

Carta do Gestor

Em Compasso de Espera

Caros Investidores,

O mês de setembro será repleto de eventos nos quais importantes decisões políticas e econômicas serão tomadas. Depois de muitos discursos que demonstram a disposição para recuperar a confiança dos mercados, as autoridades terão a oportunidade de transformar suas promessas em ações efetivas.

Após a evidente mudança de postura demonstrada por Mario Draghi no final de julho, quando sinalizou claramente a disposição em prover mais estímulos à economia europeia, o mercado aguarda, ansiosamente, por mais detalhes dos seus planos na próxima reunião. A discussão sobre o corte de juros perdeu espaço diante das elevadas expectativas em torno do novo programa de compra de títulos de dívida soberanos. Os detalhes são ainda desconhecidos, mas a disposição sinalizada pelo presidente do Banco Central Europeu em prover estímulos alimentou as expectativas. O mercado também aguarda a decisão da Corte Constitucional Alemã, no dia 12 de setembro, acerca do debate sobre a constitucionalidade do novo mecanismo de resgate europeu. Resolvidas essas pendências, as atenções voltar-se-ão para o provável pedido de assistência financeira a ser feito pela Espanha e, possivelmente, em seguida, pela Itália, permitindo a ativação dos mecanismos de resgate.

Como se não fosse suficiente toda a incerteza decorrente do tumultuado calendário de eventos europeus, o mercado também aguarda se a decisão do Banco Central americano, o Fed, será a favor de mais afrouxamento monetário ou não. A opção por mais afrouxamento poderá ser tanto via um novo programa de compra de títulos, quanto via uma mudança na estratégia de comunicação, sinalizando, de forma mais agressiva, a disponibilidade em manter a política monetária acomodatória por um período de tempo extremamente longo.

Medidas paliativas não são suficientes para nos tornar otimistas e nos convencer de que o desfecho será positivo. Continuamos a acreditar que a crise europeia será longa e dolorosa, uma vez que o ajuste fiscal e estrutural necessário é sem precedentes históricos, já que os países não podem contar com o câmbio para fazer parte do ajuste, como em crises passadas. O ajuste deverá ser feito integralmente por apertos fiscais, o que gera impactos negativos no crescimento e a necessidade de mais ajustes, formando o círculo vicioso constantemente mencionado em nossas cartas. Entretanto, as autoridades não apenas sabem que esse círculo vicioso existe, como têm visto sinais evidentes dessa dinâmica negativa. Dessa forma, a cada agravamento das tensões que torna o cenário de ruptura mais próximo, vemos as autoridades reforçando a retórica intervencionista.

O mês de setembro trará a oportunidade para que as autoridades convertam a retórica intervencionista em ações que recuperem, pelo menos, parte da confiança dos mercados. Na Zona do Euro, o Banco Central Europeu e as autoridades políticas precisam convencer o público de que o euro ainda tem chances de ser um projeto viável. Nos Estados Unidos, o Fed precisa recuperar a confiança na recuperação da economia americana. Dessa forma, aguardamos, também ansiosamente, por esses eventos cruciais que moldarão o humor dos mercados para dar os próximos passos.

Principais alocações

Moedas

Continuamos com uma posição comprada no dólar americano. Gostamos da compra do dólar, pois, no cenário de enfraquecimento da atividade global, a economia americana sofrerá um choque positivo de termos de troca 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. Nessa alocação, temos como passivo o dólar australiano e, em menor quantidade, o euro. Segundo os nossos modelos, a economia australiana está sofrendo o pior choque de termos de troca das últimas décadas, devido à crescente dependência da economia às *commodities*. No entanto, devido à demanda por ativos “teoricamente seguros” pelos bancos centrais do mundo, o dólar australiano continua em um patamar muito elevado. Em relação ao euro, acreditamos que a moeda continuará a perder valor, pois além do cenário para a atividade ser de um crescimento fraco, a taxa de juros sobre os depósitos está em zero.

Commodities

Continuamos comprados em soja. Diante do clima extremamente seco que permaneceu em agosto, nossa expectativa para a produção americana de soja caiu ainda mais e hoje é cerca de 20% inferior aos primeiros números divulgados em junho. Enquanto isso, a importação chinesa de soja registrou, no mês de julho, o resultado mais alto da história e o consumo americano registrou o melhor resultado em cinco anos. Em suma, números de oferta seguem sendo rebaixados e os de demanda seguem fortes. Estamos comprados.

