

Carta do Gestor

Pedir ou não pedir, eis a questão

Caros Investidores,

O mês de outubro foi marcado pelo confronto entre preços mais elevados nos mercados e a dura realidade, continuamente evidenciada nos fracos dados de atividade. Os preços se mantêm artificialmente elevados em função dos estímulos monetários e das promessas de futuras intervenções, enquanto a presença de problemas estruturais complexos em diversos países não permite que as economias retomem de maneira efetiva. Como temos comentado em nossas Cartas, essa dinâmica parecia insustentável, com expectativas cada vez mais infladas, sem respaldo nos fundamentos.

A Espanha é um exemplo emblemático do poder da pura ameaça intervencionista sobre os preços. Há pouco mais de três meses, o Banco Central Europeu (BCE) anunciou sua disposição em conduzir intervenções massivas no mercado de títulos soberanos em países que estão sob programa dos mecanismos de resgate europeus, levando os mercados a antecipar que a autoridade compraria títulos de países da periferia em larga escala. Como a Espanha é a próxima candidata ao pacote de resgate, os *spreads* dos títulos espanhóis fecharam substancialmente em resposta a essas expectativas.

Porém, a Espanha é também um exemplo de como a situação política na Europa está evoluindo de forma caótica e imprevisível. A partir do anúncio do programa de títulos pelo BCE, o mercado tem acordado todos os dias esperando que a Espanha peça um pacote de resgate, e tem se decepcionado dia após dia. A espera tem sido cansativa e exasperante. Sempre há uma desculpa para o adiamento do pedido: primeiro havia a negociação sobre as condicionalidades, depois vieram as eleições na Galícia e no País Basco, logo após surgiram as eleições na Catalunha. E cada novo evento é um motivo para que sejam postergadas as expectativas de que o Primeiro-Ministro Mariano Rajoy peça finalmente o pacote.

Mas a inação de Rajoy revela não apenas uma procrastinação pessoal, como também evidencia o jogo político perigoso no qual os europeus estão embarcando. Como a ameaça de intervenção foi suficiente para que os *spreads* recuassem, para quê pedir um pacote de resgate? Para quê se submeter às condicionalidades dos europeus sedentos por ajustes fiscais? Para quê confessar à população que a Espanha não consegue mais se financiar “confortavelmente” nos mercados, como publicou recentemente o Ministro da Economia espanhol no *Wall Street Journal*?

Rajoy disse claramente que só pedirá o pacote de resgate se os *spreads* “subirem acentuadamente”. É necessário, então, que a melhora nos *spreads*, devido à antecipação do evento pelo mercado, seja revertida para que a expectativa se torne um fato.

Os espanhóis precisam ver um benefício substancial na intervenção do BCE para que se submetam a esse processo extremamente doloroso do ponto de vista social e político. E o impasse permanece.

Outro exemplo de confrontação de expectativas no último mês foram os dados do setor real na economia americana. A reação positiva da bolsa com os estímulos monetários anunciados pelo *Federal Reserve* foi revertida com a dura realidade evidenciada na temporada de resultados das empresas referentes ao terceiro trimestre de 2012. Observaram-se receitas decrescendo em termos nominais, ausência de surpresas positivas relevantes nos lucros – cujas expectativas já tinham sido revisadas para baixo - e empresas sinalizando resultados mais fracos nos trimestres à frente. Soma-se a isso a aproximação de uma grande incerteza no âmbito fiscal que coloca as perspectivas de crescimento à frente em níveis bem baixos. A própria incerteza em relação ao ajuste fiscal, ainda que não se materialize, gera efeitos imediatos na atividade, como a postergação de planos de investimento e de contratação.

A observação dos dados tem mostrado, dessa forma, uma realidade bem menos animadora do que os preços recentemente anteciparam. Neste mês, os mercados começaram a dar sinais de impaciência por conta dessa contínua divergência entre os fatos e as expectativas. E, na nossa visão, essa convergência deveria se dar com expectativas mais baixas.

