

## Carta do Gestor

### Intervenções vs. Fundamentos Econômicos

#### Caros Investidores,

Nas últimas semanas, vimos o presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi, mudar de postura e sinalizar claramente a disposição em prover mais estímulos à economia europeia. As esperanças de que a autoridade monetária poderá intervir maciçamente, provendo liquidez ao sistema bancário ou comprando bilhões em dívida soberana dos países periféricos, nutriu reações bastante positivas nos mercados. Em contrapartida, continua evidente a deterioração dos fundamentos econômicos da Europa, o que nos impede de acreditar que essas medidas paliativas possam resolver fundamentalmente os problemas. A busca por soluções fáceis surgirá a todo o momento, mas a verdade é que a história do euro passará ainda por muitos capítulos tristes.

O cenário global não tem contribuído com nenhum alívio para as tensões vindas da Europa. O enfraquecimento das economias desenvolvidas continua sendo evidenciado nos dados e ainda não há nenhum sinal de que as economias emergentes possam puxar o processo de retomada da atividade. O principal indicador da indústria global sinaliza que estamos no pior momento dos últimos três anos.

A economia americana claramente perdeu vigor, e a piora da dinâmica tem sido amplamente verificada em diversos setores. O consumo estagnou nos últimos meses, o investimento continua decepcionando as expectativas e o mercado de trabalho enfraqueceu de forma significativa. Nem o Fed, que estava mais otimista no início do ano, tem dúvidas sobre a perda de dinamismo, o que o levou a colocar o dedo novamente no gatilho para liberar mais estímulos. O mercado, como sempre, apreciou as intenções do Fed.

A reação positiva do mercado às palavras do Fed não deveria ser uma surpresa, afinal quando o assunto é Estados Unidos, notamos de forma recorrente a mesma reação: em diversos momentos, o mercado chega a reagir de forma otimista quando dados surpreendem ligeiramente para baixo porque faria aproximar a atuação do Fed, por meio do seu salvador afrouxamento quantitativo, o que afasta prontamente os riscos de cauda.

A novidade recente é que o BCE entrou no jogo. Da mesma maneira, o mercado acredita que, caso as economias deterioresem ainda mais e os *spreads* soberanos na periferia subam, os governos ficariam mais próximos de pedir ajuda aos mecanismos de resgate, o que aproximaria as compras maciças de títulos soberanos pelo BCE, reduzindo momentaneamente o risco de estresse.

Em nossa opinião, o mercado falha em perceber que, por mais que o risco de ruptura imediata diminua, os fundamentos econômicos não sofrem nenhuma alteração. Nesse sentido, não houve nenhum progresso do ponto de vista da recuperação da atividade, e pouco foi feito estruturalmente. Pelo contrário, as economias estão lutando para sobreviver aos ajustes.

Continuamos com nossas alocações pessimistas. Somos extremamente céticos em relação à duração dos efeitos da simples ativação de compras sem a existência de uma instância fiscal mais sólida, que leve a uma melhora da percepção de risco de forma sustentável. O alívio de curto prazo não será suficiente para trazer uma melhora permanente nos *spreads*. Dessa forma, dado o contexto de economia global ainda bastante frágil, não enxergamos espaço para muita euforia.

No Brasil, os indicadores permanecem delineando um cenário de crescimento fraco, ainda que consideremos os estímulos providos pelo governo no período recente. Além da desaceleração já evidente no setor industrial, a piora da confiança do consumidor e do empresário na margem dificulta a crença em uma retomada forte o suficiente para justificar uma reversão das recentes quedas da taxa Selic. Adicionalmente, o ambiente global desfavorável torna ainda mais difícil o caminho da recuperação econômica.

Nesse cenário, o Copom novamente cortou os juros na última reunião, renovando na ata as expectativas de que o processo de redução se mantenha na reunião de agosto. Nossa avaliação é que a curva de juros do Brasil apresenta uma grande assimetria, uma vez que há altas precificadas a partir do início de 2013, o que não nos parece razoável, dado que não estamos vendo sinais de retomada expressiva da atividade econômica local.

Seguem as nossas principais alocações:

### **Juros Brasil**

Na última reunião, o Copom cortou a taxa Selic em 50 pontos-base e indicou que seguirá cortando no mesmo passo, sem sinalizar que está próximo do fim do processo. A curva de juros hoje precifica um corte de 50 pontos-base em agosto e 20 pontos-base em setembro. Além disso, há, na curva, um ciclo de alta que se inicia em março de 2013 e se estende até o final do ano. Nesse cenário global extremamente frágil, acreditamos ser pouco provável que o Banco Central inicie um ciclo de alta de juros no início do ano, uma vez que ainda não temos sinais consistentes de retomada da atividade e a inflação está controlada. Desse modo, aumentamos a nossa alocação no DI jan14.

