

Carta do Gestor

O Segundo Leilão de LTRO se foi. E agora?

O sucesso dos leilões de *Long Term Refinancing Operation* (LTRO), nos quais o Banco Central Europeu (BCE) concedeu a liquidez desejada pelos bancos por três anos a taxas baixas, fez com que os mercados desde dezembro tivessem um comportamento positivo. Como comentamos na nossa última carta, a questão que se coloca agora é: como os mercados se comportarão, uma vez que não há mais leilões de LTRO no horizonte?

A economia global ainda se encontra fragilizada, cercada por desafios. O desenrolar do drama grego parece uma pavorosa novela sem fim. Nos últimos capítulos, a Grécia concluiu o “acordo de troca” dos seus títulos, impondo severas perdas ao setor privado. Após alcançar a participação mínima necessária para seguir em frente com o processo de troca, a Grécia ativou o mecanismo conhecido como *Collective Action Clause* (CAC), forçando os participantes que discordavam dos termos propostos para a troca a acompanharem a maioria. O perigo desta estratégia é que, na ocasião da compra do título, esta cláusula não constava do edital do leilão, isto é, houve uma mudança da regra com o jogo em andamento. Desse modo, certamente esse evento abre um precedente perigoso no futuro, caso outras economias sigam pelo caminho grego.

Outro ponto que nos causou preocupação diz respeito à senioridade do BCE em relação aos outros credores dos títulos soberanos, fato que pode ter importantes repercussões no futuro. O fato de, no caso grego, o BCE ter prioridade nos recebimentos e colocar o setor privado no final da fila mostrou o erro cometido pelas autoridades europeias com essa decisão.

Vamos aos fatos: Até o primeiro leilão de LTRO, o mercado (no qual nos incluímos) não via solução para o círculo vicioso no qual se encontravam diversas economias europeias gravemente contaminadas pela crise soberana, que começou na periferia e atingiu também países do núcleo da eurozona. A elevação dos *spreads* soberanos transbordou para o setor bancário e para o setor corporativo, elevando os *spreads* do setor privado. Essa dinâmica perversa reduziu severamente as expectativas de crescimento das economias, repercutindo negativamente sobre os *spreads* soberanos, alimentando novamente o ciclo.

Como já mencionamos, os leilões de LTRO foram suficientes para interromper essa dinâmica, levando à queda dos *spreads* do setor privado de maneira geral (gráfico 1). Além disso, alguns países, como Itália e Espanha, foram bastante beneficiados por essa dinâmica benigna (gráfico 2). Dessa forma, a melhora nas condições dos mercados fez com que o BCE não precisasse atuar comprando títulos soberanos. O ponto é: e agora? Os *spreads* dos títulos já caíram, os ativos de risco já tiveram uma apreciação importante e não há mais nenhum leilão de LTRO no horizonte.

Gráfico I

Credit Default Swaps na Zona do Euro - Setor Financeiro vs Todos os setores



Fonte: Bloomberg, SPX Capital

Gráfico II

Rendimentos dos Títulos de 5 anos da Itália e da Espanha (%a.a.)



Fonte: Bloomberg, SPX Capital

Nossa opinião é que o mercado reverterá, pelo menos em parte, o movimento de alta dos preços dos ativos. O problema é que, se estivermos certos, poderá haver uma piora expressiva dos preços. Por quê? Porque um movimento de venda dos títulos soberanos por parte do mercado só encontrará na outra ponta como comprador final o BCE. Caso isto seja verdade, a cada título comprado pelo BCE, o mercado deveria correr para vender mais para a autoridade monetária, já que agora o mercado sabe que ele tem senioridade no recebimento em relação aos outros credores.

Por exemplo, suponhamos que o BCE volte ao mercado comprando títulos da Espanha e que adquira 50% do total da dívida espanhola. Suponhamos também que, eventualmente, a Espanha não cumpra com seus pagamentos e dê um calote em 50% do total da dívida. Como o BCE tem senioridade, a totalidade do calote será dada no setor privado. Ou seja, quanto mais o BCE comprar, mais o mercado terá que vender para ele, de modo a não sofrer grandes perdas no futuro.

O fato curioso é que grande parte da melhora nos *spreads* dos títulos soberanos ocorreu com o aumento das participações dos bancos nacionais de cada país na dívida total, ou seja, enquanto os estrangeiros aproveitaram para vender, os bancos espanhóis e italianos compraram grandes quantidades, o que é bastante preocupante na eventualidade do agravamento da crise nessas economias.

