

Caros investidores,

As últimas semanas têm sido caracterizadas por uma piora substancial tanto nos mercados quanto nas perspectivas futuras para o crescimento mundial. Divulgações recentes em diversos países confirmaram a desaceleração da atividade global e somaram-se às discussões sobre *debt ceiling* nos EUA e crise de crédito na Europa, levando os mercados para o lado negativo.

Enquanto preparávamos esta carta, mais uma notícia negativa foi divulgada. A agência de classificação de risco S&P reduziu a nota de risco dos EUA. Os efeitos são previsíveis, ou seja, mais piora nos mercados.

Para nós da SPX Capital, o momento para a economia global é bem delicado. O setor privado, principalmente nas economias desenvolvidas, encontra-se reticente em fazer novas contratações e investir. Os governos estão pressionados pelas suas enormes dívidas e sem capacidade de dar suporte a suas economias. Por fim, as economias emergentes, que estavam contribuindo de maneira expressiva, encontram-se lutando contra pressões inflacionárias. Diante desses fatores, estamos mais pessimistas com a perspectiva futura de crescimento da economia global.

Nos mercados, esqueçam os fundamentos por um momento. Não será para isso que os mercados olharão no curto prazo. Quando o regime de volatilidade muda, o tamanho das posições em termos de risco aumenta e os gestores normalmente ajustam suas posições ao novo cenário. Os gestores também correrão para a liquidez, seja porque ativos ilíquidos caem mais do que os líquidos em situações de crise, seja porque anteciparão eventuais saques de dinheiro dos seus fundos. Além disso tudo, ter caixa quando os preços já tiverem atingido níveis extremamente baratos será muito bom.

Nossa postura nos últimos meses foi nessa direção. Reconhecemos a piora no cenário econômico global e nos mercados, reduzindo a exposição ao risco e ficando líquido em caixa. Acreditamos que a "opção pela liquidez" tem e terá muito valor no futuro próximo. Nossa visão atual é de não fazer alocações estruturais, preferindo estratégias pontuais, com viés pessimista. Veremos muita interferência dos governos nos mercados, o que pode mudar os preços dos ativos rapidamente. Por este motivo, alocações estruturais não parecem boas. Posições relativas em crise também não parecem atraentes, pois os ativos podem perder as correlações que estamos acostumados a ver, ou seja, no final você pode estar dobrando o seu risco.

Resumindo, estamos optando pelo simples, fazendo alocações com muita cautela e paciência. Esta crise está apenas no começo e o mercado pode piorar muito antes de melhorar.

Divulgações de destaque

- **ISM do setor manufatureiro americano** caiu de 55,3 para 50,9 em julho.
- **Consumo americano** desacelerou de 2,1% no 1º trimestre para 0,1% no 2º trimestre
- **Produção industrial alemã** recuou 1,1% no mês de junho.
- **PMI do setor manufatureiro da Zona do Euro** caiu de 52,5 para 50,4 em julho.
- **Produção industrial no Brasil** recuou 1,6% no mês de junho.
- **IPCA de julho** registrou 6,87% acumulados em 12 meses.

Cenário macroeconômico

EUA

A divulgação do PIB americano referente ao segundo trimestre evidenciou que a economia americana está mais frágil do que o esperado. O consumo das famílias apresentou forte desaceleração, permanecendo estagnado no trimestre. Parte dessa fraqueza é associada a fatores temporários que começam a se dissipar, como demonstra, por exemplo, a elevação na venda de automóveis. Contudo, apesar dos choques, a recuperação da trajetória de crescimento tem se revelado pouco dinâmica, o que é particularmente preocupante em um momento de instabilidade na confiança e de pouca habilidade do setor público na tarefa de prover mais estímulos à economia.