A novidade na carteira foi a redução que fizemos na alocação de cobre. Apesar de o fundamento macro da economia chinesa continuar negativo para o cobre e o balanço de oferta e demanda ainda apontar grande excesso dessa commodity em 2012, os estoques de cobre que enxergamos não estão subindo. Decidimos, então,

reduzir e esperar por novos dados para termos clareza do quadro de estoques. Se eles começarem a subir, sinalizando que nosso balanço superavitário está correto, voltaremos para a alocação original.

Juros Brasil

Ao longo do mês de agosto, foram divulgados alguns dados de atividade um pouco melhores do que o esperado. Além disso, antes da reunião do Copom, alguns membros do Banco Central concederam declarações otimistas em relação à retomada da atividade econômica, sugerindo que o processo de redução da taxa Selic poderia estar se aproximando do fim. A expectativa de que o Banco Central poderia sinalizar o fim do ciclo de corte no comunicado após a reunião do Copom nos levou a zerar nossa alocação aplicada no DI jan14. O comunicado confirmou as expectativas, dizendo que se houver mais um corte, este será feito com máxima parcimônia. Desse modo, iniciamos uma pequena alocação comprada na taxa do DI jan14, por acreditar que vamos observar alguns dados melhores de atividade no curto prazo, seja por estímulos pontuais, ou por defasagens da política monetária já implementada, o que fará com que o mercado peça mais prêmio para posições aplicadas no DI jan14.

Bolsa

A iminência de novas ações por parte dos Bancos Centrais nos faz aguardar com um posicionamento direcional neutro. Porém, dada a agenda repleta de eventos relevantes nas próximas semanas e os desdobramentos que estes possam causar nos mercados, montamos uma compra de volatilidade de S&P, que atingiu níveis muito baixos durante esse mês. Além disso, nesse cenário de atividade global fraca e de acomodação do crescimento chinês em patamares mais baixos, montamos uma operação vendida em Vale. Após um período de resiliência entre US\$130-140, o preço do minério de ferro vem registrando forte queda nos últimos dois meses, ultrapassando um suposto suporte de US\$120 (dado pelo custo do produtor marginal) e atingindo o preço de US\$90. O movimento foi bastante relevante e parece antecipar um corte na produção de aço, o que, por consequência, levará a um menor consumo de minério. Se a oferta não for cortada e o preço se estabilizar entre US\$90-100, os lucros da Vale serão substancialmente revisados para baixo e, mesmo após essa queda, veremos uma ação negociando a múltiplos elevados em torno de 13 vezes. Destacamos também algumas alocações pontuais que fizemos no setor de construção em algumas empresas que estão mais capitalizadas e com a mudança de gestão oferecem bom potencial de valorização.

Juros Internacionais

Mantemos a estratégia de aplicar juros em pequenas economias abertas cuja exposição à corrente desaceleração global, aliada à apreciação cambial e à desaceleração inflacionária, torna a perspectiva de reduções futuras na taxa de juros bastante provável.

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

Crédito

Encerramos a nossa alocação comprada em proteção nos CDS corporativos. Acreditamos que a posição comprada em proteção perde atratividade com a diminuição dos riscos de cauda pela potencial atuação dos bancos centrais. Montamos, ao longo do mês, uma alocação vendida nos títulos de 10 anos da França contra uma alocação comprada nos títulos de 10 anos da Alemanha. A posição fiscal e a competitividade da economia francesa são muito inferiores às da economia alemã. Além disso, a progressiva deterioração da posição fiscal da França, diante das fracas perspectivas de crescimento, torna a alocação ainda mais atrativa. No entanto, o spread entre as taxas de juros dos títulos de 10 anos desses países se encontra perto do mínimo atingido no último ano.

Atribuição de Performance

No mês de agosto, o SPX Nimitz rendeu 0.61% ante um CDI de 0.69% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Ago/2012	2012	12 Meses
Ações	-0,02%	0,36%	0,40%
Commodities	0,20%	0,81%	0,95%
Juros Brasil	0,11%	4,32%	3,85%
Juros Internacionais	0,08%	-1,43%	-1,55%
Moedas e Dívida	-0,27%	1,52%	2,61%
Taxas e Custos	-0,17%	-2,01%	-2,46%
CDI	0,69%	6,03%	9,89%
Total	0,61%	9,64%	13,69%

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.