

## Carta do Gestor

### Nossos Problemas cada vez mais Visíveis

Caros Investidores,

Nossa percepção de piora dos fundamentos macroeconômicos já se manifesta nos dados. A inflação continua a surpreender para cima e mostra-se resiliente, com o resultado acumulado em 12 meses permanecendo próximo ao teto da banda do regime de metas de inflação. Os resultados do balanço de pagamentos apontam para um déficit crescente nas transações correntes e as contas fiscais também apresentam visível deterioração.

Ao enfraquecimento dos fundamentos macroeconômicos, soma-se a piora do ambiente institucional. A proposta de emenda constitucional número 33, que permite ao Congresso revisar decisões do Supremo Tribunal Federal (STF), as manobras no Congresso para impedir a candidatura de Marina Silva, entre outras ações, contribuem para reduzir o otimismo que beneficiou o Brasil na última década. Realmente, a economia brasileira experimentou, nesse período, um crescimento mais acelerado, quando comparado à década anterior, motivado pela melhora nos termos de troca; pela política monetária conservadora, que mantinha a inflação próxima à meta; por superávits fiscais compatíveis com a redução da dívida/PIB; e por um ambiente institucional estável. Porém, como já comentamos em cartas anteriores, esses fundamentos têm piorado e poderão piorar ainda mais.

O quadro atual mostra uma inflação persistente e acomodada em torno de 6,5%, déficit nas transações correntes caminhando em direção a 4,0% do PIB, superávit primário efetivo reduzindo-se para 1,0% e projeção para o crescimento da economia em 2,8% em 2013. Diante desse cenário, e tendo em vista o calendário eleitoral de 2014, é provável que a conjuntura ruim de hoje se agrave até o final do próximo ano. Afinal, qual é a real possibilidade de termos um cenário fiscal melhor em 2014?

Com o quadro eleitoral que se forma, com os candidatos Aécio Neves, Marina Silva e Eduardo Campos como oponentes à reeleição da presidente Dilma, é mais provável que o gasto aumente. Adicionalmente, não é provável que o desempenho da economia brasileira justifique um aumento expressivo na arrecadação e esperamos mais desonerações tributárias. Além disto, declarações recentes do governo sugerem que a política de geração de superávits fiscais dependerá da expectativa em relação ao crescimento da economia, e não mais da postura fiscal necessária para gerar uma diminuição na relação dívida/PIB. Portanto, o quadro fiscal é de piora. No campo cambial, vemos um cenário de contínua deterioração do balanço de pagamentos, onde as políticas de estímulo contínuo à demanda ajudam a agravar nossas contas externas.

Essas políticas expansionistas deverão trazer pressões ainda maiores ao cenário de inflação, pois não teremos, em 2014, a ajuda dos preços administrados tal como tivemos

em 2013. O Banco Central, que começou a elevar a taxa de juros, dificilmente fará o suficiente para trazer a inflação para o centro da meta. Como já foi expresso por algumas autoridades brasileiras, o objetivo é que a inflação em 2013 seja menor do que em 2012, mas não necessariamente mira-se o centro da meta. Portanto, no quadro inflacionário, também antevemos mais problemas à frente.

Aliado a esse quadro de deterioração dos fundamentos domésticos, o cenário global permanece cercado por dificuldades. Nosso cenário de crescimento global segue inalterado: continuamos a ver progresso na economia americana e um agravamento das condições macroeconômicas na Europa e na China. A recuperação da economia americana reafirma nossa convicção de que os Estados Unidos se aproximam de uma normalização das condições econômicas, com possíveis impactos nos preços dos ativos. É bem possível que vejamos um fortalecimento do dólar americano e uma elevação dos juros de longo prazo, enquanto o Federal Reserve começa a retirar os estímulos providos à economia nos últimos cinco anos. Essa retirada dos estímulos pode significar uma mudança relevante em termos de política econômica e pode reverter, de forma abrupta, o preço de alguns ativos que tiveram desempenho extremamente positivo nos últimos anos.

Seguem nossas principais alocações.

## Juros Brasil

Na reunião do Copom de abril, o Banco Central elevou a Selic em 25 pontos-base, sendo que dois diretores votaram contra a elevação, surpreendendo o mercado, que na véspera esperava uma alta de 50 pontos-base. Isso indica que o Banco Central acredita que algo precisa ser feito para combater a inflação, porém parece que o passo será mais lento do que o imaginado anteriormente. Além disso, o governo continua dando indicações de que sua política fiscal será expansionista para ajudar a recuperação da atividade, o que tem implicações para o cenário de inflação.

Assim sendo, aumentamos a posição tomada na parte longa da curva, uma vez que a curva precifica aproximadamente um ciclo de 100 pontos-base e uma inclinação baixa para a parte mais longa. Aumentamos também a posição comprada em inflação, já que a inflação ao redor de 5,4% já precifica leituras mais baixas de curto prazo devido à sazonalidade.

## Moedas

No Brasil, aumentamos a posição comprada no dólar americano contra o real. Os fundamentos da economia brasileira estão se deteriorando rapidamente, como podemos ver na piora dos indicadores de transações correntes, inflação e atividade.

Mantivemos a posição vendida no euro contra o dólar americano, diante da divergência entre o desempenho econômico da economia americana e da economia europeia.

