são piorar . Uma resposta neofascista não pode ser descartada.





## *Guerra ao dinheiro*

Além das guerras cambiais e das guerras financeiras, também há a guerra ao dinheiro nos Estados Unidos. Esse ataque ao direito de usar dinheiro livremente é outro motivo para considerar uma alocação em ouro físico em épocas de incerteza econômica.

Há muitos motivos bons e legítimos para se ter dinheiro. Pode estar em seu tipo de negócio ou você pode desejar dinheiro para emergências. Se você vive onde eu vivo, na Costa Leste do Estados Unidos, está vulnerável a furações que podem acabar com a energia por dias ou semanas (como no caso do Furacão Sandy). Quando a força acaba, os caixas eletrônicos e os leitores de cartão de crédito não funcionam. É bom ter um pouco de dinheiro para ocasiões como essas.

Apesar disso, estamos testemunhando uma movimentação acelerada em direção a moedas digitais ou à chamada sociedade sem dinheiro. As pessoas dizem, “E daí? É conveniente tudo ser digital.”

Concordo. Eu utilizo cartões de crédito e de débito, PayPal e Apple Pay assim como milhares de americanos. Mas a tendência digital tem implicações importantes.

Um sistema completamente digital prepara a economia para taxas de juros negativas. O governo pode tentar forçar as pessoas a gastar dinheiro confiscando parte de tudo o que ficar no banco sob o pretexto de uma taxa de juro negativa. Em vez de o banco lhe pagar juros, ele tira os juros de sua conta. Dinheiro é uma maneira fácil de derrotar as taxas de juros negativas. Qualquer um com dinheiro pode ter a mesma quantidade ao final de um período e não estaria sujeito às taxas de juros negativas. Eliminar o dinheiro e forçar as pessoas a um



sistema completamente digital é o primeiro passo em direção aos juros negativos. Economistas proeminentes, como Larry Summers e Kenneth Rogoff, propuseram tais passos.

A guerra ao dinheiro foi lançada ostensivamente para perseguir traficantes e terroristas. O governo sempre dirá: “Não estamos contra os cidadãos. Estamos apenas tentando capturar os traficantes, os terroristas, os sonegadores, entre outros. É por isso que não permitimos que as pessoas tenham dinheiro”. O problema é que cidadãos que obedecem às leis são supostos traficantes, terroristas e sonegadores assim que expressam preferência por dinheiro. O cenário está pronto.

A guerra ao dinheiro é remanescente do que aconteceu com o ouro no início do século 20, entre 1900 e 1914. Nos Estados Unidos, em 1901, por exemplo, quem fazia uma compra poderia pôr a mão no bolso, pegar uma moeda de ouro no valor de 20 dólares ou uma de prata no valor de um dólar. Quando eu era criança, as moedas de 25 centavos e de dez centavos eram de prata. Foi apenas na década de 1960 que o governo rebaixou as moedas de prata adicionando cobre, zinco e outras ligas.

Como o governo fez com que as pessoas abrissem mão de suas moedas de ouro? Os bancos retiraram as moedas de circulação vagarosamente (como o dinheiro está sendo retirado de circulação hoje), derretiam-nas e as reformulavam em barras de 400 onças. Ninguém vai andar com uma barra de 400 onças no bolso. Então, os bancos disseram às pessoas: “Tudo bem, você pode ter ouro, mas não vai ser na forma de moedas. Será na forma dessas barras. Aliás, essas barras são muito caras”. Isso significa que você precisava de muito dinheiro para ter uma só barra e que você não poderia levá-la para lugar nenhum. Você teria de deixá-la no cofre do banco.



É um processo gradual, e as pessoas não perceberam a substituição das moedas de ouro pelo papel-moeda porque o papel parecia mais conveniente (como o meio digital parece mais conveniente hoje). Os bancos criaram essas barras de ouro de 400 onças e se livraram das moedas de ouro. Quando o ouro se tornou ilegal em 1933, não havia ouro em circulação. Era relativamente fácil confiscar as barras de ouro nos cofres dos bancos utilizando ordens executivas.

O mesmo processo ocorre hoje. As pessoas estão aceitando substitutos digitais para o papel-moeda porque é mais conveniente. Só mais tarde, quando o papel-moeda estiver completamente fora de circulação, o governo começará a confiscar a riqueza digital. Não haverá alternativa ao dinheiro. As pessoas só perceberão quando for tarde demais.

Todo o processo de mudar das moedas de ouro para papel lastreado em ouro, depois para papel fiduciário e, posteriormente, para dinheiro digital levou cerca de cem anos. Cada passo do processo faz com que seja muito mais fácil para que o governo confisque sua riqueza.

Agora o ciclo está completo. Eu descrevi a guerra ao ouro na primeira metade do século 20. No século 21, estamos vivendo uma guerra ao dinheiro. Ironicamente, a solução para a guerra ao dinheiro é voltar ao ouro, porque o ouro é legal mais uma vez. Entre 1933 e 1975, a propriedade de ouro era ilegal nos Estados Unidos (e continua sendo em muitos países). Mas o ouro agora é uma forma legal de ter dinheiro. É possível comprar grandes barras de 400 onças, de um quilo (que são muito mais convenientes do que as de 400 onças) e moedas de ouro. A Casa da Moeda dos Estados Unidos vende moedas de ouro de uma onça do tipo American Gold Eagle e American Buffalo. As duas contêm uma onça de ouro puro, mas a Eagle adiciona uma liga para durabilidade.



