

Caros Investidores,

Por que continuamos céticos com a recuperação dos mercados?

A inacreditável falta de ação dos governos da Zona do Euro fez com que uma crise que estava circunscrita a países como Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha transbordasse, atingindo os países do núcleo da Zona do Euro e delineando uma possível crise bancária de largas proporções. Uma sucessão de eventos, entre os quais a falta de conciliação e coordenação política, declarações dúbias e promessas vazias, desgastaram os mercados, que passaram a duvidar da capacidade dos políticos europeus de resolver a crise. A resolução dos problemas a conta gotas foi, aos poucos, exaurindo a paciência de todos.

De fato, nos últimos três meses, vimos a crise da dívida soberana atingir países importantes como a Itália e a Bélgica, entre outros. Como o gráfico 1 mostra, o CDS de 5 anos da Itália já atingiu 500 pontos base e o da Bélgica se aproxima de 300 pontos base. Tais níveis de *spreads* levaram o ECB a atuar comprando títulos no mercado secundário, com o objetivo de evitar um aumento ainda maior desses *spreads*.

Gráfico 1

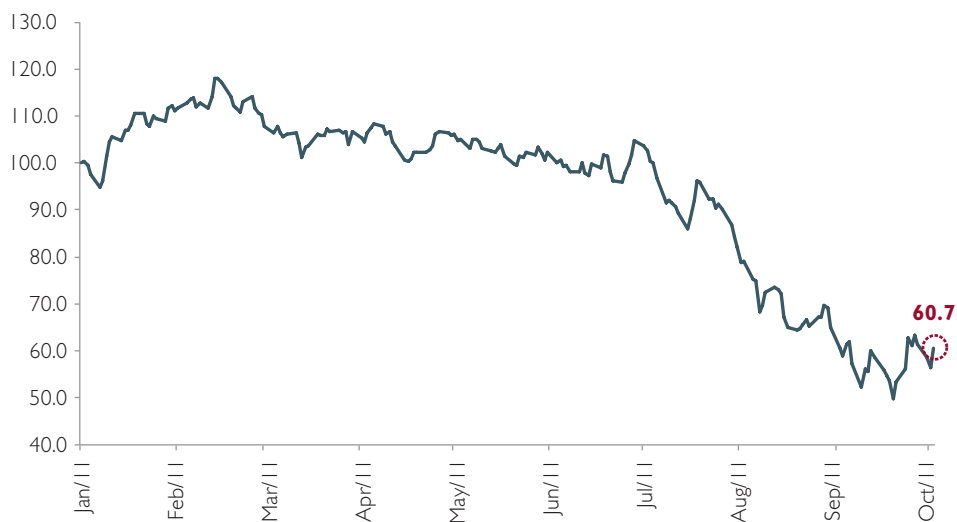
CDS Itália e Bélgica



Esse aumento do estresse no mercado de títulos contaminou o setor bancário da Zona do Euro. O gráfico 2 mostra a evolução dos preços das ações dos dez maiores bancos locais e, na tabela 1, podemos ver como os CDSs desses bancos estão se deteriorando rapidamente.

Gráfico 2

Índice de Preços das Ações dos 10 maiores bancos da Zona do Euro
31/12/2010 = 100



Fonte: Bloomberg, SPX Capital

Tabela I

Bancos	CDS		
	Nível do CDS em 05/10/2011	Nível do CDS em 31/12/2010	Varição no ano
Banco Santander	314	250	64
BNP Paribas	269	113	156
Banco Bilbao Vizcaya	321	269	52
Deutsche Bank	192	105	87
Intesa Sanpaolo	433	154	279
Societe Generale	359	159	200
UniCredit	451	196	255
Erste Group Bank	327	165	163
Commerzbank	243	145	98
Credit Agricole	265	168	97

Fonte: Bloomberg, SPX Capital

Outro indicador que chama atenção é a razão *price/book* dos bancos. Na média, os dez maiores bancos da Zona do Euro estão sendo negociados abaixo de 50% do *book*. Ou seja, o mercado enxerga uma necessidade de injeção substancial de capital nesses bancos. Portanto, no momento em que se discute um salvamento em larga escala de alguns países, emerge

um problema bancário de tamanho desconhecido. O FMI, por exemplo, no último *Global Financial Stability Report*, falou em € 300 bilhões necessários para a recapitalização do sistema bancário europeu.

Hoje não vemos ações concretas por parte das autoridades, enquanto os problemas apenas se ampliam. Talvez a inércia seja explicada pela dificuldade em implementar as soluções, afinal imaginar deliberações que exigem consenso entre 17 países realmente é muito complicado. Seria ingenuidade também achar que desta vez os gestores políticos e econômicos se antecipariam aos fatos e conseguiriam estabilizar os mercados. A história mostra que normalmente governos e Bancos Centrais agem de maneira reativa aos fatos em tempos de crise. Estar à frente da curva, como sugeriu Jean-Claude Trichet, seria ótimo. Mas duvidamos dessa possibilidade. O mais provável é que as autoridades continuem da mesma forma, reagindo na medida em que os problemas aparecem.

