



O mês de setembro foi marcado pelo aprofundamento da crise europeia devido às desconfiças sobre o sistema financeiro europeu e a desaceleração do crescimento mundial, elevando a aversão a risco e gerando uma performance negativa nos ativos de risco.

A crise europeia se acentuou ao longo do mês e se tornou uma crise de confiança no setor bancário europeu, principalmente sobre a sua capacidade de absorver as perdas com títulos soberanos de um eventual *default*, gerando elevados níveis de aversão ao risco. Apesar de todos os países membros da União Europeia manifestarem apoio à moeda comum, ainda falta consenso (político) e soluções viáveis no curto prazo para os países periféricos, tendo em vista que qualquer medida precisa ser aprovada pelo parlamento de cada um dos 17 países (a ampliação do EFSF feita em julho só foi aprovada no parlamento alemão no final de setembro, por exemplo). Essa morosidade para a aprovação de medidas para conter a crise, somada a dados econômicos que indicam uma desaceleração em curso da economia europeia, a dificuldade para implementar os ajustes fiscais (Grécia declarou que não atingirá as metas do FMI em 2011 e 2012), a saída do diretor Jurgen Stark do ECB (ele era diretor do Bundesbank, Banco Central Alemão) por discordar das compras de *bonds* de Espanha e Itália pelo ECB (demonstrando a falta de consenso até mesmo no ECB), elevaram as desconfiças do mercado sobre um possível *default* da Grécia no curto prazo, que poderia gerar um cenário de ruptura e contágio na Europa.

Devido a essa elevação do risco sistêmico, os bancos europeus começaram a enfrentar dificuldade para obter *fundings* em dólar no mercado interbancário, fazendo com que uma crise de confiança se tornasse em uma crise de liquidez. Visando conter esse movimento, o ECB em conjunto com o FED e os bancos centrais do Japão (BOJ), da Inglaterra (BOE) e Suíça (SNB) anunciaram um esforço coletivo para prover liquidez ao sistema através de empréstimos em dólar de 3 meses. Por enquanto, as autoridades europeias estão tomando medidas para conter as conseqüências da crise e tentando comprar tempo, não se antecipando aos acontecimentos. Algumas medidas de curto prazo que vem sendo discutidas recentemente pelo mercado para conter o contágio são: recapitalização dos bancos europeus pelos governos de cada país, ampliação de escopo e montante do EFSF (para algo acima de EUR 1 trilhão) e redução de juros por parte do ECB, no entanto, tais medidas não resolvem as questões estruturais de longo prazo da Europa.

Os dados econômicos americanos continuaram evidenciando uma desaceleração econômica em curso, principalmente os dados de geração de empregos que foram divulgados logo no início do mês e a persistência da taxa de desemprego acima de 9%. Na tentativa de estimular a economia no curto prazo, tendo em vista o pouco espaço para políticas fiscais expansionistas e os limites da atual política monetária, o FED declarou que vê riscos (negativos) para a concretização de suas projeções de crescimento e anunciou na reunião do FOMC deste mês duas medidas: (1) a "Operação Twist" no montante de US\$400bi, uma estratégia que consiste na venda de títulos públicos de prazos mais curtos (até 3 anos) e compra de títulos públicos mais longos (entre 7 e 30 anos) com a intenção de pressionar para baixo as taxas de longo prazo e reduzir o custo de crédito e (2) reinvestimento dos pré-pagamentos de títulos hipotecários de seu balanço em novos títulos hipotecários, também com a intenção de manter os juros de hipotecas em patamares baixos. Estas novas medidas se diferem de todas tomadas anteriormente (*quantitative easing*) por não expandirem o balanço de ativos do FED, não criando pressão de desvalorização do dólar e com isso, em um primeiro momento, não geram uma sustentação ao preço dos ativos de risco.

Com a configuração de um cenário recessivo nas principais economias do mundo desenvolvido, aumentam os questionamentos sobre um possível *hard-landing* da economia chinesa que vem dando continuidade ao seu compromisso com o combate a inflação e gradual apreciação da moeda. Apesar disso, o dado de produção industrial divulgado no fim do mês ainda indicou expansão da atividade manufatureira em ritmo moderado, afastando no curto prazo as preocupações com um cenário de desaceleração mais acentuada.

A conjunção de fatores negativos, notadamente expectativa de recessão, elevação do risco sistêmico e aversão ao risco, medidas do FED que não depreciam a moeda e dúvidas quanto à sustentabilidade do crescimento chinês, fizeram com que o dólar se fortalecesse de maneira generalizada no mundo contra as principais moedas (libra -4,10%, euro -6,80%, dólar australiano -9,80% e franco suíço -12,70%) e este movimento de dólar forte acabou por gerar uma realização no mercado *commodities* também (Petróleo -11%, Ouro -11%, Milho -23%, Trigo -23%, Cobre -25% e Prata -28%).



No cenário doméstico, a economia brasileira demonstra uma moderação de seu crescimento para algo próximo de 3% em 2011 (apesar da taxa de desemprego na mínima histórica de 6%) e podendo sofrer mais revisões para baixo se o contágio externo se acentuar. Tendo em vista este riscos, o Banco Central deu início ao processo do corte de juros em agosto e no mês de setembro ele divulgou o Relatório Trimestral de Inflação na qual expressou preocupação com o cenário externo como fonte de pressões deflacionárias (através de um possível colapso da intermediação financeira, evento de crédito na Europa, canal de comércio e queda de *commodities*), expectativa de um cenário prospectivo benigno para inflação no médio prazo (já deve desacelerar no 4º trimestre de 2011) e ajustes da taxa Selic em passo moderado (sinalizando que não tem intenção de acelerar o ritmo de cortes) é consistente com a convergência da inflação para a meta em 2012.

Dada a tendência de valorização do dólar no mundo devido aos diversos eventos citados anteriormente, esse movimento foi acentuado no Brasil devido às perspectivas de corte de juros (o que reduz a atratividade do *carry trade*) somado as deficiências introduzidas no mercado local através de medidas para conter a queda do câmbio alguns meses atrás (IOF e compulsórios sobre posições vendidas), levaram a cotação do dólar de 1,59 no início do mês até a máxima de 1,95 (+22%), que levou o Banco Central a intervir para conter a depreciação do real através da venda de dólar via derivativos (*swap* cambial). Acreditamos que a manutenção da taxa de câmbio acima de 1,80 deverá favorecer o setor industrial e exportador, compensando parte da queda de preços das *commodities*, e tornar mais atrativo para os investidores estrangeiros os ativos em reais.

Continuamos com uma grande convicção em nossos cases de investimentos; apesar disso, estamos passando por um cenário muito desafiador com riscos de ruptura iminentes. Por esta razão, optamos por implementar nos fundos estratégias de *hedge* (através de *puts* de índice Ibovespa e com custo baixo) para cenários de stress. Apesar de não ser nosso cenário base, já pudemos observar em 2008 quais as conseqüências de uma crise de confiança que gera risco sistêmico e, tendo em vista a morosidade para a tomada de decisões na zona do euro, achamos prudente ter proteção para um cenário mais pessimista.

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 prazo de investimento mais longo, dado que acreditamos que muitos desses riscos já estão precificados nos atuais preços de algumas empresas do nosso portfólio.