

Carta do Gestor

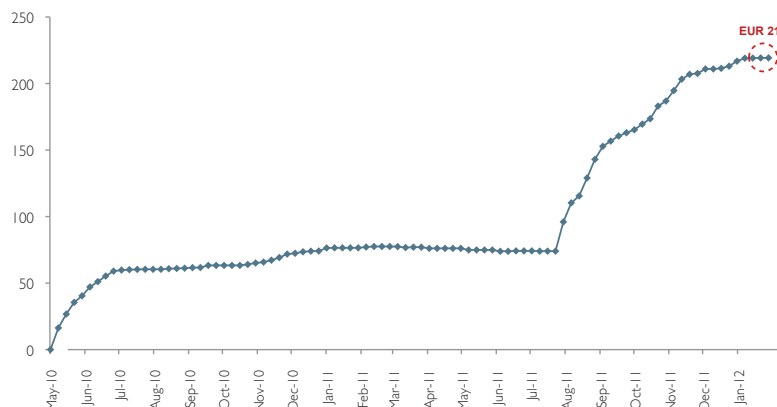
Será que o Círculo Vicioso foi quebrado?

Desde meados do ano passado as tensões nos mercados aumentaram substancialmente em decorrência da crise europeia. A falta de propostas críveis, que colocassem os países com elevados níveis de endividamento em trajetórias sustentáveis, aliada à falta de senso de urgência e de comprometimento dos líderes políticos europeus levaram os mercados a desconfiar dos países com elevado nível de dívida. O risco de crédito desses países subiu e conduziu a uma rápida escalada dos riscos de crédito do setor bancário e do setor corporativo. A elevação dos spreads de crédito, por sua vez, gerou preocupações com os prováveis impactos adversos dessa dinâmica sobre as perspectivas para a expansão do crédito nas economias. Na ocasião, a possibilidade de um *credit crunch*, ou uma forte desaceleração no crescimento do estoque de crédito, engendrou uma sequência de revisões para baixo nas projeções para o crescimento do PIB desses países. Dessa forma, estava criado um círculo vicioso de difícil reversão.

Acompanhamos diversos *Summits*¹ e frequentes encontros entre Angela Merkel e Nicolas Sarkozy, entre diversos eventos políticos, mas nenhum deles trouxe, como conclusão, medidas efetivas. O *European Financial Stability Facility* (EFSF), fundo criado para ajudar países com problemas de solvência e/ou liquidez, nunca teve poder de fogo para convencer os mercados de sua efetividade e, o *European Stability Mechanism* (ESM), fundo que substituirá o EFSF de forma permanente, ainda não está de pé. Na prática, tivemos apenas o Banco Central Europeu comprando títulos soberanos em larga escala, como pode ser visto no gráfico I.

Gráfico I

Compra de Títulos Soberanos pelo Banco Central Europeu em bilhões de euros



Fonte: Banco Central Europeu, SPX Capital.

¹ Reuniões de Chefes de Estado da União Europeia.

O mês de dezembro trouxe novidades, com os resultados da *Long Term Refinancing Operation* (LTRO) executada pelo BCE, que proveu liquidez ao sistema bancário por 3 anos. No início de novembro, o BCE anunciou que estenderia o prazo da linha de liquidez de 1 ano para 3 anos, que esta seria ilimitada, e que as regras que definiam os tipos de ativos aceitos como colateral nas operações dos bancos com o BCE seriam flexibilizadas. O resultado do leilão de liquidez foi um sucesso. O volume não foi tão expressivo quanto poderíamos esperar, mas foi suficiente para mostrar ao mercado que o BCE poderia não ser emprestador de última instância para os governos, mas seria para o setor bancário. Isso foi suficiente para quebrar o círculo vicioso no qual estávamos. Por quê? Porque os bancos estavam pressionados tanto pela escassez de *funding*, quanto pelo processo de desalavancagem dos seus balanços devido às novas exigências de capital por parte da Autoridade Bancária Europeia.

A LTRO atingiu o núcleo desses dois problemas, substituindo o setor privado no *funding* e permitindo que o processo de desalavancagem dos balanços dos bancos pudesse ser feito de maneira mais suave, aliviando de forma significativa o setor corporativo. Sem a pressão iminente que existia no sistema financeiro, o *credit crunch*, a perspectiva de crescimento do PIB na zona do euro melhorou e acabou trazendo desdobramentos positivos para o risco soberano dos países da região. O círculo vicioso tornou-se um círculo virtuoso, em que a redução do risco bancário repercutiu positivamente sobre o risco corporativo, que melhorou o risco soberano. Além disso, há notícias de que os bancos que acessaram os recursos da LTRO compraram títulos soberanos dos países do sul europeu, o que também ajudou na redução do risco soberano desses países, principalmente da Itália e da Espanha, como mostra o gráfico 2.