A grande dificuldade atualmente é que não há tempo a ser perdido. Quando a crise chega ao setor financeiro, a ação precisa ser imediata. Sinceramente, é possível imaginar de forma clara como está sendo a rotina dos bancos. Certamente estão restritivos na concessão de crédito, tentando vender ativos, atrás de dinheiro para se capitalizar e buscando liquidez desesperadamente. Mas com o mercado avesso ao risco, onde conseguir dinheiro para uma capitalização? Aparentemente, os fundos soberanos asiáticos, os fundos e as famílias dos países árabes, entre outros, aprenderam com a crise de 2008 e estão procurando ficar distantes dos bancos.

O mais provável é que a solução passe pelo uso de recursos públicos, para a ira dos contribuintes, que já estão sofrendo inúmeras restrições por conta da crise da dívida. Mas não há saída, pois a solução que envolve deixar quebrar um grande banco não parece ser uma boa ideia, vide o episódio da *Lehman Brothers*. A estatização de alguns bancos pode ser uma das saídas. Como vimos na crise de 2008/2009, mesmo após o governo americano socorrer os bancos, o aumento do crédito foi tímido e seletivo. Portanto, seria desejável que os governos assumissem a responsabilidade por alguns bancos para que estes voltassem a emprestar e tirassem as economias da péssima dinâmica na qual se encontram.

De qualquer modo, estamos falando de mais problemas e de mais necessidade de dinheiro público envolvido. Somos muito céticos em relação à capacidade financeira de alguns países para lidar com os tamanhos dos seus problemas. Há uma crença no mercado de que países como a França e a Alemanha salvarão o euro a qualquer custo. Não achamos que seja assim. Quando os custos ficarem claros, a cizânia entre os 17 países aumentará e, com ela, uma piora na já caótica coordenação política.

Vemos também um estágio intermediário, que será a ajuda dos países membros do G20 na tentativa de estabilizar os mercados dentro do âmbito dos programas do FMI. Tentativas de usar o *European Financial Stability Facility* para resolver todos os problemas somente mostrarão que "o rei está nu". No final, é pouco dinheiro para muitos problemas, e a necessidade de recursos se mostrará muito superior aos € 440 bilhões que o fundo terá disponíveis quando for completada a rodada atual de aprovações nos Parlamentos da Zona do Euro.

Diante deste cenário, seguimos com a nossa visão negativa em relação aos mercados e acreditamos que estes continuarão avessos ao risco. Estamos aumentando as nossas posições, mas ainda mantemos um nível relativamente baixo de risco para buscar eventuais oportunidades em caso de estresse nos mercados.

Acreditamos que as taxas de juros das economias emergentes como o Brasil, o México e o Chile serão reduzidas e, portanto, temos alocações aplicadas nesses países, sendo o Brasil responsável por 80% da posição total.

Nas moedas, estamos vendidos no euro e na libra esterlina contra o dólar, devido ao afrouxamento monetário iminente na Zona do Euro e agora em curso no Reino Unido. Além disso, montamos uma posição comprada em dólar contra uma cesta de moedas de países exportadores de *commodities*, com o passivo no real e no dólar australiano. Acreditávamos que o cenário de desaceleração global mais intenso não estava precificado. Com a intervenção do Banco Central do Brasil no mercado de câmbio, zeramos a posição vendida no real. Continuamos comprados em *yuan* contra o dólar, pois o ritmo de apreciação deve se manter em torno de 5% ao ano.

As *commodities* tiveram movimentos importantes durante o mês de setembro, com quedas superiores a 10%. A perspectiva de um crescimento global medíocre (entre 3,0% - 3,5% em 2012) mostra um quadro onde existe espaço para quedas adicionais em algumas *commodities*, principalmente naquelas em que o preço atual se encontra bem acima do custo marginal de produção, como é o caso do chumbo e do cobre. Durante o mês de setembro estávamos vendidos em ambas. Hoje, mantemos a alocação vendida no chumbo.

Na bolsa, nos mantemos neutros.

Finalmente, continuamos recomendando muita cautela. Os problemas são graves e profundos. Sempre aparecerão soluções fáceis para problemas difíceis. Desconfiem dessas soluções. Até agora só vimos muitas conversas e encontros com poucos resultados concretos. Os problemas se avolumam e a inércia impera. Achamos que antes de melhorar o mercado vai piorar, embora, como já dissemos em outras ocasiões, em uma crise vão existir dias bons e dias ruins, a diferença é que a quantidade de dias ruins irá superar a de dias bons. Enquanto não for encaminhada uma solução para os bancos, ou enquanto o problema grego não for resolvido, mesmo que seja com o *default*, e enquanto não seja colocado em prática um programa realmente potente e crível de compra de ativos em larga escala, dificilmente o mercado irá melhorar.