

Em dezembro, assim como nos meses anteriores, a crise da Zona do Euro foi o principal fator por trás das maiores oscilações de preços. O mês teve início com um tom mais positivo, com a perspectiva de uma maior integração fiscal da Zona do Euro e, principalmente, de uma maior atuação do ECB, o banco central do bloco, na compra de títulos soberanos. Na reunião do dia 8, no entanto, novas dúvidas surgiram. Por um lado, o ECB ampliou significativamente suas linhas para o setor bancário – através de repos de 3 anos e significativo relaxamento nas exigências de colateral. Por outro, ao contrário das expectativas dos agentes privados, Mario Draghi, o presidente do ECB, foi bastante enfático na afirmação de que não havia planos de uma maior atuação na compra de títulos dos governos. Os dias seguintes mostraram significativa deterioração dos mercados. No entanto, melhores dados econômicos, tanto na Europa quanto nos Estados Unidos, e a percepção de que as novas medidas para o setor bancário diminuam significativamente o risco de uma quebra ou corrida no setor no curto prazo trouxeram de volta um maior ânimo aos mercados, que mostraram recuperação.

Europa: ainda sem solução definitiva, mas diminuiu o risco de uma crise bancária sistêmica no curto prazo

A crise da Zona do Euro ainda não foi resolvida e deve permanecer movendo os mercados por mais tempo, como explicaremos em seguida. Algumas importantes medidas, contudo, foram tomadas no mês que passou.

As medidas mais importantes foram (i) a adoção de dois leilões de linhas, ou repos, para os bancos (Long Term Refinancing Operation, LTRO) com duração de 36 meses e opção de liquidação em um ano e (ii) o relaxamento das exigências de colateral para futuras operações de repo. Estas medidas são relevantes principalmente por diminuírem o risco de uma quebra (ou uma corrida bancária) do sistema financeiro europeu no curto prazo. Além disso, reduzem o risco de vendas de ativos de forma indiscriminada e em larga escala por parte dos bancos.

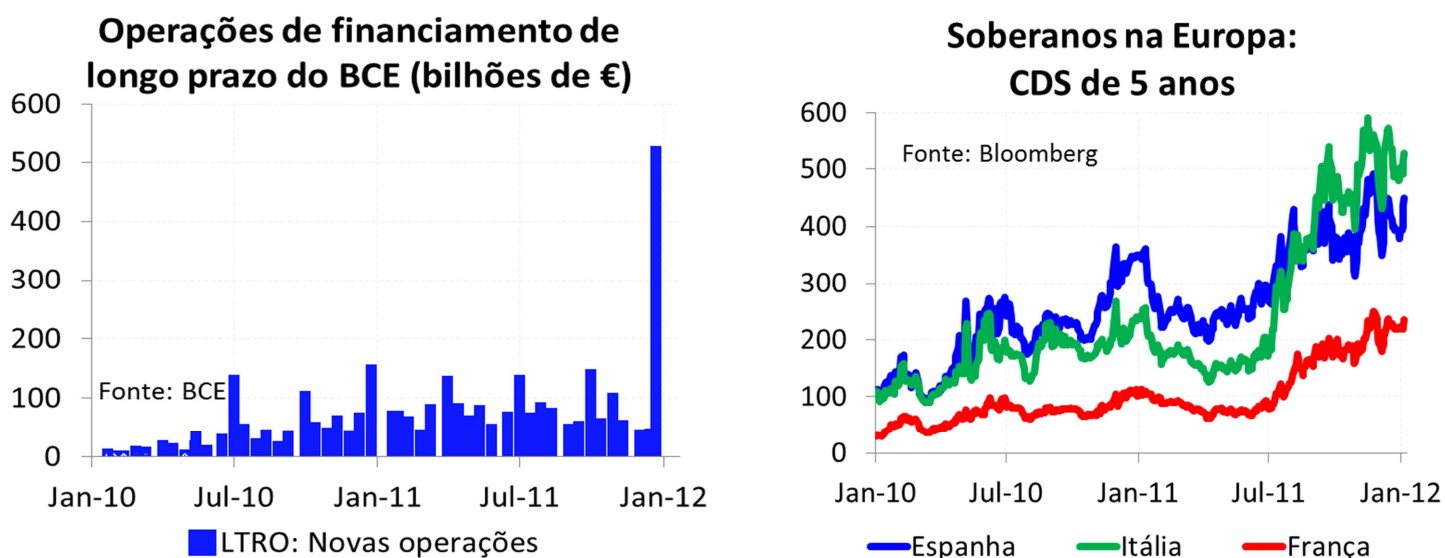
O LTRO é uma forma dos bancos garantirem financiamento de longo prazo para os ativos em seus balanços. Com as operações de repo, os bancos conseguem deixar alguns de seus ativos com melhor classificação de risco – principalmente títulos soberanos – como garantia no banco central e levam caixa a uma taxa de 1% ao ano. O sistema financeiro europeu é muito alavancado e depende muito de captações no atacado (da emissão de títulos). Com a crise instalada na Zona do Euro e com os mercados questionando a saúde dos bancos, o financiamento privado tornou-se escasso. Para agravar a situação, no início de 2012 teremos grande volume de vencimentos tanto de títulos dos bancos quanto de títulos dos governos. Havia o risco, portanto, das instituições financeiras não conseguirem financiar seus ativos, o que poderia levar a vendas indiscriminadas dos mesmos ou à quebra de algumas instituições. As baratas linhas do ECB diminuíram estes riscos.

