

Carta do Gestor

O Frágil Cenário de Curto Prazo

Caros Investidores,

Nos últimos anos, as inconsistências da política econômica fragilizaram a economia brasileira, tornando-a mais dependente do cenário externo. Os desequilíbrios acumulados no balanço de pagamentos tornaram o Brasil muito vulnerável às flutuações de liquidez global. Nesse sentido, o ambiente de liquidez farta dos últimos anos, aliado à expansão da economia chinesa, compradora maciça de *commodities*, favoreceu o Brasil e permitiu que o governo adiasse os ajustes necessários, aprofundando os desequilíbrios existentes sem que ficassem aparentes custos substanciais. Entretanto, num momento em que o cenário global está cada vez mais incerto, contar com a sorte é uma estratégia extremamente arriscada.

Particularmente nos últimos dois meses, o Brasil teve um grande alívio das pressões externas, devido à melhora da atividade na economia chinesa e, principalmente, devido à decisão do Fed de não iniciar a redução do ritmo de compra de ativos. Os últimos dados divulgados na economia americana mostraram que a atividade perdeu força no período recente, o que é visível na desaceleração do mercado imobiliário, na falta de impulso no investimento e nos dados mais moderados do mercado de trabalho. Essa dinâmica mais fraca, aliada à crise política em Washington e ao possível impacto dessa crise na confiança dos agentes, mostrou que o Fed tinha razão em se preocupar com o cenário prospectivo para a atividade e com a materialização de riscos para o cenário.

Porém, o cenário para a economia americana continua sendo o de melhora gradual ao longo do próximo ano. A discussão de retirada dos estímulos, dessa forma, irá continuar. O debate será em torno de quando o Fed iniciará a redução do ritmo de compra de ativos, o que mantém o cenário para a liquidez global à frente desafiador para as economias emergentes. Assim, o alívio que o Brasil teve no período recente e o fluxo temporário de liquidez, que reduziu as pressões de desvalorização do real, têm prazo para acabar.

Enquanto o cenário externo provê um alívio temporário para o Brasil, as fragilidades internas estão cada vez mais evidentes. O excesso de intervenções e a política econômica errática são os pontos centrais para a piora dos fundamentos da economia brasileira, gerando incerteza e consequências inesperadas. Um exemplo emblemático é a política de reajuste da gasolina: para ajudar no controle da inflação, o governo interrompeu o ajuste de preços e criou um problema de fluxo de caixa para a Petrobrás. Essa política, entretanto, não é sustentável, uma vez que se tenta criar uma regra de reajuste.

A política de controlar a inflação via reajustes mínimos dos preços administrados não é sustentável no médio prazo. Os agentes percebem que há inflação represada e que, em algum momento, os preços serão reajustados, o que se reflete no aumento das expectativas de inflação. Do mesmo modo, as intervenções pesadas do Banco Central no mercado de câmbio, que visam a minimizar os efeitos do câmbio na inflação, evitam uma desvalorização necessária para o ajuste das contas externas brasileiras.

Como comentamos na última carta, o desempenho fiscal brasileiro tem sido o maior e mais grave equívoco da política econômica. O resultado fiscal do mês de outubro foi mais uma surpresa muito negativa, e a trajetória do déficit da previdência é preocupante. A piora acelerada nas contas públicas trouxe para o curto prazo um problema que parecia ser de médio/longo prazo. Caso o superávit primário permaneça no patamar atual, a dívida pública vai entrar em trajetória crescente já nos próximos trimestres, algo que já teria acontecido sem a ajuda de receitas atípicas e da depreciação recente do câmbio. Além disso, o crédito subsidiado dos bancos públicos tem um custo elevado e é mais um fator agravante para a sustentabilidade da dívida.

Até o momento não vimos evidências significativas de que o governo esteja comprometido a realizar os ajustes necessários para melhorar os fundamentos da economia brasileira. No próximo ano, com as eleições, o cenário torna-se ainda mais desafiador, e o alívio temporário no cenário externo pode se reverter. No curto prazo, continuamos acompanhando cuidadosamente os rumos da política monetária americana e as intervenções do Banco Central do Brasil no mercado de câmbio, para calibrar o tamanho de nossas alocações. Porém, o cenário à frente nos parece o mesmo, sendo caracterizado por mais inflação, taxas de juros mais elevadas, menos liquidez global e mais depreciação cambial.

Seguem nossas alocações.

