

## Carta do Gestor

### O Fed e o Ajuste Brasileiro

Caros Investidores,

No mês de setembro, continuamos a ver sinais que confirmam nosso cenário de médio prazo para a economia brasileira. O modelo econômico no qual o governo se pautou nos últimos anos, baseado no estímulo ao consumo e ao crédito, dá evidências crescentes de desgaste. Além disso, a indústria está patinando, o setor externo está menos favorável e o único suporte ao crescimento tem vindo do setor público. Apesar das turbulências de curto prazo, o cenário internacional deve continuar caracterizado pela redução da liquidez global e dos fluxos de capital para as economias emergentes no médio prazo.

No Brasil, os repetidos erros de política econômica, e suas consequências, são cada vez mais visíveis nos dados. O último resultado fiscal do governo, divulgado no final do mês, foi a representação mais emblemática dessas ações. O resultado primário de agosto foi o pior resultado para o mês da série histórica e a direção que as contas fiscais estão tomando é inequívoca (gráfico 1).

Gráfico 1



Fonte: Banco Central do Brasil, SPX Capital.

A estratégia do governo é prosseguir no aumento de seus gastos e transferências para garantir um crescimento mínimo de 2% num ano eleitoral. Porém, como temos ressaltado em nossas cartas, essa estratégia é arriscada, pois pressiona as contas públicas, prejudica o risco de crédito do país e deteriora, cada vez mais, os fundamentos econômicos. O aumento das taxas de juros de longo prazo já é um reflexo de que os agentes percebem um cenário mais desafiador adiante.

Essa estratégia intervencionista tomou proporções significativas no mercado de câmbio, com um claro objetivo de atenuar os efeitos da depreciação cambial sobre a inflação. O real tem sido um destaque entre as moedas dos países emergentes devido à apreciação recente, em função do grande programa de *swap* anunciado pelo Banco Central. Porém, não houve melhora nos fundamentos, as perspectivas para as contas externas seguem ruins e os fluxos de capitais para as economias emergentes tornaram-se mais escassos. Dessa forma, os ajustes necessários nas transações correntes são postergados e o financiamento desse déficit vem a ser mais um fator de preocupação à frente, diante do cenário de redução de liquidez global e falta de confiança na economia brasileira.

No cenário internacional, a surpresa causada pela estratégia do Fed de não reduzir o ritmo de compra de ativos foi o grande destaque. As batalhas fiscais que estão sendo travadas dentro do Congresso americano claramente causaram preocupações, devido aos possíveis impactos sobre a confiança dos agentes. Além disso, a ausência de sinais mais vigorosos de que a economia esteja ganhando força, exacerbada pelos dados mais fracos de emprego em setembro, foi mais um motivo para a cautela da autoridade monetária.

Nesse cenário, reconhecemos que os eventos recentes podem atrasar os movimentos de mercado que antecipamos para o futuro. O fato de o Fed estar inseguro com a retirada dos estímulos, aliado à recente discussão fiscal nos Estados Unidos e ao programa de venda de derivativos cambiais por parte do Banco Central do Brasil, fez com que o mercado adiasse o ajuste necessário nas nossas contas externas e fosse às compras do real brasileiro. A premissa era que à medida que o déficit em transações correntes piorasse, num ambiente de retirada de estímulos monetários nas economias desenvolvidas, ocorreria um ajuste nas economias emergentes. Porém, os desdobramentos recentes parecem indicar que esses ajustes podem ser adiados até o início do próximo ano. Continuamos acreditando que o próximo ano será extremamente desafiador para a economia brasileira e que as alocações compradas em dólar contra o real brasileiro terão uma boa performance, como tiveram no meio deste ano. No entanto, teremos que acompanhar os desenvolvimentos de curto prazo para calibrar o tamanho de nossas alocações.

Seguem nossas alocações.

## Juros Brasil

Mantemos nossa visão de médio prazo para os fundamentos do Brasil. Contudo, a apreciação do real no mês, e os números de inflação mais comportados no curto prazo, pode fazer o Banco Central subir menos a Selic nas próximas reuniões. Como a parte curta da curva tem muitas altas precificadas, optamos por transformar a posição tomada em taxas nominais em uma inclinação, de maneira que ficamos dados no curto prazo e tomados no longo prazo.

O nível de inflação embutida nos papéis está num patamar alto e, caso continue aumentando, o pré deveria ter uma reação mais forte, sendo, assim, uma alocação melhor. Dessa forma, reduzimos a alocação em inflação.