A situação estava se tornando tão grave que estava faltando colateral adequado para ser ofertado nestas operações. Então, a decisão de relaxar a exigência de colateral também é de muita relevância, aumentando a capacidade dos bancos privados se financiarem no ECB. A disposição de ajudar as instituições financeiras afrouxando as exigências de colateral - o que reflete a situação crítica do setor bancário - fica ainda mais clara quando o Governing Council permitiu que os bancos centrais dos respectivos países aceitassem títulos ainda mais arriscados e não padronizados que os aceitos pelo ECB:

“...national central banks will be allowed, as a temporary solution, to accept as collateral additional performing credit claims (namely bank loans) that satisfy specific eligibility criteria. The responsibility entailed in the acceptance of such credit claims will be borne by the national central bank authorising their use.”

Uma possível interpretação positiva da atuação do banco central vai além da própria diminuição do risco sistêmico vindo dos bancos no curto prazo. Viria do fato do balanço do ECB estar cada vez mais inflado por ativos soberanos e mesmo privados. No final, todos os balanços – do banco central, dos bancos privados e dos governos – estariam andando juntos, o que aumentaria o incentivo para o ECB monetizar as dívidas quando chegassem próximo ao abismo novamente.

Figura 1: O LTRO dá algum alívio aos bancos no curto prazo, mas os títulos soberanos continuam pressionados



A pergunta, então, é porque achamos que o problema ainda não foi resolvido. Diversos são os motivos.

Em primeiro lugar, a desalavancagem dos bancos deve continuar. O risco de vendas indiscriminadas de ativos diminuiu, mas os bancos continuarão reduzindo seus balanços e este ritmo deve ser relativamente forte devido às exigências de capital feitas pelo EBA (European Bank Authority, o órgão regulador da União Europeia). Os bancos têm até meados de 2012 para atingir capitalizações estimadas em EUR 115 bilhões. A alternativa é se desfazerem de uma quantidade de ativos estimada entre EUR 2 e 3 trilhões.

A ideia de “incentivar” os bancos a adquirirem mais títulos soberanos utilizando as baratas linhas do ECB também é passível de diversos questionamentos, embora muitos argumentem que não é tão diferente de uma intervenção direta do ECB nos mercados soberanos. Há alguns riscos. A alocação em mais títulos soberanos por parte dos bancos pode afugentar ainda mais o investidor privado (a saúde de instituições financeiras de diversos países, como as da Itália, está sendo questionada exatamente porque estas têm muita alocação nestes títulos). Provavelmente contribuiria para um crowding out do crédito privado. Também poderia contaminar bancos considerados mais saudáveis.

Como repetido várias vezes, (pelo menos) a Grécia está quebrada. O que vai acontecer quando o país não honrar seus compromissos?

O problema da falta de competitividade de diversos países continua. Muita ênfase está sendo dada ao aperto fiscal e relativamente pouca aos enormes desequilíbrios na conta corrente. Não que reformas não estejam sendo demandadas, mas estas são implementadas em ritmo mais lento que o enorme aperto fiscal e seus benefícios podem demorar a aparecer.

Este enorme aperto fiscal, sem um maior ajuste da taxa de câmbio, tem levado a forte contração da atividade, o que o torna menos eficaz, dificultando uma melhoria mais significativa na trajetória dívida/PIB, além de gerar grande insatisfação social.