Seguem as nossas principais alocações:

Juros Brasil

Ao longo do mês de outubro, aumentamos nossa posição aplicada no DI jan17 e passamos a parte aplicada em juros reais para nominais. Como estávamos tomados no DI jan14, ficamos com uma alocação aplicada em juros nominais no termo jan17/jan14. Os dados de atividade divulgados no mês mostram que a retomada está ocorrendo em um ritmo mais lento do que o imaginado. Os dados de inflação vieram um pouco acima das expectativas, porém esperamos uma menor pressão inflacionária à frente, devido à queda dos preços dos alimentos no atacado e à desoneração feita pelo governo, que terá efeito em 2013.

Continuamos acreditando que a inflação não será um problema em 2013. Desse modo, nos parece que a taxa do termo ao redor de 9,00% tem um bom prêmio, uma vez que não esperamos altas da Selic no horizonte relevante. Além disso, uma nova decepção por parte dos dados de atividade pode fazer o Banco Central pensar em fazer um novo ajuste na taxa Selic.

Ações

No mercado local, mantivemos exposição líquida basicamente zerada ao longo do mês. Montamos, no fim do mês, uma posição comprada em Ibovespa contra S&P500, dada a performance relativa entre os mercados e por enxergar um cenário bem mais desafiador para o mercado americano e sinais de melhora da atividade na China, ainda que incipientes. Mantivemos os pares relativos no setor elétrico, comprados em empresas que não foram atingidas diretamente pelos anúncios de renovação das concessões e vendidos naquelas que sofrerão substanciais prejuízos com as novas regras. Encerramos nossa posição vendida no setor de mineração por acreditar que a deterioração do sentimento sobre a atividade na China já passou pelo seu pior momento. Além disso, após a correção que sofreu devido à fraca temporada de resultados do terceiro trimestre e a incertezas quanto ao aperto fiscal em 2013, montamos uma operação comprada em *calls* de S&P500 fora do dinheiro para uma eventual vitória de Romney que, em nossa opinião, seria bastante benéfica para a bolsa.

Dívida

Mantivemos nossa posição tomada nos juros de 10 anos da França contra uma posição aplicada nos juros de 10 anos da Alemanha. Os fundamentos da economia francesa têm se deteriorado de forma mais rápida e a posição fiscal é muito inferior à alemã. Esperamos que a economia francesa entre em recessão nos próximos trimestres, o que afetará ainda mais sua posição fiscal. Além disso, a França tem perdido competitividade, o que é evidenciado pela piora do déficit em transações correntes, sendo o único a apresentar piora entre os principais países da zona do euro.

Moedas

Ao longo do mês de outubro, mantivemos uma pequena posição comprada no dólar americano, mas trocamos parte do passivo alocado em dólar australiano para o euro. A economia chinesa vem dando sinais de estabilidade, o que tem beneficiado a Austrália em função dos fortes elos econômicos entre ambas, enquanto indicadores econômicos na Europa permanecem em trajetória de piora.

Commodities

Encerramos a alocação comprada em soja, uma vez que a produção americana se revelou maior do que a contemplada em nosso cenário, tornando o balanço de oferta e demanda da commodity menos apertado.

Nos demais mercados, iniciamos alocações vendidas em petróleo, níquel, zinco e chumbo. Acreditamos que a demanda por essas commodities continuará frágil no próximo ano, o que contrasta com a recuperação esperada por analistas de mercado. Com isso, nossos balanços de oferta e demanda apontam para superávits em 2013 ainda maiores do que em 2012, o que deverá se traduzir em aumento do acúmulo de estoques e quedas de preços dessas commodities.

Juros Internacionais

Mantivemos a alocação vendida em títulos franceses por perceber potencial de ganho tanto em alguns cenários negativos, devido ao aumento do risco de crédito, como em cenários positivos, devido ao aumento das expectativas de crescimento e inflação.

Atribuição de Performance

No mês de outubro, o SPX Nimitz rendeu 2,11% ante um CDI de 0,61% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Out/2012	2012	12 Meses
Ações	0,44%	0,84%	0,82%
Commodities	-0,20%	0,18%	0,22%
Dívida	-0,05%	-0,19%	-0,04%
Juros Brasil	1,50%	5,83%	5,51%
Juros Internacionais	-0,10%	-1,61%	-1,66%
Moedas	0,06%	1,45%	1,54%
Taxas e Custos	-0,17%	-2,25%	-2,51%
CDI	0,61%	7,25%	9,15%
Total	2,11%	11,52%	13,03%

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.