É prudente ter dinheiro além de ouro, mas fazer isso está cada vez mais difícil. Você pode começar indo a seu banco e pedir US\$ 5.000 em dinheiro. Não é ilegal, mas você terá de apresentar algum tipo de identificação, assinar alguns documentos, responder perguntas e preencher alguns formulários para o governo – provavelmente um formulário SAR (Suspicious Activity Report). Valores acima de US\$ 10.000 exigem o preenchimento do formulário CTR (Currency Transaction Report). Há uma rede de notificações automatizada por trás dos formulários SAR e CTR, casos que chamam atenção são direcionados para o U.S. *Financial Crimes Enforcement Network* (FinCEN), localizado no norte da Virgínia, próximo a agências de inteligência. Se você pedir dinheiro, será tratado como um traficante pelo banco, mesmo que não seja um.

Provavelmente é tarde demais para ter muito dinheiro. A guerra ao dinheiro está quase no fim, e o governo venceu. Mas ainda não é tarde demais para o ouro, que mantém seu valor como uma reserva física de riqueza e não é afetado pela digitalização de outras formas de dinheiro.

## ***Retração***

Outra prova da resiliência do ouro, mesmo após declínios significativos de preço entre 2011 e 2015, é o clássico padrão de operações de *commodities* conhecido como retração.

No inverno de 2015, passei alguns dias na República Dominicana com Jim Rogers, o renomado investidor, *trader* de *commodities* e cofundador do Quantum Fund com seu então parceiro George Soros.

Poucos investidores viram tantos ciclos *bull* e *bear* em tantos mercados quanto Jim. Quando nos conhecemos, o ouro custava cerca





de US\$ 1.200 por onça; mais tarde caiu para a faixa de US\$ 1.050 por onça. Jim me disse que manteria o ouro que já tinha, mas não acumularia mais, caso o preço continuasse a US\$ 1.200. Ele estava esperando pelo que descreveu como “uma retração de 50%” e disse que seria o sinal para considerar comprar mais. Essa abordagem técnica não alterou nossa visão fundamental de que o ouro subiria muito – talvez até a US\$ 10.000 por onça. A ideia de retração tinha a ver com oportunidades de operação de curto prazo e pontos de entrada para novos investimentos em vez de com a defesa fundamental do ouro.

Por exemplo, se o ouro formasse uma base de US\$ 200 por onça, o que fez no final da década de 1990, e depois subisse para US\$ 1.900 por onça, o que ocorreu em agosto de 2011, uma retração de 50% faria com que o ouro chegasse a US\$ 1.050 por onça, o ponto médio entre US\$ 200 e US\$ 1.900. Jim me disse que nunca tinha visto uma *commodity* subir de uma base baixa para uma alta tão grande sem uma retração de 50% no meio do caminho. O ponto principal para Jim Rogers foi começar a adicionar ao seu portfólio de ouro quando ele estava a US\$ 1.050.

Esse tipo de variação de preços ou volatilidade não é incomum, mas a previsão de longo prazo não mudou porque os fundamentos econômicos e a matemática monetária são as mesmas. Ouro em um mundo que perde confiança em papel-moeda valerá pelo menos US\$ 10.000 por onça, talvez mais, porque um preço mais alto é necessário para restaurar a confiança em um eventual pânico sem causar deflação. Se você acredita que uma situação de pânico não será provável no futuro ou que a confiança no papel-moeda será mantida indefinidamente, talvez ouro não seja o tipo de dinheiro para você. A história nos mostra que pânicos e perda de confiança são apenas uma questão de tempo. Nessas circunstâncias, o ouro é a reserva de valor mais segura.



Apesar das preocupações do investidor em relação às retrações, o que não é surpreendente, o ouro ainda tem um ótimo histórico medido em dólares, alta de 450% desde 1999 e de 3.000% desde 1971, no momento em que escrevo este livro.

Um perigo para pequenos investidores é que, conforme chegamos mais próximos do ponto em que o ouro sobe acentuadamente, pode ficar cada vez mais difícil conseguir ouro físico. Eu não duvido que bancos centrais, fundos soberanos e grandes fundos de *hedge* consigam um pouco de ouro por esse preço. Mas posso ver uma época em que as casas da moeda vão parar de enviar, em que pequenos negociantes ficarão com encomendas demais e que você não conseguirá comprar ouro nas quantidades que deseja independentemente do preço. Por isso, é uma boa ideia ter uma alocação de ouro agora, para que você não fique fora quando o preço começar a subir de forma descontrolada e desordenada.

**Conclusão** Como um investidor do século 21, não quero que toda a minha riqueza seja digital. Eu quero que parte da minha riqueza seja tangível, como o ouro. É impossível "hackear" ouro, você não pode deletá-lo digitalmente ou apagá-lo de qualquer forma, e você não pode infectá-lo com um vírus de computador, porque ele é físico.

Por causa da turbulência que afeta o sistema monetário internacional por meio das guerras cambiais, das guerras ciberfinanceiras e da guerra ao dinheiro, minha previsão para o ouro continua sendo que ele vai rumar para um preço muito maior em dólar num futuro não muito distante. As circunstâncias econômicas e as condições que apoiam essa análise não mudaram. A resiliência do ouro em um período de tumulto foi provada diversas vezes.



## Capítulo 6

# Como adquirir ouro

### *O mercado de ouro*

O mercado de ouro é incomum se comparado a mercados de ações, bonds ou *commodities*. Por um lado, ele é líquido, e um investidor pode facilmente colocar sua alocação em ouro entre seus ativos líquidos. Liquidez significa que uma pessoa pode comprar e vender ouro com relativa facilidade e mínimo impacto de mercado. Sua transação não paralisará o mercado e você não terá dificuldade em encontrar compradores ou vendedores.

Por outro lado, o mercado de ouro tem poucas ofertas de compra e venda. O volume de operações em relação ao volume total de ouro é pequeno, o que é incomum, porque mercados desse tipo não costumam ser tão líquidos. No caso do ouro, temos um mercado que não é profundo em volume, mas é líquido em termos de partes dispostas a realizar operações. É uma combinação atípica.