Um caso interessante é o da Espanha. Como sabido, o problema original do país não era fiscal, mas sim uma bolha no setor imobiliário e a falta de competitividade refletida no déficit em conta corrente. Mesmo com todos os enormes ajustes que estão sendo feitos no país, devem ficar longe da meta fiscal deste ano de 2011. A meta é de déficit de 6% e o novo primeiro ministro, que acaba de anunciar mais arrocho fiscal, indicou que o déficit deve ficar perto de 8%. Uma das razões para o pior desempenho das contas públicas é a contração da atividade. Mostra a dificuldade de se fazer ajuste fiscal e crescer quando temos câmbio fixo e não há grande acomodação monetária adicional.

Finalmente, a resistência do ECB em comprar mais títulos soberanos diretamente pode manter as taxas destes pressionadas, deixando a trajetória dívida/PIB mais perto da insustentabilidade. Forçar os bancos a comprar títulos do governo poderia amenizar o risco de uma explosão nas taxas soberanas no curto prazo, mas como explicado anteriormente poderia ter vários efeitos indesejados, como a contaminação de bancos bons, a manutenção da escassez de financiamento privado e o crowding out do crédito privado.

Continuamos, portanto, bastante cautelosos com a situação na Europa e acreditando que o Euro deverá se desvalorizar ainda mais.

Estados Unidos: dados continuam vindo melhores que o esperado e o risco de forte aperto fiscal no começo do ano se dissipou

Nos Estados Unidos, os dados continuaram, na média, surpreendendo positivamente e, muito importante, o corte de impostos para a classe média e o programa emergencial de auxílio desemprego foram estendidos. Os republicanos da Câmara acabaram cedendo e aceitaram a proposta de extensão por dois meses dos cortes de impostos. A extensão provisória em ano de eleição torna muito provável que esta será mantida pelo ano inteiro. Um risco relevante para o curto prazo saiu da frente.

Com um aperto fiscal mais suave em 2012, os principais riscos para a economia americana, cuja recuperação ainda é frágil – crescimento moderado dos empregos, desalavancagem ainda em andamento – vêm de fora, com destaque para a crise da Zona do Euro – vide como o spread dos títulos dos bancos americanos oscilou fortemente junto com os dos bancos europeus. Outros possíveis choques seriam um crescimento bem menor da China ou uma elevação acentuada do preço do petróleo.

China: crescimento moderado, menor inflação, ajustes finos na política monetária, mas aperto se mantém no setor imobiliário.

Os dados divulgados ao longo do mês na China apontam para crescimento moderado – para padrões chineses – e inflação cadente. A inflação mais baixa é relevante, pois abre mais espaço para afrouxamento monetário caso necessário. Relevante também foi a realização anual da Central Economic Work Conference, no qual diretrizes são lançadas para o ano seguinte. Os principais pontos não apresentaram grandes surpresas:

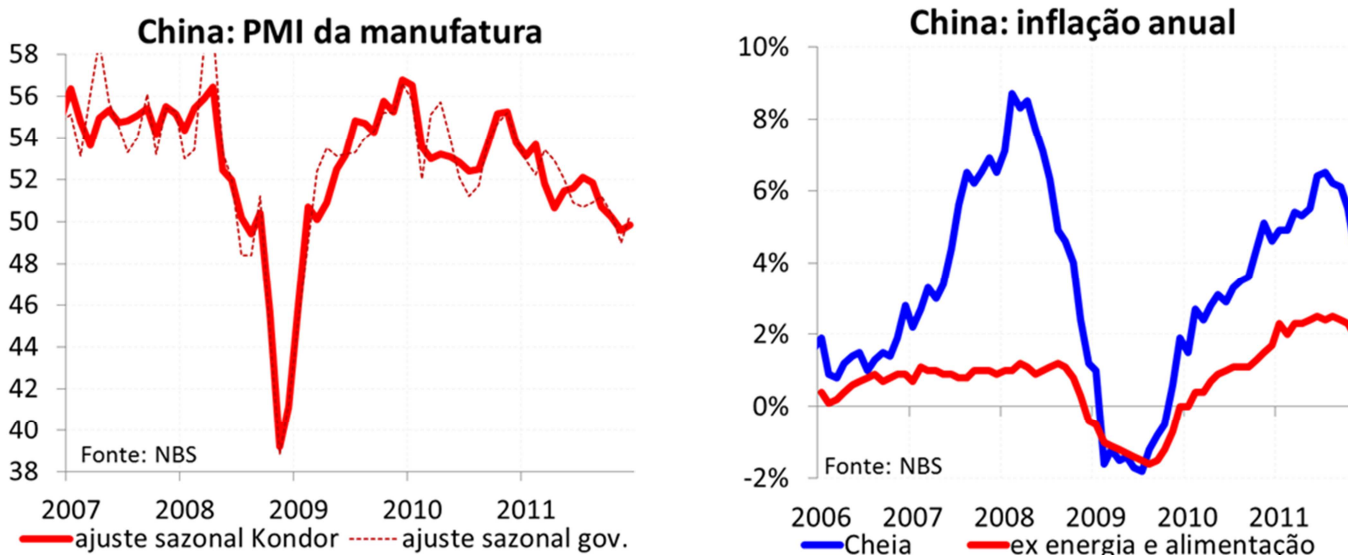
- indicam que devem manter um ajuste fino da política monetária, não vislumbrando um maior afrouxamento;
- devem manter o aperto no setor imobiliário;
- não há maiores mudanças na política cambial;

