

## Nuvens carregadas na Europa

Caros Investidores,

O desempenho espetacular dos mercados no primeiro trimestre do ano não encontra contrapartida, em nossa opinião, nos fundamentos econômicos. O alívio trazido pela enxurrada de liquidez produzida pelos Bancos Centrais parece dar sinais de esgotamento. Os preços dos principais ativos de risco, após terem atingido níveis mais altos no passado recente, começaram a cair.

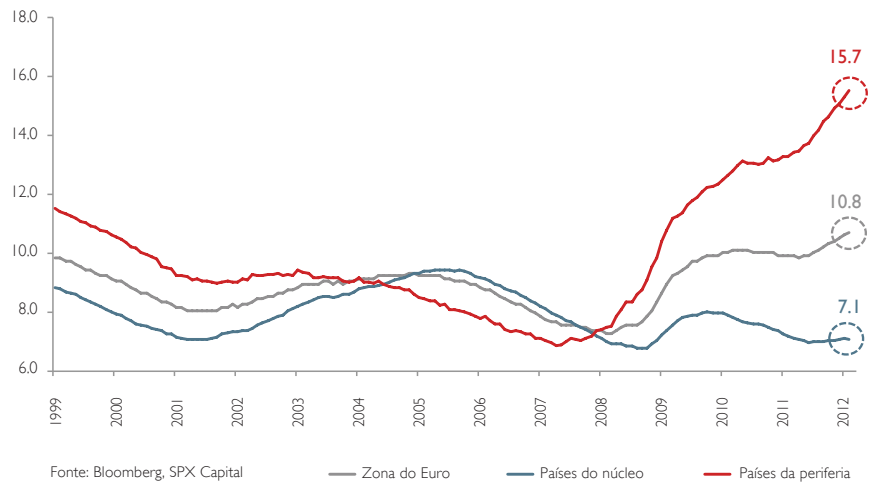
Conforme comentamos exaustivamente em nossas cartas mensais, acreditamos que os problemas na Europa estão longe de uma solução e que a melhora que houve neste trimestre por conta dos leilões de *Long-Term Refinancing Operation* (LTRO), realizados pelo Banco Central Europeu, provavelmente sofrerá uma reversão em breve. Ao observar os rendimentos dos títulos de três anos da Itália e da Espanha (gráfico 1), notamos que estes já voltaram a subir nos últimos dias. O mesmo movimento de piora tem sido verificado nos preços das ações dos principais bancos espanhóis e italianos, ou seja, uma forte queda no mês de março.

Gráfico 1 | Rendimento dos Títulos de 3 anos da Itália e da Espanha (% a.a.)



A grave crise soberana enfrentada pelas economias europeias, principalmente grega, portuguesa, irlandesa, espanhola e italiana, tem exigido pesados ajustes fiscais, o que inevitavelmente deprime o crescimento desses países. A demanda doméstica está sendo negativamente afetada, o que tem se refletido na piora consistente de diversos indicadores, entre eles a elevação constante da taxa de desemprego ao longo do último ano (gráfico 2). Essas evidências alertam para a dificuldade de concretizar ambiciosos ajustes fiscais em um ambiente com condições tão adversas.

Gráfico 2 | Zona do Euro: Taxa de Desemprego (%a.a.)



Essa dificuldade na concretização das metas fiscais estabelecidas certamente ocasionará uma nova rodada de aumento dos *spreads* soberanos, o que poderá levá-las novamente ao círculo vicioso no qual se encontravam no ano passado.

Enquanto isso, a economia americana continua apresentando um desempenho satisfatório, embora o cenário de crescimento permaneça moderado. Já os mercados emergentes, incluindo a economia chinesa, vêm apresentando uma suave desaceleração.