Nunca vi uma operação sem lances quando alguém tentou vender ou um caso em que ninguém não conseguisse comprar. Mesmo assim, não há muito ouro físico realmente negociado em relação ao estoque total de ouro no mundo. O mercado fraco de ouro é atribuído ao fato de que a maioria dos portadores de ouro sejam bancos centrais ou noivas na Índia; são portadores de longo prazo, que não querem fazer operações rápidas, como muitos investidores em bolsa.



Isso significa que a liquidez que vemos hoje poderia secar caso haja pânico de compra. De repente, milhões tentariam comprar ouro, mas portadores de longo prazo se recusariam a vender mesmo se o preço disparasse. Normalmente, preços altos fazem com que vendedores apareçam para restabelecer o equilíbrio. Essa é a função básica da oferta e da demanda que todos aprendemos no curso de Economia, mas, quando preços mais altos representam queda na confiança nas moedas, nenhuma quantidade de papel-moeda é suficiente para tirar o ouro das mãos de seus donos. Os preços mais altos podem fazer com que eles fiquem ainda menos dispostos a vender porque verão o colapso futuro. Nesse momento, apenas vendas massivas de ouro do governo ou um novo preço fixo de ouro seriam suficientes para acabar com o pânico de compra.

O que causaria tal pânico de compra no mundo real?

Poderia ser uma crise de crédito ou uma corrida aos bancos na China. Já vimos sinais disso nos mercados de ações chineses em meados de 2015. A China ainda tem, em grande parte, uma balança de capital fechada que impede que pequenos investidores chineses invistam no exterior. O investidor chinês já perdeu dinheiro em ações e imóveis, e os bancos chineses não oferecem juros significativos na poupança. O que um investidor chinês pode fazer? Comprar ouro.

Recentemente me encontrei em Hong Kong com o principal negociante de *commodities* de um dos maiores bancos e negociantes de ouro do mundo. Ele prevê um choque de demanda vindo da China que poderia causar um pânico de compra.

Outro cenário possível é o de uma entrega contratual malsucedida: um negociante deixa de entregar para um grande cliente. Quando a notícia da falha na entrega se espalha (o que sempre acontece),





pode haver uma perda de confiança no título de papel e uma batalha desenfreada para converter contratos de títulos de ouro em ouro físico, com a exigência de entrega de depósitos futuros e cofres bancários. Isso causaria outras falhas de entrega, porque não há ouro físico no mundo em quantidade suficiente. Custódiantes e bolsas executariam cláusulas de força maior em seus contratos para cancelar a obrigação de entrega e efetuar os pagamentos em dinheiro, mas isso só pioraria o pânico, pois os investidores perceberiam que nunca veriam seu ouro e buscariam outras fontes de ouro físico. A situação logo sairia de controle, e o pânico de compra se espalharia.

Com base técnica de curto prazo, espero que o preço do ouro suba gradualmente por um tempo, depois acelere em fase hiperbólica e apresente um superaumento – o que denominei de pânico de compra. O problema é que muitas pessoas tentarão se aproveitar da situação, mas, nesse ponto, talvez seja impossível encontrar ouro. Talvez a oferta de ouro físico fique tão escassa que seja impossível comprá-lo mesmo por um preço muito mais alto.

Como resultado, investidores perguntam: “Por quanto tempo eu tenho de comprar ouro?”.

Perguntas assim se respondem sozinhas. Se você estiver se perguntando quanto tempo tem, a resposta é: o que está esperando? Adquira ouro físico agora e tranquilize-se. Não tente adivinhar a data do pânico de compra; quando ele estiver visível, será tarde demais, e o pequeno investidor não conseguirá adquirir ouro físico. Não será uma questão de preço, simplesmente será impossível encontrar ouro. A atitude prudente é comprar ouro agora, guardá-lo em um local seguro, e, quando o pânico chegar, você não terá problemas.



## *Armazenagem*

Decisões sobre armazenagem dependem muito da quantidade de ouro que você tem. Estamos falando de moedas de 5 onças ou de barras de um quilo no valor de US\$ 100 milhões? Quando as quantias são grandes, você precisa deixar o ouro sob a custódia de terceiros, a não ser que tenha um cofre residencial e múltiplos perímetros de segurança.

Caso haja a necessidade de utilizar custódia de terceiros, procure empresas de armazenagem de ouro, não de armazenagem bancária. Bancos sofrem muita regulação, e o ouro mantido neles pode ser facilmente confiscado pelo Estado. Espero congelamento de ativos e confiscos em um pânico financeiro. Quem utiliza armazenagem não bancária tem mais chances de sobrevivência.

Há empresas muito respeitáveis. Peça referências de clientes e verifique os certificados de seguro do operador do cofre. Veja se os limites dos seguros são altos o suficiente e se a fornecedora de seguros é uma empresa sólida. Considere há quanto tempo o cofre está em funcionamento.

Qualquer operador de cofre respeitável permitirá que você visite as instalações e inspecione as medidas e procedimentos de segurança. Por exemplo, a plataforma de carregamento interna deve estar posicionada nos ângulos corretos para que um veículo não possa ser usado como aríete para quebrar as portas.

O conselho que posso dar na escolha de um cofre é o mesmo conselho que dou em quase todas as decisões de negócio. Procure por boa reputação, bons históricos e boas referências, seguro e contatos. Não escolha o cofre que acabou de entrar no negócio. Eles podem ser bons, mas como fazer a verificação? Utilize apenas custodiantes



bem-estabelecidos. Brink's, Loomis e Dunbar são nomes respeitáveis nos EUA, mas há outras empresas menores com boa reputação e boas instalações. *Neptune Global*, *Worldwide Precious Metals* Anglo Far-

East oferecem opções de compra e armazenagem em que você possui o ouro diretamente, mas as empresas lidam com todos os detalhes (Para quem quiser metais preciosos com menos volatilidade do que ouro, a *Neptune Global* oferece um investimento composto que consiste em ouro, prata, platina e paládio em porcentagens específicas).