A China prossegue, portanto, com seu soft landing. Os riscos ainda estão presentes, mas como já comentado em relatórios anteriores, a desaceleração está sendo induzida pelo governo, que tem instrumentos para incentivar a atividade caso seja necessário. O ano é de transição política, o que aumenta o incentivo para se evitar mudanças mais traumáticas no modelo. Um ritmo significativamente menor de crescimento deverá ficar para os anos vindouros.

Olhando para a atividade global, notamos significativa desaceleração no segundo semestre de 2011. A desaceleração da indústria vai do Brasil, passando pela Europa, indo para a Índia e diversas economias abertas da Ásia. Depois de meses com dados mostrando queda e vindo piores que o esperado – com a importante exceção dos Estados Unidos –, os PMIs da manufatura de dezembro mostraram melhora pelo mundo, diminuindo o risco de uma contração global mais acentuada já em andamento.

O acompanhamento dos dados de atividade global tem importância adicional tanto pela indicação do impacto da crise da Zona do Euro e da desaceleração da China, como também, especialmente no caso da Europa, pela sinalização da dificuldade de se colocar as contas fiscais em dia e crescer.

Figura 2: Na China, um pouso suave da economia continua sendo o cenário mais provável, com crescimento moderado da atividade e inflação cadente



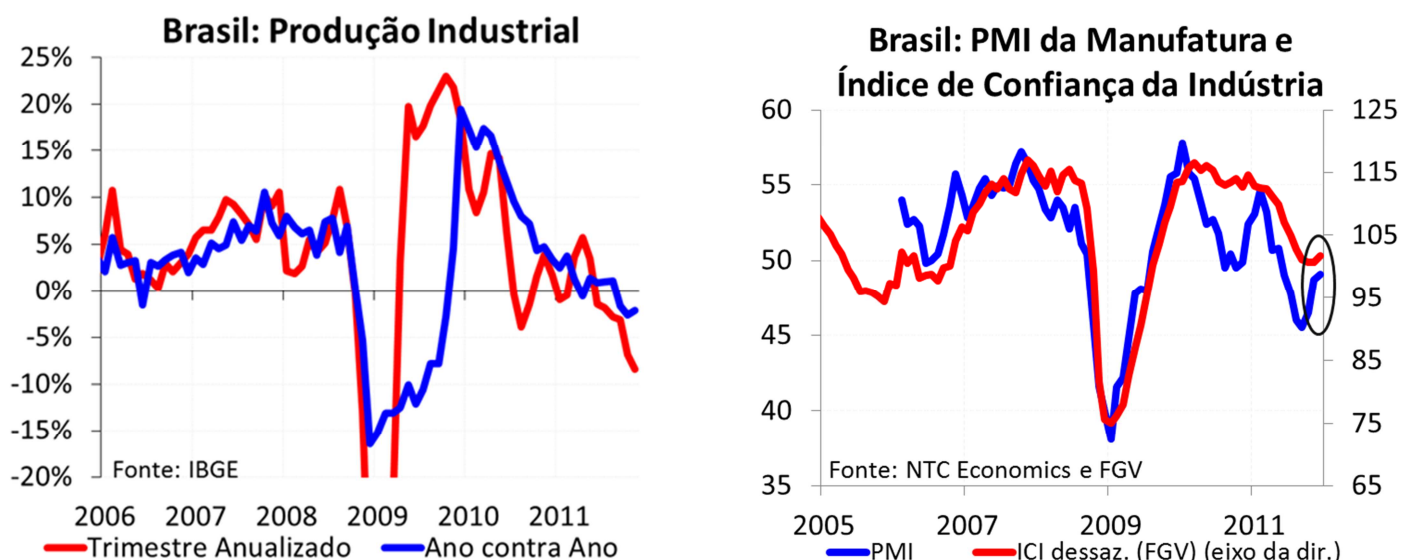
Brasil: dados confirmam significativa desaceleração no segundo semestre, mas alguns sinais mais positivos já aparecem