Como risco adicional, temos acompanhado o delicado rumo que a economia portuguesa está tomando, se assemelhando perigosamente ao caso grego. A Espanha, por sua vez, tem trilhado longe do cumprimento de suas metas fiscais, anunciando unilateralmente que também não cumprirá a meta para o déficit fiscal em 2012. Além disso, temos pela frente as eleições francesas, nas quais o candidato socialista que lidera hoje as pesquisas de intenções de voto já manifestou que rediscutirá o pacto fiscal que foi acordado entre os líderes europeus. Ou seja, a crise europeia está longe de estar resolvida.

Fora da Europa, não há muitas novidades. Os Estados Unidos continuam revelando dados de emprego melhores, visíveis tanto no aumento das contratações no setor privado, quanto na queda dos pedidos de seguro-desemprego. No entanto, essa recuperação incipiente no mercado de trabalho ainda não se traduziu em mais consumo. Assim, permanecemos acreditando que a economia americana crescerá em torno de 2% nesse ano.

Na economia chinesa, os dados recentes permanecem evidenciando a desaceleração da atividade. O anúncio oficial de que a meta de crescimento para 2012 foi reduzida para 7,5%, ante a meta de 8,0% em 2011, mostrou que o governo não adotará uma política tão expansionista quanto em 2009. Desse modo, mantemos nossa expectativa de crescimento em torno de 8% neste ano.

Finalmente, o Brasil tem mostrado uma economia com crescimento anêmico e inflação em queda. Esta dinâmica tem permitido ao Banco Central continuar o processo de redução das taxas de juros, sem pressionar a inflação. Em seu último encontro, o Copom resolveu acelerar o ritmo de queda dos juros, o que favoreceu bastante as nossas posições aplicadas em juros pré-fixados (DI jan14). Continuamos acreditando que o cenário segue favorecendo as alocações aplicadas em juros.

Principais Alocações

- **Juros Brasil:** Continuamos com a nossa alocação aplicada no juro nominal (DI Jan 14) uma vez que a atividade interna continua fraca, a inflação de curto prazo está contida e a curva já precifica um ciclo de alta relevante a partir de novembro de 2012. Além disso, o governo e o Banco Central permanecem sinalizando que buscam um nível de taxas de juros mais baixo no curto prazo.
- **Moedas: posição vendida em euro.** Aumentamos nossa posição durante o mês devido a três fatores: o provável aumento dos riscos soberanos após o final do segundo leilão de LTRO, a contínua desaceleração da economia europeia e a recuperação do mercado de trabalho americano, que diminui a probabilidade de uma nova rodada de afrouxamento quantitativo por parte do *Federal Reserve* no curto prazo.
- **Posição vendida em Real.** Montamos uma pequena posição de real contra o peso mexicano e o dólar americano, pois acreditamos que o real terá um desempenho fraco devido às medidas regulatórias e à queda mais agressiva dos juros no Brasil.
- **Juros Internacionais: posição tomada em juro nos EUA.** O contexto de contínuas surpresas positivas nos dados econômicos nos faz acreditar que a curva americana continua a apresentar assimetria para alocações tomadas.
- **Commodities: posição comprada em soja.** Antecipamos exportações americanas de soja mais fortes do que o esperado pelo mercado, o que deve se traduzir em estoques mais baixos ao final da safra corrente. Além da posição direcional, mantivemos a posição na inclinação da curva futura de soja: comprada na parte curta, vendida na parte longa.
- **Bolsa: Adicionamos uma posição vendida em bolsa.** Após alguns meses de maior liquidez e dados de atividade melhores, as expectativas de crescimento à frente, o posicionamento do mercado e a consequente expressiva reprecificação dos ativos oferecem um bom risco-retorno para essa posição. Complementando essa visão, montamos também uma posição comprada em volatilidade de Ibovespa.

Atribuição de Performance

O SPX Nimitz rendeu 1,69% em fevereiro, ante um CDI de 0,74% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Fev, 2012	2012	12 Meses
Ações	-0,01%	0,05%	-0,22%
Commodities	0,18%	0,12%	0,16%
Juros Brasil	1,39%	3,34%	2,77%
Juros Internacionais	-0,13%	-0,19%	-2,35%
Moedas e Dívida	-0,11%	-0,33%	2,36%
Taxas e Custos	-0,37%	-0,68%	-2,12%
CDI	0,74%	1,64%	11,51%
Total	1,69%	3,94%	12,11%

A SPX Gestão de Recursos Ltda ("SPX Capital") não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos. As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade do fundo apresentada não é líquida de impostos. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam e, conseqüentemente, possíveis variações no patrimônio investido. Este fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este fundo realizará investimentos nas cotas do SPX Nimitz Master FIM que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas no SPX Nimitz Master FIM, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, implicando na ocorrência de patrimônio líquido negativo no fundo e na conseqüente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo SPX Nimitz Master FIM pode investir em ativos no exterior.