No Brasil, o Banco Central sinalizou que o ciclo de queda da taxa Selic está próximo do fim. Desde agosto de 2011, tivemos alocações dadas em taxas de juros no Brasil, ora em NTNBs, ora em DI pré-fixado. Nossos modelos apontavam para um crescimento fraco da economia brasileira e para inflação compatível com o centro da meta do Banco Central. Nossa estratégia era analisar o cenário e avaliar se seria possível a continuidade do movimento de queda da taxa de juros, e não tentar acertar qual seria o nível mínimo de taxa de juros que poderia ser atingido. Com a sinalização do Copom de que o movimento de queda ocorrerá até a taxa de juros atingir o nível de 9%, entendemos que as alocações perderam sentido neste momento, pois não vemos nenhuma vantagem nos preços que nos faça esperar ganhos relevantes. Diante deste novo cenário, **encerramos nossas alocações em juros no Brasil.**

Seguem nossas principais alocações:

### **Moedas**

Temos posições compradas em dólar americano contra o euro, o dólar australiano e o real. A venda de euro é uma resposta direta do cenário exposto anteriormente. A posição no dólar australiano tem respaldo na desaceleração das economias chinesa e australiana. Em relação ao real, mantivemos nossa posição vendida contra o dólar americano. A posição no real tem apoio nas medidas cambiais instituídas pela Fazenda e nas intervenções realizadas pelo Banco Central do Brasil.

### **Crédito**

A LTRO fez com que o preço dos ativos atingisse níveis que não achamos compatíveis com os fundamentos. Aproveitamos essa oportunidade para montar uma posição comprada no índice de empresas high grade europeias e uma pequena posição comprada no CDS da Espanha. A Espanha vem mostrando bastante dificuldade em cumprir os ajustes fiscais, desviando-se significativamente das metas estabelecidas. Acreditamos que os rendimentos de seus títulos, assim como o CDS, vão voltar a abrir, o que contaminará o preço do crédito para as empresas europeias novamente.

### **Juros Globais**

Continuamos com uma alocação tomada nas taxas de juros de médio prazo nos EUA. As taxas de médio prazo parecem desalinhadas com os dados econômicos recentes. Há um amplo debate sobre a divergência entre o ritmo de criação de empregos e o ritmo de crescimento econômico nos EUA. Se o bom desempenho do mercado de trabalho permanecer, as taxas de juros de médio prazo devem subir.

### **Ações**

Depois da alta espetacular do primeiro trimestre, vemos possibilidade de ganhos com posições vendidas em ações. Julgamos que a alta recente não encontra respaldo no fundamento do crescimento econômico global, tendo inclusive as estimativas de lucros à frente sido revisadas para baixo ao longo desse ano, fazendo com que o mercado passasse por uma expressiva expansão de múltiplos. Além disso, a percepção de que os riscos de cauda foram eliminados fez com que a volatilidade implícita nas opções caísse para níveis que tornaram bastante interessante expor essa visão negativa por meio deste instrumento.

## Commodities

No mercado de *commodities* continuamos com nossas alocações compradas em soja. Dados recentes da USDA confirmaram nosso viés otimista para a *commodity* ao revelarem uma estimativa de área plantada menor nos EUA e uma avaliação menos favorável para a safra da América do Sul, fazendo com que a expectativa de estoques para o final da safra americana ficasse em um nível muito baixo.

## Atribuição de Performance

O SPX Nimitz rendeu 1.31% em março, ante um CDI de 0.81% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Mar/ 2012	2012	12 Meses
Ações	0,03%	0,07%	-0,34%
Commodities	0,21%	0,33%	0,55%
Juros Brasil	-0,16%	3,17%	3,23%
Juros Internacionais	0,32%	0,13%	-1,40%
Moedas e Dívida	0,39%	0,05%	2,59%
Taxas e Custos	-0,29%	-0,97%	-2,21%
CDI	0,81%	2,46%	11,40%
<b>Total</b>	<b>1,31%</b>	<b>5,30%</b>	<b>13,81%</b>

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.