No Brasil, vários dados confirmaram que a desaceleração da economia persiste no quarto trimestre. Por outro lado, já temos algumas informações que apontam para a estabilização da atividade e que dão suporte ao cenário de recuperação ao longo de 2012.

Dentre os dados que confirmaram que continua em andamento a acomodação da atividade, temos: (i) a divulgação de mais uma produção industrial fraca em outubro; (ii) o indicador de atividade do Banco Central IBC-Br de outubro vindo muito fraco e abaixo do esperado; (iii) a confirmação de um PIB não apenas estagnado no terceiro trimestre, mas apresentando uma inesperada contração da absorção doméstica; (iv) vendas no varejo bastante moderadas, tanto pela divulgação da PMC de outubro quanto pelos comentários de diversos varejistas sobre o quarto trimestre.

Se por um lado estes dados citados pintam um quadro de estagnação da economia, já temos algumas informações que apontam para recuperação à frente. Em primeiro lugar, o PMI calculado pelo HSBC e a Sondagem da Indústria da FGV mostraram em suas últimas divulgações estabilidade ou mesmo recuperação da indústria, justamente o setor mais afetado da economia não apenas pelas piores condições de demanda, mas também pela falta de competitividade e pelo câmbio apreciado. A confiança do consumidor de dezembro também confirmou a recuperação indicada no mês anterior. Muito positivas foram as indicações de que a reversão de parte significativa das medidas macroprudenciais já teve algum efeito no crédito, com crescimento das concessões para autos e crédito pessoal, assim como queda das taxas de juros.

Figura 3: no Brasil, a economia apresenta fraco desempenho neste segundo semestre, mas já aparecem sinais de estabilização/recuperação



Além destas informações mais positivas, olhando para frente temos o aumento do salário mínimo em janeiro, o provável aumento dos investimentos públicos e o impacto das quedas recentes das taxas de juros básicos. Os maiores riscos continuam vindo de fora, principalmente da crise da Zona do Euro e, em menor grau, da China.

A inflação continua bastante pressionada no curto prazo, mas deve ser cadente ao longo de 2012, sendo muito beneficiada por fatores "técnicos", como a mudança de pesos do IPCA, a queda das tarifas de eletricidade e telefonia por motivos regulatórios e a provável estabilidade do preço do álcool anidro.

O Banco Central também parece ter confiança neste cenário, não indicando – segundo o Relatório Trimestral de Inflação e a última ata - maior intensão de acelerar o ciclo de cortes de juros.

Em resumo, nosso cenário principal – rodeado de riscos – continua sendo o de recuperação da atividade ao longo de 2012, com inflação cadente e juros básicos historicamente baixos ao longo de pelo menos boa parte do ano. Riscos de maiores pressões inflacionárias e desequilíbrios no balanço de pagamentos ficam para 2013.

Desempenho do fundo

No mês de dezembro, o fundo Kondor MAX obteve um resultado de +0,90% (aproximadamente 99% do CDI). No mercado de moedas, obteve-se um ganho de +0,33%, com destaque para a posição vendida em EUR/USD e para a posição comprada em CNY/USD. Em juros, houve perda de -0,11%, dividido entre posições aplicadas em juros locais pré-fixados e em posições de inclinação de curva. Em bolsas de valores, perdeu-se -0,06% em posições direcionais vendidas na bolsa brasileira e na bolsa americana (S&P). O caixa do fundo rendeu +0,91% e as despesas custaram -0,17%.

