

## Carta do Gestor

### A Próxima Etapa da Crise Europeia

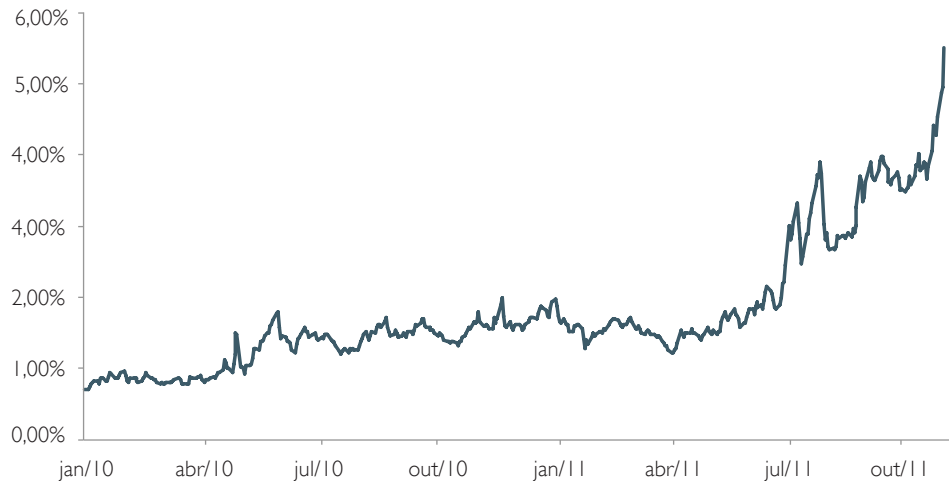
O mês de outubro foi caracterizado por uma melhora substancial nos preços dos ativos financeiros. Números melhores para a atividade econômica nos Estados Unidos, assim como medidas mais contundentes por parte das autoridades europeias fizeram o mês de outubro ser um dos melhores em décadas, principalmente para as bolsas americanas.

Finalmente, os países da Zona do Euro conseguiram concluir as votações em seus parlamentos, o que permitiu o aumento dos recursos disponíveis no EFSF (Fundo Europeu de Estabilidade Financeira, em inglês). Após esse passo, surgiu a discussão sobre uma possível alavancagem dos recursos do fundo, permitindo, dessa forma, maior capacidade de atuação para tentar conter a crise. Muitas perguntas sobre essa possível alavancagem ainda estão sem resposta, mas o mercado gostou e os investidores se animaram. A solução para a crise grega também foi encaminhada, por meio da aprovação de um novo pacote e de um acordo com os bancos privados para um desconto de 50% nos papéis carregados por estes em seus balanços. Além disso, chegou-se também a um consenso sobre a capitalização dos bancos. Estes terão um prazo para buscar recursos no mercado e, caso não consigam, irão recorrer ao EFSF.

Em nossa última Carta do Gestor, alertamos que alguns requisitos eram necessários para que o mercado pudesse melhorar. Ao longo do mês de outubro, alguns deles foram atendidos e, de fato, o mercado melhorou. Mas em um surpreendente movimento, a Grécia voltou a causar apreensões. Seu Primeiro-Ministro sugeriu a convocação de um referendo para aprovação das medidas acertadas com a União Europeia. Os mercados reagiram mal e a incerteza voltou. Somado a isso, dúvidas sobre o ajuste italiano começaram a chamar mais atenção dos mercados e o nível das taxas de juros italianas subiram a um patamar que é insustentável a médio/ longo prazo (gráfico 1).

## Gráfico I

Spreads dos títulos italianos de 10 anos em relação à Alemanha



Fonte: Bloomberg, SPX Capital

— Itália

Não chega a ser uma surpresa que tenhamos chegado à terceira fase da crise europeia, que é a política. Em um primeiro momento, estímulos fiscais após a crise de 2008 levaram os níveis de endividamento a patamares percebidos como insustentáveis, elevando os *spreads* soberanos e forçando os países a ajustarem as suas contas fiscais. Em um segundo, o transbordamento da crise para o setor privado resultou na alta dos *spreads* dos bancos e do setor corporativo (gráfico 2). A combinação dessas duas etapas gerou uma forte desaceleração do crescimento econômico. Assim, mais ajustes fiscais se fazem necessários para compensar a queda das receitas decorrente de um menor crescimento da atividade. Por sua vez, a população, já enfurecida com as medidas contracionistas, não suporta mais anúncios de ajustes. A pressão sobre os políticos aumenta a cada dia e o apoio às medidas torna-se cada vez mais difícil, no que chamamos de a terceira fase da crise europeia.