Outra forma de ter ouro físico sem ter de fazer a custódia é investir em um fundo de ouro que ofereça logística de segurança e resgate imediato em dinheiro ou ouro. Tecnicamente você tem unidades de um fundo, não ouro, mas esses fundos não são como ETFs, futuros ou contratos LBMA não alocados. O tipo de fundo que recomendo possui apenas ouro, completamente alocado, que será entregue a você no dia seguinte em resgate de suas unidades, mediante solicitação. Tanto o Physical Gold Fund quanto o Sprott são recomendados para esse propósito.

Em relação a jurisdições, há *trade-offs*. Muitos investidores debatem os méritos da Suíça, de Singapura, de Dubai e de algumas outras jurisdições. A maioria rejeita os Estados Unidos porque ele é visto como o país mais propenso a confiscar ouro, afinal, já fez isso antes.

Você desejará ouro quando as condições sociais estiverem se deteriorando mais rapidamente. Pode haver revoltas e quedas de energia. Se você vive nos Estados Unidos, como irá para a Suíça pegar seu ouro? Meus amigos ricos dizem que usarão seus jatinhos particulares, mas isso subestima o fato de que não é possível abastecer um jatinho quando não há energia e as bombas de gás não funcionam. A Suíça pode ser segura a curto prazo (e é), mas não é o lugar mais prático caso as redes de transporte entrem em colapso juntamente com a sociedade civil.



Planejar-se para desastres é complicado. Você não pode pensar em um ou dois desfechos; é preciso pensar em todos para realmente entender a situação.

Uma abordagem prudente para grandes portadores é guardar parte do ouro em cofres não bancários na Suíça (para proteção contra o confisco americano) e manter uma parte mais próxima de casa (como *backup*, caso a Suíça se torne inacessível). Se você não tiver tanto ouro assim, um depositário não bancário perto de casa é a melhor opção.

O estado do Texas está construindo um cofre fora do sistema bancário. O Texas utilizará a soberania dos estados e a Décima Emenda da Constituição dos Estados Unidos para resistir aos esforços do governo federal de confiscar o ouro. Vale a pena considerar essa opção, que fica a apenas um ou dois dias de distância da maioria dos estados dos EUA, caso você utilize um automóvel. Em situações extremas, você conseguirá dirigir até o Texas, pegar seu ouro e voltar para casa antes que as estradas sejam fechadas. Se as estradas estiverem congestionadas, use uma moto.

Deixando o planejamento logístico para desastres de lado, minha jurisdição favorita do mundo para armazenagem de ouro é a Suíça. Mas cidadãos americanos não devem pensar em abrir uma conta lá. Mesmo que você faça tudo dentro da lei, abrir uma conta é um convite para escrutínio e suspeita do governo. Além disso, banqueiros suíços não querem americanos pelo mesmo motivo, mas armazenagem de ouro físico com custodiantes não bancários não são contas no banco, e não produzem renda, então não é preciso considerar o pagamento de impostos. Essas contas de armazenagem estão disponíveis para cidadãos americanos.

O ideal é guardar seu ouro perto de casa, mas tudo depende da quantidade de metal que uma pessoa tem. Quem possui 21 moedas de





ouro de uma onça – cerca de US\$ 25 mil – não precisa de um cofre suíço. Quem possui quantidades maiores, como barras de 400 onças ou de um quilo, deve considerar a Suíça. O país tem um bom estado de direito, estabilidade política, neutralidade, boa infraestrutura, um poder militar bem treinado e não foi invadida com sucesso por mais de 500 anos.

Singapura é semelhante à Suíça, pois tem bom estado de direito e estabilidade política, mas sua localização não é tão favorável, está muito próxima das conturbadas Tailândia e Malásia e da China comunista. A Austrália é outra boa opção, mas não fica perto de lugar nenhum. (A Austrália é perfeita, se você mora na Austrália.)

Em 2013, visitei cofres na Suíça, próximo de Zurique, onde o *Physical Gold Fund* armazena seu ouro. Viajei com representantes do fundo, e fomos acompanhados por dois sócios-auditores da Ernst & Young. Estávamos lá para inspecionar e auditar o ouro que o fundo mantém para seus investidores.

O operador do cofre trouxe o ouro em contêineres com a ajuda de uma empilhadeira e o colocou em um pedestal para que pudéssemos inspecioná-lo. Funcionários quebraram os selos da caixa de madeira que continha o ouro e removeram a tampa. Dentro da caixa, vimos barras de ouro com números de série, datas, selos de refinarias, selos de qualidade e números indicando peso e pureza. Os auditores compararam seus registros impressos com as barras. Foi fascinante acompanhar o processo. É uma pena que o governo dos EUA não seja tão transparente quanto esse fundo privado.

A experiência é como a de participar de um filme de espões. Há portas externas de garagem que se abrem para permitir que carros blindados entrem no cofre. Do outro lado da porta, há uma segunda porta. A primeira porta se fecha para que a segunda possa ser aberta. É



preciso estacionar em um cais de carga com barreiras feitas de cimento e aço reforçado. Se alguém tentasse arrebentar as portas, não chegaria longe. O ouro é removido a um ângulo de 90 graus.

Depois de todo esse processo, ainda estávamos apenas começando a entrar no cofre. Há portais especiais em que o ouro é depositado em um lado, uma porta de aço se fecha e alguém pega o ouro do outro lado. Também há câmaras de segurança, sensores de movimento e arame de concertina – um tipo de arame farpado com lâminas – ao redor do edifício. Sem falar de Kevlar, vidros à prova de balas, guardas armados e múltiplos perímetros de segurança. É difícil imaginar algo mais seguro.