## Moedas

No Brasil, aumentamos a posição comprada no dólar americano contra o real.

No mercado internacional, estamos comprados no dólar americano contra o dólar australiano e o dólar canadense. Acreditamos que o diferencial de crescimento à frente dos Estados Unidos em relação a essas economias continuará movendo-se na direção de fortalecer o dólar americano.

## Ações

Em setembro, as bolsas globais tiveram forte recuperação, com destaque para as bolsas emergentes e japonesa, impulsionadas por dados positivos e pela decisão do Fed em manter inalterado o ritmo de compras de ativos. Ao se aproximar do final do mês, o tema dominante foi a discussão política e fiscal nos Estados Unidos, que claramente impactou negativamente a performance da bolsa americana e será fator determinante para o desempenho das bolsas no curto prazo.

Na bolsa americana, mantivemos nossas alocações setoriais inalteradas, com posições compradas no setor industrial e no setor bancário e posições vendidas no setor de varejo e consumo discricionário. No setor industrial, as empresas mostraram fortes sinais de expansão, inclusive na divulgação das últimas pesquisas de atividade do setor. No setor bancário, é importante destacar que o fechamento das taxas longas após a decisão do Fed, alguma revisão negativa nos lucros para o terceiro trimestre, e o aumento do barulho regulatório impactaram negativamente os bancos americanos. Acreditamos, porém, que esses fatores sejam transitórios e seguimos otimistas com o setor no processo de normalização de lucros. No setor de consumo discricionário, apesar da baixa recente da gasolina, os dados têm demonstrado alguma desaceleração e não descartamos algum efeito na confiança devido à discussão política nos EUA.

A bolsa brasileira, assim como outras bolsas de mercados emergentes, se beneficiou com a decisão do Fed, tendo sido relevante o fluxo de entrada de capital estrangeiro ao longo do mês. Porém, mesmo considerando uma perspectiva de liquidez global ainda favorável no curto prazo, não acreditamos que isso seja suficiente para alterar ou compensar o cenário macro desafiador que enxergamos para o Brasil: alta intervenção governamental (principalmente com a proximidade de eleições), baixo crescimento, aperto da política monetária no curto prazo, juros reais de longo prazo em alta e decepção nas projeções de lucros. Durante o mês, encerramos algumas alocações vendidas no setor elétrico e diminuimos uma posição comprada no setor financeiro. Além disso, montamos uma posição relativa comprada em bolsas globais e vendida em mineração no Brasil.

No direcional, mantivemos exposição neutra.

### *Commodities*

Seguimos com alocações vendidas em cobre e compradas em paládio. Do ponto de vista macro, o comportamento recente da indústria global não nos sugere, isoladamente, pressão positiva ou negativa sobre preços de *commodities*. O PMI industrial global tem subido moderadamente e encontra-se próximo à sua média histórica. Do ponto de vista micro, continuamos enxergando um quadro de excesso no caso do cobre, em que o desempenho da demanda não parece capaz de superar o forte crescimento da oferta. Já para o paládio, acreditamos em um déficit estrutural, não antecipando razões para a sua reversão nos próximos anos.

Nas *commodities* agrícolas e energéticas, não temos posição direcional relevante no momento.

### *Crédito*

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

### *Juros Internacionais*

Encerramos nossas alocações tomadas nos Estados Unidos no início do mês de setembro. Apesar das perspectivas favoráveis para a economia americana, a reunião do Fed apresentava-se com riscos assimétricos, em função da expectativa da redução do ritmo de compra de ativos pela autoridade monetária já estar bastante precificada. Após a reprecificação da curva de juros, devido aos desdobramentos políticos e macroeconômicos recentes, iniciamos uma nova alocação tomada na curva americana.

## Atribuição de Performance

No mês de setembro, o SPX Nimitz rendeu -2,09%, ante um CDI de 0,70% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Set. 2013	2013	12 MESES
Ações	-0,38%	3,28%	3,97%
Commodities	0,03%	0,41%	0,15%
Crédito	-0,03%	-0,31%	-0,54%
Juros Brasil	-1,38%	2,77%	4,29%
Juros Internacionais	0,06%	0,58%	0,02%
Moedas	-1,28%	2,73%	2,55%
Taxas e Custos	0,18%	-2,73%	-3,09%
CDI	0,70%	5,64%	7,41%
<b>Total</b>	<b>-2,09%</b>	<b>12,38%</b>	<b>14,76%</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.**