## Moedas

Continuamos com uma alocação comprada no dólar. Gostamos da compra do dólar, pois, com a atividade global enfraquecendo, a economia americana sofrerá um choque de termos de troca positivo devido à queda dos preços das *commodities*. Além disso, o diferencial de juros entre os Estados Unidos e o resto do mundo continuará a se mover em benefício da moeda americana. Contra essa compra de dólar, temos como passivo o euro e o real. Na nossa visão, a moeda europeia continuará perdendo valor, uma vez que a economia permanece enfraquecendo e dado o afrouxamento que tem sido realizado pelo BCE, que colocou a taxa de juros sobre os depósitos em zero. No real, aumentamos nossa posição vendida ao longo do mês. Além disso, acreditamos que os juros no Brasil vão continuar em trajetória de queda e que os termos de troca prosseguirão em processo de deterioração, uma vez que os preços dos produtos exportados pelo país, como, por exemplo, o minério de ferro, estão em queda.

## Bolsa

Nesse mês, a atividade global continuou desacelerando significativamente, o que fica evidente no PMI Global, que atingiu o menor nível desde 2009. A temporada de resultados nos Estados Unidos deixou algumas mensagens negativas, como o baixo crescimento em relação ao ano anterior e as previsões de lucros à frente das empresas abaixo do consenso. Apesar de os resultados terem sido ligeiramente acima do esperado, ocorreram significativas revisões para baixo nos meses anteriores às divulgações. Além disso, o mês de julho apresentou o maior corte de expectativas de lucro doze meses à frente desde 2009. Mas, ainda assim, o consenso de lucros para o S&P para 2013 está em US\$115, o que parece bastante otimista e deve sofrer um corte de 10%, uma vez que parece difícil haver uma inflexão nessa tendência, dado o cenário de dólar forte, necessidade de maior consolidação fiscal, recessão na Europa e desaceleração nos emergentes.

Dessa forma, continuamos pessimistas, mas resolvemos reduzir substancialmente nossa alocação vendida no S&P no fim do mês, uma vez que o Presidente do BCE sinalizou maior disposição em prover estímulos à economia europeia. Então, por acreditar que uma solução definitiva não será alcançada devido aos fundamentos ainda fracos, vamos esperar um momento melhor para retomar essas alocações. Em relação ao Ibovespa, a *underperformance* até aqui foi primordialmente explicada por fatores micro e, com grande afrouxamento monetário no cenário doméstico, câmbio mais desvalorizado e incentivos setoriais sendo concedidos, preferimos expressar nosso viés macro global em outras alocações. Desse modo, escolhemos no mercado local ações específicas para ficarmos vendidos por julgamento de valor.

### Commodities

Aumentamos a alocação vendida em cobre e encerramos a vendida em petróleo. Nossas avaliações sobre a indústria global e sobre a economia chinesa permanecem negativas, o que sustenta nosso *call* de contínua desaceleração da demanda por cobre. O aumento do risco geopolítico em julho e uma queda inesperada de estoques de petróleo (observada na indústria da OCDE) nos fizeram encerrar a alocação em petróleo.

Adicionamos uma posição comprada em soja. A divulgação da estimativa de produtividade da safra americana feita pela USDA no começo do mês revelou que a produção de soja nos Estados Unidos será menor do que a inicialmente esperada em mais de 10%. Soma-se, ainda, o fato de não haver sinais de fraqueza da demanda após a escalada do preço. Temos, assim, um cenário bastante deficitário para a soja.

### Crédito

Encerramos nossas alocações compradas em proteção no CDS dos soberanos. Acreditamos que esse será o mercado que mais se beneficiará no caso de uma intervenção do Banco Central Europeu. Mantemos a nossa alocação comprada em proteção em empresas *high yield* nos Estados Unidos e na Europa. O nosso cenário de desaceleração global acabará impactando a capacidade de pagamento das empresas.

### Juros Internacionais

Apesar do aumento do risco de intervenções pelos bancos centrais e da consequente diminuição do risco de estresse imediato, a desaceleração global ficou ainda mais pronunciada e continuamos a acreditar que o cenário global permanece desinflacionário. Dessa forma, mantemos a estratégia de aplicar juros em pequenas economias abertas cuja exposição à corrente desaceleração global, aliada à apreciação cambial e desaceleração inflacionária, tornam a perspectiva de reduções futuras na taxa de juros bastante provável.

## Atribuição de Performance

No mês de julho, o SPX Nimitz rendeu 0,11% ante um CDI de 0,68% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Jul/2012	2012	12 Meses
Ações	-0,19%	0,37%	0,20%
Commodities	0,16%	0,61%	0,82%
Juros Brasil	-0,27%	4,21%	4,80%
Juros Internacionais	-0,29%	-1,51%	-1,57%
Moedas e Dívida	0,18%	1,80%	3,16%
Taxas e Custos	-0,17%	-1,81%	-2,36%
CDI	0,68%	5,31%	10,31%
<b>Total</b>	<b>0,11%</b>	<b>8,98%</b>	<b>15,35%</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.