Nós nos encontramos com funcionários do cofre e tivemos conversas reveladoras. Eles estão observando um grande fluxo da armazenagem bancária para a armazenagem privada. Em teoria, a armazenagem bancária é tão boa quanto a privada em termos de segurança, mas essa não é a questão. A questão é que os bancos são muito regulados pelos governos, e o ouro armazenado pode ser apreendido – ou pelo menos será mais fácil apreendê-lo quando for a hora.

Bancos podem falir e sua reivindicação ao ouro pode ficar presa por causa de um processo judicial. Seu ouro também pode ser *bailed in*, como foi no Chipre, ou pode ser considerado um ativo sem garantia e utilizado para recapitalizar o banco. Você pode até receber ações bancárias sem valor em vez de seu ouro original. Em armazenagem privada, essas preocupações não existem e, por causa disso, o número de cofres particulares não para de crescer.

Fomos a uma das maiores refinarias da Suíça e ouvimos a mesma história. Vimos a perspectiva de dentro das operações e tivemos longas



e construtivas conversas com funcionários. O processo de refinação é bastante automatizado, e todos estão trabalhando em capacidade máxima. Apesar desses esforços, não conseguem atender toda a demanda.

Onde as refinarias obtêm tanta matéria-prima para produzir tal quantidade de ouro puro? Há três fontes principais. Uma é ouro semirrefinado, conhecido como doré, que é cerca de 80% puro quando sai das minas; há a sucata, que são joias, colares, pulseiras, relógios e outros itens de ouro de uma variedade de fontes; e há barras de ouro que são convertidas em barras menores. As barras de 400 onças da *London Bullion Market Association* são transformadas em barras de um quilo, mais adequadas às especificações chinesas.

As refinarias estão produzindo muito a partir de velhas barras de 400 onças que são derretidas e transformadas em barras de um quilo. Os refinadores também aumentam a pureza do ouro de 99,50% para 99,99%. Essa pureza é conhecida como os quatro noves, e é o padrão exigido pelos chineses.

A China está dando as costas para a London Bullion Market Association e redefinindo os padrões do mercado mundial de diversas formas: com a Bolsa de Ouro de Xangai, com os contratos de ouro da Shanghai Futures Exchange, com as próprias refinarias, com seus selos e suas especificações. Xangai está se transformando no centro do mercado de ouro, deixando Londres para trás.

### *Ações de mineradoras de ouro*

Concentramo-nos em ouro físico e em seus derivativos de papel, como ETFs e contratos de futuros, mas ouro também é representado no mercado de ações, na forma de ações de mineradoras.



Já pesquisei, escrevi e falei muito sobre ouro, mas meu envolvimento quase sempre é relacionado ao metal físico, aos derivativos e ao uso do ouro como ativo monetário. Não me considero um especialista em ações de mineradoras. Não sou analista de patrimônio nos moldes tradicionais; sou um analista macro global. Penso sobre ouro no contexto monetário. Mercados de capitais estão tão interconectados que hoje o macro afeta o micro mais do que nunca. Essa é a base que utilizo para oferecer minha perspectiva sobre ações de mineradoras.

Ações de mineradoras seguem o ouro em grande parte, mas são mais voláteis. Tradicionalmente, ações de mineradoras são descritas como uma aposta alavancada no metal físico, o que têm a ver com a diferença entre custos fixos e variáveis. Basicamente, quando o ouro sobe, as ações de mineradoras sobem ainda mais. Quando o ouro cai, as ações de mineradoras podem cair ainda mais do que o próprio metal. Ações de mineradoras são como se o ouro tomasse esteroides.

Ouro é volátil o suficiente do jeito que está. A maioria dos investidores não tem estômago para adicionar mais alavancagem implícita ao ouro entrando no setor de mineração. Se você deseja alavancar sua posição de ouro, pode utilizar futuros de ouro Comex ou comprar um ETF em margem.

As ações de mineradoras de ouro se destacam por serem uma classe de ativos completamente idiossincráticos. Em outras palavras, mineradoras nunca são genéricas como futuros ou índices. Cada mineradora tem características únicas relativas à qualidade do minério, à competência da administração, às finanças da empresa e a outros fatores singulares.

Um dos problemas de investir em mineradoras de ouro é que muitos investidores não tratam as empresas como idiossincráticas,





mas como genéricas. Eles dizem, “Bem, eu invisto em mineradoras”, como se todas fossem iguais. Não são.

Algumas mineradoras são bem administradas, estabelecidas e solidamente capitalizadas, estão ativas há bastante tempo, e espera-se que continuem assim. Outras são extremamente especulativas. Outras ainda são fraudes.

Como separar as fraudes das empresas bem administradas? É possível, mas bastante trabalhoso. Você provavelmente precisa se encontrar com a administração, viajar para as minas, ler os relatórios financeiros (inclusive as notas de rodapé), ir às reuniões com os investidores e participar de reuniões da diretoria. Basicamente, você precisa ter um analista de patrimônio. Sou treinado para isso, mas não costumo fazer esse tipo de análise porque não é minha especialidade.

Há especialistas fazendo pesquisas sólidas em mineradoras, como John Hathaway e seus colegas, no Tocqueville Gold Fund, e Doug Casey e a equipe do Casey Research.

Eu prefiro o metal físico. Se você deseja ser um investidor no setor de mineração de ouro, recomendo ficar com mineradoras *large-cap* e algumas *mid-cap* selecionadas porque mineradoras *microcaps* ou *start-ups* estão em mau estado. Todos sabemos do desempenho do setor. Muitas dessas ações tiveram queda de 95%. As pessoas dizem que, se elas caíram tanto, talvez seja uma boa hora para comprar. Bem, há uma hora ainda melhor para comprar – depois que elas tiverem ido à falência. *Master limited partnerships*, *roll-ups* e empresas maiores em busca de barganhas escolherão a dedo os melhores ativos dentre aqueles em dificuldades.