Gráfico 2

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



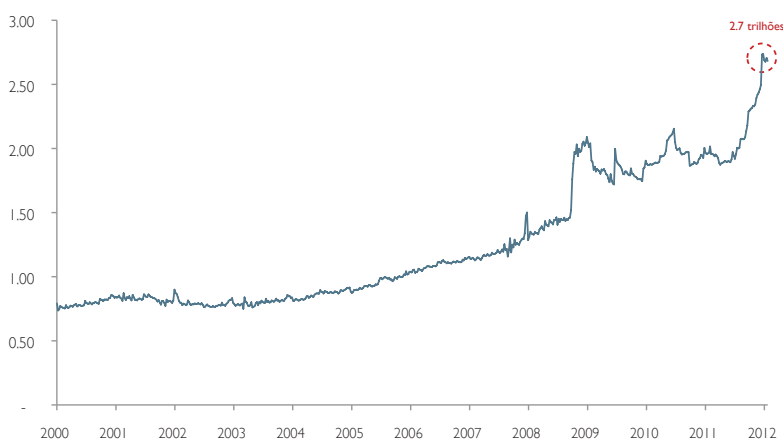
Fonte: Bloomberg, SPX Capital.

Embriaguez Monetária

Com essa nova rodada de provisão ilimitada de liquidez, o BCE se juntou a outros principais Bancos Centrais do mundo, fazendo um afrouxamento monetário bastante similar ao *Quantitative Easing*, no nosso entender. A expansão realizada no balanço do BCE tem sido substancial, sem precedentes históricos (gráfico 3) e, considerando que o próximo leilão de liquidez por 3 anos (que será realizado no final de fevereiro) levará a um novo aumento dos ativos no balanço do BCE, o *Quantitative Easing* europeu poderá superar o afrouxamento realizado pelo Fed.

Gráfico 3

Ativos no Balanço do BCE em trilhões de Euros



Fonte: Banco Central Europeu, SPX Capital.

Os bancos centrais da Suíça, Reino Unido e Japão também estão realizando grandes afrouxamentos monetários, resultando em uma mudança importante na aversão ao risco no mercado. A consequência disto foi que o mercado foi às compras. Os mercados acionários, as *commodities*, além das moedas dos países emergentes tiveram valorizações expressivas durante o mês de janeiro.

O que esperar à frente? Provavelmente o mercado continuará com tom positivo até o próximo leilão. É difícil dizer o quanto do leilão já foi antecipado nos preços dos ativos, mas é provável que o mercado siga positivo até lá. Essa alta foi sustentada pelo que chamamos de embriaguez monetária.

Ressaca Monetária

A grande questão que se coloca é o que acontecerá após o leilão. Como o mercado vai se comportar? Dada a expressiva alta que tivemos nos preços dos ativos e como os problemas dos países desenvolvidos estão longe de estarem resolvidos, além das perspectivas de crescimento fraco para a economia global, acreditamos que será provável uma reversão nos preços dos ativos, em um processo que chamamos de ressaca monetária. Ou seja, após o leilão, pode ser que haja uma realização dos ganhos recentes no mercado, fazendo com que os preços dos ativos percam valor.

Como riscos à frente, podemos ainda citar a continuidade do drama grego, a piora da situação portuguesa, as eleições na França e, avançando mais alguns meses, a própria eleição nos Estados Unidos, que provavelmente será um evento beligerante entre democratas e republicanos, dadas as prévias.

O problema nos Estados Unidos é que, em 2013, temos contratada uma contração fiscal que pode subtrair em torno de 3 pontos do crescimento do PIB e, caso republicanos e democratas não cheguem a um entendimento sobre a extensão dos diversos benefícios, há riscos elevados para a concretização de um cenário positivo para o crescimento da economia americana em 2013.

Esses riscos citados acima farão com que o mercado tenha um comportamento arisco e não defina uma tendência de alta ou de baixa durante o ano.

