

Carta do Gestor

A Fraqueza do Brasil no Complexo Contexto Global

Caros Investidores,

Nas nossas últimas cartas, temos reforçado de forma expressiva a piora dos fundamentos do Brasil e a difícil chance de reversão dessa tendência no próximo ano. E quando avaliado sob uma perspectiva mais ampla, particularmente no atual cenário para as economias emergentes, o Brasil se encontra em posição particularmente frágil, o que exige ainda mais cautela à frente. Não apenas o contexto doméstico é desfavorável para a correção dos desajustes atuais da economia brasileira, como o quadro internacional é complexo e incerto.

Nos últimos meses, houve uma notável mudança no sentimento dos investidores em relação aos mercados emergentes, visível na queda dos preços dos ativos e no aumento da volatilidade dos mercados. As moedas se enfraqueceram, as taxas de juros longas domésticas aumentaram e os fluxos de capitais externos foram reduzidos. O gatilho para essa mudança no sentimento foi a percepção de que o Fed vai começar o processo de redução dos estímulos monetários, que caracterizaram os anos recentes de farta liquidez.

Os últimos dados mostram que a economia americana está lentamente se recuperando e que a mudança de postura do Fed é justificada. Porém, o processo completo de saída dessa estratégia extremamente expansionista de política monetária ainda é largamente desconhecido. Não há precedentes, não podemos tirar lições do passado. O caso mais próximo do que estamos vivendo não provê nenhum conforto: em 1994, quando o Fed reverteu a política monetária frouxa dos anos anteriores, observou-se uma forte queda nos fluxos de capital para as economias emergentes. Desse modo, o cenário para os emergentes vai necessariamente ser cercado por um elevado grau de incerteza.

Não ocorrerá necessariamente uma crise no mundo emergente, uma parada súbita nos fluxos de capital, como ocorria nas crises passadas de balanço de pagamentos, mas uma sequência de ajustes nos preços dos ativos decorrentes da percepção de que vivemos agora num mundo diferente. Os anos de *boom* em função do forte aumento dos termos de troca ficaram para trás, na medida em que a China caminha para um novo modelo de crescimento, que necessariamente implica uma expansão mais moderada da atividade. Os fluxos abundantes de liquidez serão reduzidos, uma vez que a política monetária expansionista que marcou os anos pós-crise nos Estados Unidos será revertida. O espaço fiscal dos governos está cada vez menor, diante dos estímulos providos nos últimos anos e do enfraquecimento dos balanços públicos. A zona do euro, importante fonte de demanda no mundo desenvolvido, vai permanecer com baixo crescimento e, segundo projeções recentes do Banco Central Europeu, permanecerá elevando o seu superávit em transações correntes.

A trajetória da política monetária do Fed é o fator mais relevante para a dinâmica dos emergentes no curto prazo. Porém, os ajustes pelos quais as economias emergentes vão passar dependerão também dos seus fundamentos. É razoável acreditar que os países mais bem posicionados sofrerão menos do que aqueles com fundamentos enfraquecidos. Nesse cenário, é inevitável ressaltar que o Brasil encontra-se hoje em uma posição desfavorável entre as economias emergentes.

A postura do governo brasileiro diante do ambiente externo mais difícil tem sido tentar contornar esses efeitos adversos, exacerbando a piora dos fundamentos. Porém, a política deveria se concentrar em fortalecer os fundamentos, em fazer reformas que aumentem a produtividade e o investimento, em administrar os problemas derivados dessas condições mais restritivas, pois esse ambiente perdurará pelos próximos anos. O contexto atual é uma transição para um mundo mais difícil para os países emergentes, e a política econômica precisa acompanhar e se adequar a essa mudança.

Entretanto, é bastante difícil que ocorram mudanças significativas no próximo ano. No Brasil, o governo do PT continuará a política atual diante da proximidade das eleições, pois não é momento para ajustar medidas que continuem garimpando votos. Em outros países emergentes, o cenário é o mesmo, uma vez que 2014 é um ano de importantes eleições na Índia, África do Sul, Turquia e Indonésia, entre outros.

Dessa forma, acreditamos na contínua deterioração de cenários para as economias emergentes. A mudança do humor dos investidores estrangeiros com essas economias é visível e permanecerá afetando os preços dos ativos. Além disso, os riscos para esse cenário parecem assimétricos. O ambiente externo dos últimos anos levou os preços dos ativos emergentes para patamares bastante elevados quando avaliados em uma perspectiva mais longa. O difícil passado dos emergentes inspira cuidado e preocupações, pois a bonança vivida nos últimos dez anos ficou para trás.