Os bancos e as grandes mineradoras não farão nenhum favor às pequenas mineradoras. Investidores tendem a pensar que você pode comprar na baixa e lucrar na recuperação. Às vezes, é verdade. Os investidores mais astutos – grandes mineradoras e predadores como Goldman Sachs – preferem que pequenas mineradoras peçam falência para que possam adquirir seus ativos em uma liquidação. Um acionista realizando pré-petições em uma mineradora alavancada que está pedindo falência talvez não receba nada.

### ***A falta de correlação entre o ouro e o mercado de ações***

Muitos investidores pensam em ações e em ouro como *trade-off*. Acreditam que, quando a situação está favorável – com forte crescimento econômico, baixo desemprego e estabilidade de preços – a melhor opção são as ações. Mas, quando as condições estão instáveis, a inflação está saindo de controle ou a economia está incerta, preferem praticar *dumping* de ações e ter um porto seguro como o ouro.

Alguns investidores até sugeriram que eu lhes telefone um dia antes do colapso das ações para que eles possam vendê-las e comprar ouro na hora certa.

É claro que as coisas não funcionam assim; é impossível saber o dia exato. Tenho insights em relação à magnitude do colapso por vir e às suas consequências. O colapso ocorrerá logo, talvez nos próximos meses ou em um ou dois anos. É improvável que tenhamos cinco anos sem um severo pânico financeiro. Independentemente da data específica, a hora de se preparar é agora.

Até que o pânico comece, não há correlação específica entre o ouro e as ações. Às vezes, ouro e ações caminham juntos (é comum nos



estágios iniciais da inflação), e, às vezes, o ouro sobe quando as ações caem (em pânico ou estágios avançados de inflação). Há ocasiões em que o ouro cai e ações sobem (em uma economia forte com taxas de juros reais positivas). Por fim, ouro e ações podem cair (em deflações). Em resumo, ouro e ações se movimentam em direções diferentes em resposta a condições variáveis sem correlação de longo prazo entre elas.

Por exemplo, em um cenário de fortalecimento da economia em termos nominais e de inflação em alta, as ações e o ouro podem subir porque investidores em bolsa teriam receitas maiores por causa da inflação, e investidores em ouro buscariam proteção nele, na expectativa de agravamento da inflação.

Por outro lado, se a inflação sair de controle e o Fed ficar atrás da curva, a inflação começará a destruir a formação de capital e todas as formas de riqueza. Isso pode levar à estagflação, em que não há crescimento real, mas há inflação. Seria semelhante aos anos de 1975 a 1979. Nesse mundo, o ouro teria alta sem motivo fundamental.

Não vejo correlação entre ações e ouro. Há lugar para os dois em um portfólio selecionado cuidadosamente. Por exemplo, recomendo alguns fundos de hedge e investimentos alternativos em ações em seus portfólios. Esses fundos incluem fundos de *equity long e short* e fundos macro globais que estão fazendo apostas direcionais em alguns setores.

Não há nada de errado com ações que tenham ativos tangíveis subjacentes. Um bom exemplo é Warren Buffett comprar ativos de ferrovias, petróleo e gás natural. Warren Buffett é um investidor clássico em ações, mas ele está comprando empresas que têm ativos tangíveis, como energia, transporte e terras. Essas ações devem se sair bem em um ambiente inflacionário. O portfólio correto terá um bom equilíbrio de ativos, com 10% da alocação em ouro.



## *Ouro em um portfólio equilibrado*

Minha previsão para o preço do ouro não mudou apesar da volatilidade e da retração no preço nominal em dólar. O ouro chegará na faixa de US\$ 10.000 por onça porque bancos centrais vão conseguir gerar inflação ou vão fracassar e, finalmente, vão se voltar ao ouro como inflação de último recurso (como Franklin Roosevelt fez em 1933). De qualquer forma, bancos centrais conseguirão a inflação que desejam para fazer com que os níveis de dívida se mantenham sustentáveis. Essa condição foi descrita pelo ex-governador do Fed, Rick Mishkin, como dominância fiscal.

Um novo padrão-ouro, ou pelo menos um sistema cambial ligado ao ouro, pode ser necessário em um mundo de inflação e de dominância fiscal em que o ouro é usado por bancos centrais para causar inflação ou para restaurar a confiança depois que a inflação tiver fugido de controle.

A análise de preços implícita é clara. É a proporção entre papel-moeda e ouro físico no mundo. Os dados dos estoques oficiais de ouro e da oferta oficial de papel-moeda são conhecidos (com exceção dos dados da China).

Algumas suposições são necessárias. Por exemplo: quais países serão incluídos em um novo padrão-ouro? Qual é a definição adequada de base monetária (por exemplo, M0, M1, M2, etc.)? Qual proporção de ouro/dinheiro será necessária para manter a confiança em um novo sistema atrelado ao ouro (por exemplo, 20%, 40%, etc.)? Sujeita à coleta de dados e à realização dessas suposições, a conta é simples. Um preço indicativo não deflacionário de US\$ 10.000 vem da suposição de que os Estados Unidos, a Zona do Euro e a China serão incluídos e de que M1 com 40% de lastro em ouro será a medida certa de dinheiro





e ouro. Outras suposições produzirão resultados diferentes – algumas chegam a US\$ 50.000 por onça se utilizarmos a base monetária M2 com 100% de lastro em ouro. Ainda não estamos lá – pode levar anos até que cheguemos nesse ponto – mas é nosso destino. No entanto, o caminho pode ser tortuoso.