Europa

O cenário de crescimento na Europa tem se deteriorado progressivamente diante dos planos de ajuste fiscal divulgados pelos governos e da queda da confiança dos agentes econômicos. No último mês foi divulgado mais um plano de ajuda à economia grega, que garante os recursos necessários para seu financiamento por um período de tempo mais prolongado, além do aumento da flexibilidade do Fundo de Estabilização Europeu (EFSF). No entanto, essas medidas acalmaram os ânimos do mercado por pouco tempo. Os *spreads* voltaram a se elevar, enquanto aumenta a dúvida em relação à capacidade dos governos entregarem seus ajustes fiscais. Dessa forma, a queda da confiança observada recentemente delinea um cenário de crescimento fraco nesse trimestre e de muitos desafios à frente.

China

Os resultados do PIB referentes ao segundo trimestre mostraram que a economia permanece crescendo em torno de 9,0% e, apesar do medo de uma desaceleração mais pronunciada devido às medidas de aperto realizadas pelo governo, os investimentos

permaneceram dando suporte à expansão econômica. No entanto, se por um lado os ambiciosos planos de construção de casas populares devem prover estímulo ainda maior no terceiro trimestre, por outro lado é importante avaliar cautelosamente os efeitos que as revisões para baixo no crescimento de diversas economias avançadas podem ter sobre o desempenho chinês. Até o momento, não há evidências mais contundentes de forte desaceleração. No que se refere à política monetária, o governo reiterou recentemente que manterá a política prudente, com foco no combate à inflação, e são necessários claros sinais de arrefecimento nas pressões inflacionárias para que as restrições sejam removidas.

Brasil

Os indicadores de atividade econômica divulgados ao longo do mês trouxeram sinais ainda mais claros de desaceleração, reforçando a confiança na projeção de 3,5% de crescimento para o ano. Os indicadores de consumo apresentam moderação no ritmo de crescimento, que tem sido mais evidente na desaceleração do consumo de bens duráveis, principalmente automóveis. A moderação observada no mercado de crédito, tanto via redução da quantidade disponível quanto via elevação dos juros cobrados nas operações, contribuirá para uma desaceleração adicional do consumo à frente. A produção industrial também confirma a deterioração do cenário para a atividade, tendo apresentado contração no segundo trimestre, como indicado pelos PMIs abaixo de 50. Nesse sentido, os sinais da atividade, aliados a um cenário global menos favorável, apontam para uma perda adicional de força no terceiro trimestre.

Por sua vez, a inflação mensal tem dado sinais de arrefecimento. A divulgação do IPCA de julho confirmou essa tendência. No mês a inflação alcançou 0,16%, situando-se abaixo da média entre 2004 e 2010 de 0,34%. Apesar da inflação acumulada em 12 meses estar elevada, em 6,87%, a tendência é de queda. Projetamos um IPCA de 6,2% para 2011. Nesse sentido, a melhora em relação aos primeiros cinco meses de 2011 é muito clara. De janeiro a maio o IPCA ficou 1,19 p.p acima da média histórica para o mesmo período de 2004 a 2010. De junho a dezembro, caso nossa projeção se confirme, a inflação acumulada no período situaria-se 0,45 p.p abaixo da média. Acreditamos que a presença de riscos elevados para 2012, como o salário mínimo e o impulso fiscal já contratado, está impedindo os agentes de incorporar em suas projeções essa melhora qualitativa. Por outro lado, uma eventual desaceleração mais intensa da atividade global, em um cenário de queda na cotação das commodities, contribuiria positivamente para o balanço de riscos para a inflação em 2012.

Em relação à política monetária, a deterioração do cenário externo aliada à desaceleração da atividade doméstica e ao arrefecimento das pressões inflacionárias têm levado o Banco Central a sinalizar na comunicação oficial que interrompeu o ciclo de elevação dos juros.

Estratégias de investimento

Juros Domésticos

Iniciamos no mês de julho alocações aplicadas na parte intermediária da curva devido a fundamentos domésticos, principalmente a desaceleração observada na economia e o elevado prêmio de alta na curva em função de eventuais desdobramentos da piora do cenário de inflação para 2012. Ao longo do mês aumentamos nossas alocações, principalmente após a divulgação do último *statement*, quando o Copom deu sinais mais evidentes de que poderia interromper o ciclo de alta, sinais que foram confirmados na ata e na comunicação recente do Banco Central.