Juros Brasil

Ao longo do mês, reduzimos nossa alocação na inclinação, uma vez que o Banco Central tem dado sinais mais duros com relação à política monetária, não indicando até onde deve subir a taxa Selic. Além disso, a parte tomada da inclinação esta sendo muito influenciada pelo vetor externo, já que os juros globais fecharam ao longo do mês com o debate sobre a postergação da retirada de estímulos monetários na economia americana.

Mantivemos a alocação na inflação, uma vez que os fundamentos do Brasil continuam se deteriorando, com destaque para a política fiscal. Acreditamos que, mesmo que o Banco Central continue elevando um pouco mais a taxa Selic, não será suficiente para compensar o efeito da deterioração fiscal na inflação.

Moedas

Diminuímos nossa exposição comprada no dólar americano globalmente. A maior alocação é a posição vendida no real.

Ações

A bolsa brasileira, assim como outras bolsas de mercados emergentes, continuou se beneficiando do cenário de curto prazo ao longo do mês de outubro. No entanto, não houve mudança no cenário para a economia brasileira: alta intervenção governamental, juros nominais e reais em elevação e decepção nas projeções de crescimento e lucros das empresas. Durante o mês, encerramos nossa posição comprada em bolsas globais e vendida em mineração no Brasil. No direcional, mantivemos posição neutra.

Nos mercados internacionais, as bolsas globais seguiram em forte alta, com as bolsas de países desenvolvidos subindo 4% e as de países emergentes 5%, com exceção da bolsa japonesa, que apresentou queda de 1%. Enquanto a economia americana apresentou uma desaceleração na margem, Europa e China seguiram surpreendendo positivamente. Com a divulgação dos resultados do terceiro trimestre das empresas americanas, notamos que, enquanto lucros ainda apresentam crescimento moderado, diferentemente dos últimos trimestres, estes não foram concentrados no setor financeiro, e a receita voltou a apresentar crescimento em relação ao ano anterior.

Seguimos com posição comprada no setor industrial americano, que surpreendeu positivamente na divulgação do lucro do terceiro trimestre, entregando forte crescimento e, mais importante, indicando expansão para os próximos trimestres, o que ainda nos faz acreditar numa aceleração do investimento nos Estados Unidos, apesar dos dados econômicos terem decepcionados no curto prazo.

Já o setor bancário, apesar de ter reportado resultados em linha com as expectativas, foi negativamente impactado, principalmente na parte de regulação, mas o seu *valuation* atrativo nos mantém otimistas com o setor.

Commodities

Continuamos comprados em paládio. Temos observado vendas de veículos robustas na China e produção de paládio relativamente estável na África do Sul e na Rússia, o que tem tornado o balanço de oferta e demanda mais apertado, elevando os preços da *commodity*. Não vemos razões para a reversão desse cenário.

Continuamos vendidos em cobre. Projetamos um quadro de excesso do metal no ano que vem, o que deverá ser corroborado por uma elevação dos estoques globais nos próximos meses.

Adicionamos uma estratégia comprada em platina e vendida em ouro. Avaliamos que tal alocação vai se beneficiar do processo de normalização das taxas reais de juros nos EUA, o que julgamos ser mais negativo para preços de ouro do que para preços de platina. Outro fator positivo para a posição é o déficit atual no balanço de oferta e demanda da platina, fruto, sobretudo, do desempenho ruim da produção do metal na África do Sul.

Crédito

Encerramos nossa alocação tomada nos juros de dez anos da França e aplicada nos juros de dez anos da Alemanha.

Juros Internacionais

Encerramos nossa alocação tomada nos Estados Unidos no início do mês de outubro, devido aos dados econômicos evidenciarem uma perda de força da atividade. Porém, continuamos atentos a possíveis sinais de melhora da economia americana para retomar nossas posições.

Atribuição de Performance

No mês de outubro, o SPX Nimitz rendeu -1,52%, ante um CDI de 0,80% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Out. 2013	2013	12 MESES
Ações	-0,50%	2,76%	2,99%
Commodities	0,16%	0,57%	0,51%
Crédito	-0,06%	-0,37%	-0,55%
Juros Brasil	-1,22%	1,51%	1,49%
Juros Internacionais	-0,33%	0,25%	-0,21%
Moedas	-0,20%	2,53%	2,27%
Taxas e Custos	-0,17%	-3,07%	-3,44%
CDI	0,80%	6,49%	7,61%
Total	-1,52%	10,67%	10,67%

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.