Enquanto isso, investidores em ouro devem seguir algumas regras simples. O ouro é volátil quando medido em dólares, por isso recomendo não utilizar alavancagem nos investimentos em ouro. Quando você utiliza dinheiro emprestado, margem ou quando vai para o mercado de futuros ou de opções, está utilizando alavancagem que ampliará a volatilidade. O ouro por si só já é volátil o suficiente.

Segundo, consistentemente recomendo uma alocação modesta – 10% de seus ativos disponíveis para investimento. Ou de 15% a 20%, se você for mais agressivo. Nunca disse e nunca direi que você deve vender todo o seu portfólio para comprar ouro. Não acredito em alocar 100% em nenhuma classe de ativos.

Como comparação, alocações institucionais em ouro ao redor do mundo ficam em cerca de 1,5%. Mesmo que você corte minha recomendação conservadora de 10% pela metade, ainda terá três vezes mais do que as instituições têm em ouro.

A alocação de 10% deve ser aplicada a seus ativos disponíveis para investimentos – a parte líquida de seu portfólio. Você deve excluir sua residência e qualquer patrimônio de seu negócio da conta. Talvez você tenha um restaurante, uma lavanderia ou uma pizzaria. Talvez você seja um vendedor de carros, um médico ou um dentista. O capital que estiver atrelado ao seu sustento não deve ser incluído nesses investimentos. A mesma regra se aplica ao capital imobiliário. O que sobra depois que



you separate your business and your home are your assets available for investments. I recommend allocating 10% of that in gold.

If you have 10% of your portfolio in gold and it falls 20%, you will lose only 2% of your portfolio. If it rises 500%, which I expect to happen, you will gain a lot with the 10% allocation. It's a 50% gain in your portfolio with just one investment. I recommend a 10% allocation because of the asymmetry in the potential upside versus the potential downside. With these simple rules as a guide – buy physical gold and keep the allocation at 10% – you will be ready to protect yourself from the storm.

Another important piece of advice is to focus on the long term and not get distracted by the highs and lows of the price of gold in dollars, because we already know it's very volatile. More important: the dollar itself is the asset at risk, not gold. The price of gold in dollars going up or down will be seen as irrelevant as long as confidence in the dollar disappears. No one will care about the dollar – people only want physical gold.



# Conclusão

Meus modelos de risco sistêmico em mercados de capitais indicam eventos extremos, que incluem o colapso do sistema monetário internacional num futuro não tão distante, mas não estamos desamparados. Não precisamos ser vítimas. Podemos ver o colapso se aproximando e tomar atitudes com antecedência para preservar a riqueza.

Sempre há algo que investidores podem fazer e há classes de ativos específicas, particularmente ouro, que são robustas, mesmo em eventos extremos. Algumas estratégias de investimentos podem ser usadas, em primeiro lugar, para preservar a riqueza e, em segundo, para gerar prosperidade e riqueza em meio ao caos. Investidores como Warren Buffett e muitos outros fazem isso há décadas, e os chineses estão fazendo o mesmo com sua aquisição de ouro.

Observo o risco utilizando a teoria da complexidade e prevejo eventos com base em modelos matemáticos fundamentados em probabilidade inversa. A mais importante métrica da teoria da complexidade é a escala. O que é a escala de um sistema? Escala é uma palavra técnica usada para a combinação do tamanho de um sistema e de sua função de densidade ou grau de conectividade em relação a seu tamanho.

O evento mais extremo que pode acontecer em qualquer sistema complexo em estado crítico é uma função exponencial de escala. Isso significa que, se você dobrar a escala sistêmica, mais do que dobrará o risco. O risco pode elevar-se muito mais do que o aumento na escala.

Desde 2008, bancos aumentaram muito a escala do sistema financeiro, e reguladores fizeram vista grossa. Os bancos grandes demais para



quebrar em 2008 estão ainda maiores, e seus registros de derivativos estão muito maiores do que estavam em 2008. Permitir a existência de bancos tão grandes é o equivalente a enviar engenheiros do exército para a Falha de San Andreas para deixá-la ainda maior. Sabemos que a Falha de San Andreas pode causar terremotos devastadores. Não sabemos quando o próximo terremoto ocorrerá, mas ninguém acha que é uma boa ideia deixar a falha ainda maior. É o que estamos fazendo no setor financeiro, aumentando a falha ao permitir que os bancos fiquem ainda maiores, permitindo que os derivativos aumentem e permitindo uma maior concentração de ativos financeiros em poucas mãos.

Utilizando esses dados de escala e de densidade em um sistema complexo, é fácil perceber que o próximo colapso financeiro também será exponencialmente maior do que o pânico de 2008, porque o sistema também ficou gigantesco. Reguladores simplesmente não entendem as propriedades estatísticas do risco nos sistemas financeiros que eles regulam. Eles utilizam modelos de equilíbrio falhos que envolvem risco normalmente distribuído (para o qual não há sustentação empírica). O conjunto de ferramentas de administração dos reguladores está obsoleto.

Meu conselho é adquirir ouro, mas não muito. Se eu estiver errado, não haverá prejuízo em uma pequena alocação. Se eu estiver certo, sua riqueza será preservada.

Por que não apostar tudo? Por que não ter 50% ou 100% de seu portfólio em ouro? A resposta é que nunca é uma boa ideia apostar tudo em uma única classe de ativos. Ouro é volátil, por isso é importante ter outros ativos, como dinheiro, para controlar a volatilidade. Além disso, há outros ativos que preservam riqueza da mesma forma que o ouro. Obras de arte e terras têm muitas das características de preservação de riqueza do ouro, mas adicionam diversificação ao portfólio.





Se as instituições quem têm cerca de 1,5% de ouro passassem a uma alocação de 5%, valor mais baixo do que eu recomendo, não haveria ouro suficiente no mundo, a preços atuais, para atender à demanda.