Iniciamos uma venda de dólar australiano contra o dólar americano, devido ao cenário de menor crescimento chinês.

## Ações

No mês de abril, o cenário macroeconômico brasileiro continuou em deterioração, principalmente no que se refere à qualidade das políticas macroeconômicas adotadas. O início da temporada de resultados do primeiro trimestre começou surpreendendo positivamente, devido aos resultados da Petrobras e da Vale, enquanto as empresas ligadas à economia doméstica e os bancos desapontaram. A expectativa de inflação alta e a pressão dos custos fazem com que continuemos a acreditar que as mesmas irão decepcionar o mercado nos próximos trimestres.

Ao longo do mês, em função do desempenho de algumas ações, encerramos a posição comprada em empresas internacionais de consumo, trocamos algumas posições vendidas no setor de consumo básico e aumentamos nossa posição comprada no setor petroquímico e de *commodities* e em papeis beneficiados por um real fraco. No lado direcional, estamos com uma alocação neutra, pois apesar do cenário internacional de abundante liquidez, consideramos ruim o cenário macroeconômico brasileiro.

Na parte internacional, o mês foi positivo para as bolsas, com a bolsa americana em alta de 2% e as bolsas europeias em alta de 3%. Apesar de os dados econômicos serem frustrantes, principalmente na Europa e na China, a sinalização dos bancos centrais na direção de estímulos monetários continua a ser o fator preponderante no desempenho dos mercados acionários.

Com 80% das empresas no S&P tendo divulgado seus resultados para o primeiro trimestre, observamos que os lucros surpreenderam positivamente, porém em linha com o padrão histórico, e basicamente porque as estimativas foram reduzidas consideravelmente ao longo do ano. Enquanto isso, a receita das empresas veio abaixo do esperado, em queda de 1,5% em relação ao ano anterior, o que demonstra a dificuldade de crescimento dos lucros. Nesse cenário, estamos pessimistas com o crescimento dos lucros em 2013, devido ao baixo crescimento nominal da atividade global e ao início de um processo de normalização, ou estabilização, das elevadas margens de lucro. Esperamos revisões para baixo ao longo dos próximos meses.

Continuamos com a posição comprada no setor bancário e industrial nos Estados Unidos, e reduzimos a posição vendida no setor de consumo discricionário. Aumentamos, ao longo do mês, a carteira na qual estamos operando mudanças na legislação de impostos para as empresas americanas. Na parte direcional, estamos neutros.

### *Commodities*

Encerramos a alocação vendida em milho. Em primeiro lugar, iniciou-se nos EUA um período em que a chuva e a temperatura são as variáveis principais para a formação dos preços dos grãos. Dada a imprevisibilidade dos fenômenos climáticos, julgamos adequada a redução da posição nesse momento. Em segundo lugar, os preços caíram razoavelmente nos últimos meses. A demanda por milho apresentou alguns sinais positivos, em resposta à queda de preços, o que também é um dos motivos para o encerramento da nossa posição.

Hoje o que temos em carteira são posições relativamente pequenas, entre as quais se destacam quatro. Estamos vendidos em cobre, porque antecipamos que a demanda global continuará fraca, tanto na China como fora da China, e porque a produção das minas de cobre tem apresentado crescimento bastante positivo, puxado pela China e pelo Chile. Estamos vendidos em petróleo, pois nossos modelos projetam para 2013 uma demanda global mais fraca do que a projetada pelos analistas de mercado. Estamos comprados em paládio, porque enxergamos um quadro de déficit, em que a oferta está fraca, puxada negativamente pela África do Sul, e a demanda está boa. Estamos comprados em algodão, pois as importações chinesas estão fortes, e assim deverão continuar, proporcionando queda de estoques fora da China.

### *Crédito*

Mantivemos nossa posição tomada nos juros de 10 anos da França e aplicada nos juros de 10 anos da Alemanha.

### *Juros Internacionais*

Mantivemos nossa posição aplicada em juros no Canadá e tomada em juros nos EUA. A economia canadense deve ter um desempenho relativo mais fraco no curto prazo em função do alto nível de endividamento das famílias e de sinais de investimento excessivo no setor imobiliário.

## Atribuição de Performance

No mês de abril, o SPX Nimitz rendeu -1,45%, ante um CDI de 0,60% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Abr. 2013	2013	12 MESES
Ações	0,24%	1,53%	2,58%
Commodities	0,26%	0,42%	0,12%
Crédito	-0,28%	-0,32%	-0,53%
Juros Brasil	-2,10%	-0,29%	2,30%
Juros Internacionais	-0,01%	-0,03%	-1,40%
Moedas	-0,35%	0,00%	0,44%
Taxas e Custos	0,20%	-0,62%	-2,31%
CDI	0,60%	2,25%	7,41%
<b>Total</b>	<b>-1,45%</b>	<b>2,95%</b>	<b>8,62%</b>

Este material foi preparado em conjunto pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital") e SPX Equities Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Investimentos"), empresas do grupo SPX, e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. O grupo SPX não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a 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. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo, mas não é líquida de impostos. Nos fundos geridos pela SPX a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo.

**Este material não pode ser copiado, reproduzido, publicado ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia autorização, por escrito, do grupo SPX.**

