



O mês de novembro foi marcado pela deterioração da crise europeia e um movimento global de acomodação monetária para combater as consequências da crise através da redução de taxas de juros e anúncio de pacotes fiscais de estímulo, em um ambiente de elevação do risco sistêmico devido as desconfianças sobre a capacidade financeira dos bancos europeus, prejudicando a performance dos ativos de risco (S&P -0,50%, Ibov -2,51%, CRB -1,90%).

No início do mês a crise europeia se acentuou com o premiê grego George Papandreou declarando a intenção de convocar um referendo sobre as reformas a serem implementadas como parte do socorro a Grécia e a permanência na Zona do Euro, alguns dias após o anúncio do pacote de auxílio ao país e colocando em risco as próximas liberações de recursos. Ao mesmo tempo, o premiê italiano Silvio Berlusconi perde apoio político em seu país e isso fica evidente na aprovação do orçamento sem maioria absoluta no Parlamento. A crise política em ambos os países gerou uma crise de desconfiança e o contágio atinge as maiores economias europeias (Alemanha e França), através de vários rumores de *downgrade* do *rating* francês e chegando até a afetar a demanda por títulos públicos alemães em um leilão. Aprofundando a crise política na Zona do Euro, culminando na renúncia dos primeiros ministros de Grécia e Itália sendo substituídos pelos “tecnocratas” Lucas Papademos (Grécia) e Mario Monti (Itália), que tomaram posse com um discurso de que implementariam as reformas necessárias para conter a crise de endividamento e combate aos problemas estruturais de competitividade de seus países. Enquanto isso, o debate europeu sobre as soluções para a crise ainda se encontra polarizado, por um lado os países periféricos e Itália que demandam uma ação mais incisiva do ECB comprando *bonds* soberanos e a emissão de eurobonds no curto prazo, enquanto Alemanha e França se mostram contra a monetização de dívida pelo ECB e ceticismo em relação à eurobonds, julgando esta opção como uma consequência da futura união fiscal europeia e não como uma solução no curto prazo.

Devido ao cenário recessivo no qual a Europa já se encontra e as projeções de que esta situação se deteriore ainda mais no ano que vem devido aos ajustes fiscais a serem promovidos, o ECB surpreendeu o mercado e cortou os juros em 25bps de 1,50%a.a. para 1,25%a.a..

As dúvidas sobre a saúde financeira dos bancos europeus e o receio de um movimento restritivo no mercado interbancário de crédito como visto em 2008, levou a uma ação coordenada dos bancos centrais dos países desenvolvidos (ECB, FED, BOJ, BOE, SNB e BoC) para reduzir o custo de *funding* em dólar, através do corte de 50bps nas taxas dos *swaps* em dólar entre os bancos centrais, que influenciam as taxas praticadas entre as instituições financeiras e assim garantir liquidez para o sistema financeiro global.

Nos Estados Unidos, os dados econômicos divulgados no mês continuaram a surpreender o mercado positivamente, indicando uma aceleração da atividade neste final de ano para algo entre 2,50%-3,00%. Apesar desta melhora no curto prazo, o cenário de médio prazo para economia americana será fortemente influenciado pelo ajuste fiscal proposto na discussão do *debt-ceiling* deste ano. O dia 23 de novembro era a data limite para que o “*Super Committee*”, um grupo de republicanos e democratas criado em agosto de 2011 para identificar cortes de gastos e aumento de receitas para reduzir o déficit fiscal americano, negociasse um acordo sobre quais setores seriam mais afetados pelo ajuste fiscal. O fracasso das negociações do “*Super Committee*” ativou um mecanismo de corte de gastos automáticos que entra em vigor em janeiro de 2013 no valor de USD 1,2 trilhões nos próximos 10 anos.

Enquanto isso, os indicadores econômicos da China começam a refletir o impacto da desaceleração do crescimento mundial. A divulgação do PMI (*Purchase Manager Index*) demonstrou uma atividade econômica em contração e levou o Banco Central Chinês a reduzir a taxa dos depósitos compulsórios (que estavam no patamar de 21,50%) em 50bps para aliviar as restrições de crédito e incentivar a economia. Tendo em vista que os índices de preços já atingiram o ponto de inflexão (desacelerando para 5,5% de 6,1% no mês anterior), acreditamos que a China mandou um sinal claro que não deixará a atividade econômica desacelerar abaixo de 8% a.a. e o banco central está pronto para adotar mais medidas de relaxamento monetário, incluindo cortes da taxa de juros.

O cenário doméstico foi marcado pela continuidade da desaceleração econômica, notadamente o setor industrial, fazendo com que os agentes reduzissem as projeções de crescimento em 2012 para algo entre 2,5%-3,0%. Visando combater essa conjunção de fatores que levaram a desaceleração da atividade, o Banco Central reduziu o recolhimento de compulsórios (retirou as medidas editadas em dezembro de 2010 para conter a expansão do crédito) e reduziu a taxa Selic em 50bps para 11% a.a. Ao mesmo tempo, o Ministério da Fazenda anunciou um pacote fiscal de estímulo direcionado ao consumo interno, composto por: redução do IOF sobre crédito ao consumo, redução de IPI sobre bens de



consumo e equipamentos da linha branca (fogões, geladeiras e etc) e redução de impostos sobre moradias populares. Além disso, eliminou o IOF sobre investimentos estrangeiros em renda variável para viabilizar e incentivar as captações de empresas brasileiras através da venda de ações.

Entendemos que o atual cenário é bastante desafiador para os países e investidores, entretanto essas incertezas e volatilidade podem se traduzir em excelentes retornos em um horizonte de investimento mais longo, dado que acreditamos que muitos desses riscos já estão precificados nos atuais preços de algumas empresas do nosso portfólio.

Continuamos com nossa estrutura de *hedge* para cenários de ruptura e analisando a relação risco x retorno para os próximos meses. Em uma simples analogia, imagine que você está em um carro em uma estrada de terra, cheia de buracos e repleta de neblina. Certamente você irá andar mais devagar e com cautela, entretanto ao passo que a neblina for se dissipando, você poderá acelerar o carro, mesmo estando em uma estrada ruim e que permanecerá ruim, pois você tem maior visibilidade e consegue enxergar adiante e se antecipar a obstáculos e buracos a frente. Essa analogia reflete a situação dos mercados atualmente, o cenário para a Europa e EUA é ruim e permanecerá ruim por muito tempo (“estrada esburacada”), pois o processo de desalavancagem é doloroso e leva tempo, entretanto conforme a visibilidade aumente em relação aos riscos reais (eliminando a possibilidade de eventos extremos, tais como a saída da Itália da zona do euro ou até mesmo o fim da moeda comum), as oportunidades se tornarão mais claras e permitirá que tomemos decisões de investimento mais concretas.

Continuamos com a opinião de que ao passo que os riscos de ruptura sejam dissipados, os mercados emergentes devem *outperformar* os mercados desenvolvidos, com destaque para o Brasil, que está em um processo de alavancagem da economia resultante de uma política fiscal e monetária mais branda somadas a uma inflação sobre controle em 2012, gerando uma combinação de crescimento com *yield* razoável e que pode levar a um *re-rating* das empresas brasileiras que acabaram sofrendo por demasiado em 2011.