Esse é um exemplo de quão frágil o sistema é e de quão pouco seria necessário para fazer com que o preço do ouro disparasse.

Não precisamos do fim do mundo para que uma grande alta no preço do ouro ocorra. São necessárias apenas pequenas mudanças no comportamento e na percepção dos compradores potenciais para que o preço do ouro dispare. Depois disso, o circuito de retorno e o frenesi de compra de ouro ganham vida própria.

Não estou prevendo qual será o preço do ouro amanhã. Ele pode subir ou cair. Estou observando vários anos no futuro para prever como o próximo pânico será. Sei que, quando as dificuldades surgirem, os grandes jogadores ficarão com todo o ouro disponível. As instituições, os bancos centrais, os fundos de *hedge* e os clientes com bons relacionamentos com refinarias ficarão com todo o ouro. Pequenos investidores não conseguirão nada.

Seu negociante local terá vendido tudo e estará sobrecarregado. A Casa da Moeda não aceitará mais pedidos. Enquanto isso, o que acontecerá com o preço? Vai subir mais de US\$100 onças por dia, mais de US\$ 1.000 onças por semana. O ouro fugirá de você. Você o desejará, mas não conseguirá comprá-lo. É assim que um pânico de compra funciona.

Um pânico é o desfecho provável das forças em jogo hoje. Meu conselho é adquirir ouro agora, enquanto ainda é possível. Depois, é só ficar tranquilo. Aloque 10% de seus ativos líquidos em ouro, coloque-o em um lugar seguro e, depois, sente-se e assista ao show. Não será bonito, mas sua riqueza ficará intacta.



# Agradecimentos

Este livro começou como uma série de entrevistas em áudio que foram transcritas, editadas, reescritas e finalmente moldadas até se tornar o que chegou até você. Sou imensamente grato a *Physical Gold Fund* e a seus principais associados – Alex Stanczyk, Simon Heapes, Nestor Castillo e Philip Judge –, sem os quais este livro nunca seria feito.

Uma entrevista exige um interlocutor e, em minhas entrevistas ao Physical Gold Fund, não poderia haver um parceiro melhor do que Jon Ward. Nem todas as entrevistas são criadas iguais. Em minha experiência, as melhores perguntas suscitam as melhores respostas, e as perguntas de Jon foram muito bem concebidas e pensadas. Não haveria conteúdo da série de entrevistas, muito menos um livro, não fosse por suas indagações habilidosas.

Como sempre, estou em dívida com minha superagente, Melissa Flashman, e com meu editor Adrian Zackheim, por apoiar meus esforços de escrita antes de eu ter feito meu primeiro livro e, desde então, eles são uma fonte constante de confiança e inspiração para continuar a escrever.

A equipe de Adrian na Portfolio/Penguin Random House faz tão parte deste livro quanto eu. Minha editora, Niki Papadopoulos, esteve à altura do papel de musa quando me incentivou, me animou e me persuadiu em diversas decisões editoriais e prazos que fazem do processo editorial um processo muito mais amplo do que a simples escrita. Dito isso, ela me ajudou a ser um escritor melhor com suas questões sucintas e adequadas nos lugares certos. A equipe da Portfolio – Leah Trouwborst, Stefanie Rosenblum, Will Weisser, Tara Gilbride e Kelsey Odorczyk – também foi uma fonte de apoio e, por isso, sou muito grato.



Editores freelances são indispensáveis porque se concentram exclusivamente no conteúdo sem as distrações administrativas decorrentes de trabalhar para uma editora. O livro beneficiou-se muito de dois dos melhores. Zach Gajewski organizou as transcrições em uma primeira versão do livro. Will Rickards pegou as versões posteriores e as transformou em um livro melhor. Zach e Will eram como corredores de revezamento passando o bastão dos estágios iniciais para os finais. Não posso agradecer-los o suficiente por sua atenção ao detalhe e à qualidade.

Alguns escritores preferem trabalhar isolados, mas eu não sou um deles. Fico cercado por minha família e por meus amigos, e a vida é tão melhor por isso. A interação, os debates e as trocas constantes enriquecem o processo criativo. O amor pela família é a principal rede de segurança do escritor. Obrigado Ann, Scott, Dominique, Ali, Will, Abby, Thomas, Sam e James (e aos cãezinhos Ollie e Reese). Amo todos vocês!



“*A FEBRE DO OURO* nos lembra que políticas equivocadas provocam uma busca por uma forma de dinheiro que seja tão boa quanto o ouro. Por que não o próprio ouro?” - Wall Street Journal

“Este livro excelente prova que, contrário à propaganda dos apologistas da moeda fiduciária, ouro é dinheiro de verdade. Rickards justifica claramente por que aqueles que desejam proteger a si mesmos e a suas famílias do caos econômico criado pelos bancos centrais devem considerar o ouro.” - Ron Paul, ex-congressista e candidato presidencial

“Em seu último livro, James Rickards nos presenteia novamente com clareza de prosa, profundidade de experiência e análise sólida. A febre do ouro descarta críticas desgastadas e políticas ao ouro e oferece argumentos sólidos e esclarecedores em favor do ouro como um concorrente válido às atuais formas de dinheiro. O livro mais importante já feito sobre o metal. - Nomi Prins, autora de All the presidents’ bankers

“Não podemos esperar que o Federal Reserve seja tão honesto quanto Jim Rickards ao escrever este livro. Quando o sistema monetário entrar em colapso, haverá uma corrida em busca da única forma de dinheiro que sobrar no sistema – o ouro. Uma leitura essencial.” - David A. Stockman, ex-diretor do OMB e autor de The great deformation

“[Rickards] apresenta evidências convincentes de que muitas das principais autoridades monetárias, no mínimo, tratam ouro como – possivelmente no futuro, a principal forma de – dinheiro.” - Forbes