Histórico das Rentabilidades

| | Kondor FIM | Kondor Max | CDI | IFMM | IBOVESPA | Dólar |
|----------------|------------|------------|--------|--------|----------|---------|
| Janeiro | 0.68% | 0.47% | 0.86% | 0.43% | -3.94% | -0.32% |
| Fevereiro | 1.01% | 1.25% | 0.84% | 0.71% | 1.21% | -0.73% |
| Março | 0.94% | 1.14% | 0.92% | 1.23% | 1.79% | -1.96% |
| Abril | 0.71% | 0.72% | 0.84% | 0.81% | -3.58% | -3.74% |
| Maiο | 0.83% | 0.77% | 0.99% | 0.70% | -2.29% | 0.53% |
| Junho | 0.96% | 1.39% | 0.95% | 0.38% | -3.43% | -1.18% |
| Julho | 0.97% | 1.11% | 0.97% | 0.53% | -5.74% | -0.63% |
| Agosto | 1.71% | 2.86% | 1.07% | 1.80% | -3.27% | 2.58% |
| Setembro | 1.24% | 1.93% | 0.94% | 1.41% | -8.18% | 18.40% |
| Outubro | 0.70% | 0.49% | 0.88% | 0.86% | 12.78% | -10.26% |
| Novembro | 0.90% | 1.08% | 0.86% | 0.83% | -3.38% | 6.93% |
| Dezembro | 0.84% | 0.90% | 0.90% | 0.68% | 1.00% | 3.04% |
| 2011 | 12.23% | 15.02% | 11.60% | 11.19% | -17.61% | 12.03% |
| 2010 | 8.94% | 10.36% | 9.75% | 9.24% | 1.04% | -4.23% |
| 2009 | 12.14% | 14.90% | 9.88% | 16.81% | 82.64% | -25.98% |
| 2008 | 12.76% | 14.33% | 12.38% | 5.76% | -41.23% | 32.00% |
| 2007 | 20.64% | 5.97% | 11.81% | 12.54% | 33.73% | -8.66% |
| 2006 | 5.83% | - | 2.48% | 4.22% | 14.96% | 0.19% |
| Desde o Início | 97.38% | 76.71% | | | | |
| Data de Início | 18/10/2006 | 2/8/2007 | | | | |

Atribuição do Resultado

| Estratégia | Kondor MAX Rentabilidade em % |
|-----------------------|----------------------------------|
| Juros Pré | -0.10% |
| Juros Inflação | 0.00% |
| Juros Opções | -0.01% |
| Subtotal | -0.11% |
| Câmbio Médio Prazo | 0.00% |
| Câmbio Curto Prazo | -0.02% |
| Ativos externos | 0.35% |
| Subtotal | 0.33% |
| Bolsa Direcional | -0.09% |
| Bolsa Long & Short | 0.03% |
| Bolsa Arbitragem | 0.00% |
| Subtotal | -0.06% |
| Resultado Bruto | 0.16% |
| Caixa | 0.91% |
| Despesas | -0.17% |
| Resultado Líquido | 0.90% |
| Resultado em % do CDI | 99% |

Atribuição do Resultado

| | KONDOR FIQ FIM | KONDOR MAX FIQ FIM |
|-----------------------------------|-----------------|--------------------|
| Patrimônio Líquido | 95,727,646 | 507,883,910 |
| P.L. Médio (6 Meses) | 105,977,293 | 462,897,830 |
| Retorno Mensal Médio ¹ | 1.09% | 1.05% |
| Desvio Padrão Anualizado | 1.98% | 2.42% |
| Sharpe Anualizado ² | 1.29 | 1.08 |
| Alpha contra IFMM ³ | 2.40% | 2.85% |
| Alpha contra IBOVESPA | 2.50% | 2.68% |
| Pior Mês | -0.55% Ago - 07 | -0.72% out-08 |
| Melhor Mês | 3.65% Dez - 06 | 3.19% dez-08 |
| N.º de Meses Positivos | 97% | 94% |
| N.º de Meses Negativos | 3% | 6% |
| Maior Sequência de Perdas | -1.52% 3 Dias | -2.14% 3 Dias |

¹ Desconsiderada amostra de Out/2006 nos cálculos, por não contemplar um mês completo.

² Taxa livre de Risco utilizada: CDI.

³ Alpha anualizado com:
Beta= 0.44 e R = 0.27 (KONDOR FIM)
Beta= 0.51 e R = 0.28 (KONDOR MAX)

Gestora
Kondor Invest



Custodiante e Administrador
Banco BTG Pactual



Auditoria
Ernst & Young



ANBIMA



DISCLAIMER: Este documento foi produzido com fins meramente informativos. 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 do 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. Não há garantia de que este fundo tenha investido. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, implicando na ocorrência de patrimônio líquido do Fundo e a conseqüente o financeiro no exterior.