Impactos no Brasil

Após um ano de ajustes, parece que a economia brasileira se encontra em um ponto mais equilibrado. Depois de atingir 7,3% acumulados em 12 meses, a inflação começou a ceder e agora segue em direção ao centro da meta estabelecida pelo CMN, que é de 4,5%. A atividade econômica também arrefeceu em 2011 e, provavelmente, cresceu um pouco abaixo de 3,0%, após expansão superior a 7,0% em 2010. A expectativa dos agentes é que a inflação se situe perto de 5,5% e o crescimento em torno de 3,5%; isto permitiu ao banco central brasileiro reduzir os juros básicos até 10,5%, sinalizando cortes ainda maiores, até que a marca de um dígito seja atingida.

O real foi impactado de maneira positiva pela melhora dos mercados. O mercado para captações corporativas reabriu no início do ano e houve uma avalanche de emissões no período. Essa melhora no fluxo, aliada a uma recuperação nos preços das *commodities*, fizeram com que o real tivesse uma apreciação expressiva, saindo do patamar próximo a 1,90 e situando-se agora próximo a 1,70. Esta valorização impediu que a recente elevação nos preços das *commodities* se traduzisse em aumento de preços em reais, já que a valorização da moeda mais do que compensou a alta das *commodities*.

Outra discussão importante tem sido sobre os cortes no orçamento do governo que permitam o cumprimento da meta fiscal cheia de 3,1% de superávit primário. Ainda não há consenso sobre o tamanho do corte, mas o discurso sinaliza que o corte terá o tamanho necessário para o cumprimento da meta.

Acreditamos que exista uma boa chance de o ano de 2012 ser favorável para o governo testar um novo *mix* de política econômica, apertando o lado fiscal para poder reduzir mais os juros. Não tentaremos descobrir o nível que será atingido. Monitoraremos tanto a atividade, quanto a inflação para avaliar se o processo poderá ter continuidade ou não. No curto prazo, estamos confiantes de que o processo continuará, já que temos inflação relativamente fraca no primeiro trimestre (projetamos inflação acumulada de 1,45% no período), nível de atividade ainda moderado e preço de *commodities* em reais sem pressões.

Existe a possibilidade de observarmos juros reais e nominais extremamente baixos no Brasil nos próximos meses, sendo, portanto, uma grande oportunidade para alocações aplicadas.

Principais Alocações

- **Juros Brasil: posição aplicada em juros nominais.** Trocamos a alocação aplicada em juro real que mantínhamos por uma alocação aplicada em juro nominal (DI janeiro/14). Acreditamos que as NTN-Bs de 2013 e 2014 serão impactadas negativamente pela inflação mais baixa de 2012.
- **Juros Internacionais: posição tomada em juro nos EUA.** O contexto de surpresas positivas nos dados econômicos nos faz acreditar que a curva americana apresenta assimetria para alocações tomadas.
- **Moedas: posição vendida em euro.** O euro deverá depreciar frente ao dólar como consequência de um desempenho melhor da economia americana, aliado à política monetária expansionista do Banco Central Europeu.
- **Commodities: sem posição direcional relevante no momento.** No mercado de soja, estamos montando uma estratégia na curva futura, comprando contratos curtos e vendendo longos. Entendemos que a USDA e os participantes do mercado subestimam o efeito positivo da queda da produção da América do Sul sobre as exportações americanas. A consequência desse efeito será estoques de soja mais baixos do que o esperado nos EUA.
- **Bolsa: posição vendida em ações do setor elétrico no Brasil.** Acreditamos que o mercado está pagando um prêmio exagerado por empresas defensivas e esperamos que, ao longo de 2012, fique mais evidente a magnitude do impacto adverso do processo de revisão tarifária nas distribuidoras de energia elétrica. Além disso, no fim do mês, zeramos nossa posição em Brasil Brokers.

Atribuição de Performance

O SPX Nimitz rendeu 2,21% em janeiro, ante um CDI de 0,89% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Jan, 2012	2012	12 Meses
Ações	0,06%	0,06%	-0,07%
Commodities	-0,06%	-0,06%	0,09%
Juros Brasil	1,91%	1,91%	1,65%
Juros Internacionais	-0,06%	-0,06%	-2,21%
Moedas e Dívida	-0,22%	-0,22%	2,61%
Taxas e Custos	-0,31%	-0,31%	-2,05%
CDI	0,89%	0,89%	11,63%
Total	2,21%	2,21%	11,64%

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.