## Gráfico 2

### Spreads dos Setores Bancário e Corporativo



Fonte: Bloomberg, SPX Capital

— Setor Corporativo

— Setor Bancário

Também não chega a ser surpresa a queda de governantes dos países que estão ajustando suas contas. Se relembrarmos como foi o processo na Argentina, recordaremos que este país teve cinco presidentes em duas semanas. Em suma, a crise e seus estágios estão seguindo o seu curso normal.

O que chama a atenção é a interferência da França e da Alemanha em questões internas dos gregos. Sem entrar no mérito se estão certos ou errados em consultar o povo sobre se querem ou não as medidas de ajuste, este é um direito deles. A pressão para que voltassem atrás na decisão cobrará seu preço no futuro. Ficou explícita a ingerência na soberania nos países fragilizados pela crise. Quem dita o que deve ser feito ou não são os franceses e os alemães. As tensões certamente agravar-se-ão num futuro próximo, à medida que os *spreads* dos países aumentarem.

Pressões por mais ajustes em um cenário recessivo farão com que a população desaprove, cada vez mais, novas medidas. Novos governantes cairão. Ou seja, o círculo vicioso que já estava presente no cenário econômico, agora está presente no cenário político.

Portanto, apesar do suposto avanço das autoridades europeias, não vemos um mecanismo de ajuste automático que resolva um problema profundo de maneira imediata e eficiente. Para nós, os problemas estão se agravando e continuam justificando cautela operacional.

A notícia boa veio dos Estados Unidos. Números de atividade econômica melhores do que o esperado, aliados a um Banco Central disposto a dar suporte à economia, reduziram a aversão ao risco no mercado. Dados bons de consumo fizeram os analistas trabalharem com uma perspectiva de crescimento do PIB em torno de 2,5% em termos anualizados no segundo semestre. Porém, como esta melhora no consumo veio acompanhada por uma queda na taxa de poupança, existe uma desconfiança sobre a continuidade desse cenário positivo para o consumo, uma vez que a renda não tem crescido.

No Brasil, as notícias sobre a desaceleração econômica se avolumam. Nesse contexto, temos aumentado nossa exposição comprada em NTN-B. Apesar de concordar com o cenário de desinflação do Banco Central, que prevê que a inflação acumulada em doze meses cederá 2 pontos percentuais até maio de 2012, acreditamos que o centro da meta de inflação não será atingido no próximo ano. É provável que, dado o estímulo monetário que tem sido injetado na economia, a inflação ganhe suporte acima dos 5%, o que torna o risco de estarmos errados para baixo na inflação diminuto. Como as curvas pré-fixadas estão inclinadas para cima e as inflações implícitas encontram-se em um patamar próximo de 5,5%, consideramos o título público muito atrativo.

No mercado de moedas, reduzimos a venda do euro contra o dólar americano. Na posição vendida no dólar australiano, decidimos trocar a parte do ativo do dólar americano para o dólar canadense. Gostamos da posição vendida no dólar australiano, pois os termos de troca da Austrália pioraram bastante ao longo dos últimos meses e foi iniciado um processo de afrouxamento monetário. Mantivemos nossa posição comprada em yuan contra o dólar americano, pois acreditamos que o ritmo de apreciação da moeda manter-se-á em torno de 5% ao ano.

Nos demais mercados, mantivemos pequenas posições. Alocações aplicadas em juros chilenos de curto prazo, vendidas em chumbo e compradas no CDS da França. Aproveitamos a melhora do mercado ao longo do mês de outubro para montar uma alocação comprada no CDX de empresas europeias. A própria solução proposta (ajuste fiscal e aumento da exigência de capital dos bancos) é recessiva e vai gerar um aperto nas condições de crédito para o setor corporativo.

Em bolsa, adotamos um viés mais negativo, com exposição líquida vendida, além de alocações específicas em alguns papéis, em tamanhos reduzidos.

De forma geral, em termos de risco, nossa maior exposição é a alocação em NTN-B.

Seguimos cautelosos e céticos. A crise chegou a um novo estágio, o político. Quando se atinge esse estágio, a aversão ao risco aumenta. O processo político é complexo e imprevisível. Aumenta a assimetria de informação. O resultado é a diminuição das exposições de risco. Essa crise é longa e exige paciência. Pensamos não estar afastado o risco de problemas mais graves na Europa, e isso nos faz buscar uma postura defensiva, embora tenhamos aumentado a exposição de risco em juros reais no Brasil.