No início de agosto, o mercado fechou bastante, influenciado pela deterioração do cenário global. Com a desaceleração doméstica e com a piora do cenário externo, o mercado passou para um patamar com baixo prêmio. Desse modo, encerramos nossas alocações aplicadas em juros no Brasil.

Juros Internacionais

A deterioração do cenário de crescimento nas economias avançadas, aliada às piores perspectivas para a resolução da crise da dívida soberana na Europa, tem evidenciado a fragilidade da recuperação das economias e a necessidade de estímulos adicionais, monetários e fiscais. Nesse sentido, o cenário de elevação de juros e consequente aperto da política monetária tem se tornado cada vez menos provável em diversas economias, o que tem causado no mercado um processo de desalavancagem.

Encerramos as alocações tomadas e, no momento, temos uma pequena alocação aplicada em juros no México, cuja economia é bastante dependente da economia americana por ser seu principal destino de exportações, e em um cenário de atividade mais fraca nos Estados Unidos sofre um impacto potencialmente negativo. Desse modo, como as perspectivas de crescimento da economia mexicana pioraram recentemente e o cenário de inflação permanece benigno, o Banco Central teria espaço para possíveis cortes nos juros.

Câmbio

Mantivemos nossa posição comprada em *yuan*, acreditando na manutenção da política atual de apreciação de 5% ao ano. No início do mês tínhamos uma alocação comprada em peso mexicano, que foi finalizada após a deterioração do cenário de recuperação da economia americana, e montamos uma alocação vendida. Além disso montamos posição vendida em euro e comprada em franco suíço.

Com a deterioração da crise soberana europeia montamos posições compradas nos CDS de Itália, Espanha e França, e mantemos hoje posição comprada em CDS da França. A economia francesa tem sofrido bastante com a abertura dos *spreads* e seus fundamentos se deterioraram, devido à elevação da dívida e de sua grande participação nos planos de resgate aos países europeus da periferia.

Commodities

Iniciamos o mês com alocações pequenas e compradas em petróleo, cobre e paládio. Pequenas porque o risco de deterioração da crise de dívida na Europa estava grande e permanece significativo; compradas porque seria necessária uma forte desaceleração da economia global para que o balanço de oferta e demanda de commodities como o petróleo voltasse ao equilíbrio.

Os dados recentes nas principais economias desenvolvidas têm sido suficientemente fracos para causar uma revisão negativa no quadro de crescimento da economia global. O cenário de crescimento de 4% no ano tornou-se menos provável e isso implica uma redução de expectativas para o crescimento da demanda por commodities. Com isso, encerramos nossas alocações em petróleo, cobre e paládio. No momento, estamos sem alocações e atentos para um elemento que pode ser determinante na piora adicional do cenário global: a economia chinesa. Se os dados de produção industrial e de investimento desta economia reverterem sua tendência até agora benigna de crescimento, a demanda chinesa por commodities estará ameaçada e os preços de commodities – sobretudo as metálicas – deverão cair em contrapartida. Contudo, esse ainda não é o nosso cenário base, uma vez que a China não apresentou sinais de contaminação maior desse ambiente externo negativo.

Bolsa

Nas últimas semanas, houve uma drástica mudança no regime de volatilidade das ações. O risco de descontinuidade nos preços aumentou bastante, principalmente em função da elevação dos riscos soberanos na Europa e de dados mais fracos nos Estados Unidos. Nesse sentido, a dispersão em torno das projeções para as empresas aumentou muito, onde verificamos cenários base sendo substituídos por cenários pessimistas, em um ambiente de aumento de aversão ao risco e desalavancagem.

Nesse cenário, reduzimos o tamanho de nossas posições no final do mês, além de reduzir o número de empresas na carteira e pares relativos, tentando concentrar nossas alocações em ativos de maior liquidez, com maior foco nos cases de maior confiança e maior margem de segurança. Além disso, adicionamos alocação vendida em S&P futuro, não apenas como *hedge*, mas também como uma alocação geradora de valor.