Seguem nossas principais alocações.

Moedas

Continuamos com a nossa posição comprada no dólar americano. A maior alocação é a posição vendida no real.

Juros Brasil

Ao longo do mês, a inflação embutida nas NTN-Bs subiu, atingindo níveis próximos ao teto da banda de inflação. Na medida em que essas expectativas caminham para o teto da banda, aumentam as chances de alguma reação por parte do governo, seja continuando o ciclo de alta nos juros ou restringindo o aumento dos preços administrados. Desse modo, reduzimos nossa alocação em inflação.

Mantivemos a alocação em inclinação, uma vez que os fundamentos do Brasil continuam se deteriorando, principalmente na parte fiscal, gerando maior pressão na parte longa da curva.

Ações

A bolsa brasileira, ao contrário de outras bolsas de mercados emergentes, deixou de se beneficiar do cenário de curto prazo, encerrando o mês de novembro em queda. As deficiências domésticas deixaram de ser colocadas em segundo plano, o que foi impulsionado por diversos eventos negativos específicos às empresas do Bovespa. Ao longo do mês, encerramos nossa posição comprada em bancos e em uma posição de consumo básico e aumentamos a nossa exposição a empresas com receitas em dólares e custos em reais nos setores de mineração, papel e celulose. No direcional, estamos com posição levemente vendida.

Nos mercados internacionais, as bolsas globais seguiram seu movimento de alta iniciado em setembro, com destaque para a bolsa japonesa, com alta de 9%. Após a reunião dos seus líderes, a bolsa chinesa subiu 3,6%, enquanto as bolsas europeias tiveram uma alta mais fraca, de 0,6%. Na bolsa americana, a alta da taxa de juros na parte longa da curva, após a última divulgação de emprego, e a redução do barulho regulatório fizeram com que o setor bancário tivesse um desempenho superior ao mercado. Considerando o *valuation* ainda atrativo, seguimos otimistas com o setor. Mantivemos nossa posição comprada no setor industrial, corroborada pela divulgação de mais um ISM forte e perspectivas de melhora do investimento nos Estados Unidos. No setor de consumo e varejo, continuamos vendidos, diante do *valuation* esticado e da falta de momento no curto prazo.

Reabrimos uma posição comprada nas bolsas europeias e vendida na bolsa americana, dada a forte *underperformance* recente, a perspectiva de menos estímulos monetários na economia americana, e acreditando que o fluxo marginal ao longo das próximas semanas será direcionado para as bolsas europeias.

Juros Internacionais

Retomamos nossa alocação tomada em juros nos Estados Unidos. Os dados recentes têm evidenciado que a atividade está gradualmente se recuperando, justificando a redução futura dos estímulos monetários. Além disso, alguns riscos que nublavam o cenário de curto prazo, principalmente no campo fiscal e político, se dissiparam nesse momento. Desse modo, acreditamos que as taxas ficaram muito deprimidas e que o mercado jogou excessivamente para frente as altas de juros.

Commodities

Continuamos comprados em paládio. O crescimento da demanda global, puxado por boas vendas de veículos, deve continuar sendo superior ao da oferta, mantendo o mercado desse metal em déficit.

Aumentamos a alocação vendida em ouro e comprada em platina. O processo de normalização das taxas reais de juros em economias avançadas deve ser mais negativo para os preços de ouro do que para os de platina. Adicionalmente, o mercado de platina encontra-se em déficit.

Iniciamos uma posição vendida em petróleo Brent. O impressionante crescimento da produção norte-americana de petróleo tem sido superior ao crescimento de toda a demanda global. Enxergamos um mercado em superávit em 2014.

Atribuição de Performance

No mês de novembro, o SPX Nimitz rendeu 3,08%, ante um CDI de 0,71% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Nov. 2013	2013	12 MESES
Ações	0,18%	2,94%	3,18%
Commodities	-0,14%	0,43%	0,50%
Juros Brasil	1,61%	3,14%	4,13%
Juros Internacionais	-0,17%	0,09%	-0,03%
Moedas	1,01%	3,56%	3,38%
Crédito	0,03%	-0,34%	-0,36%
Taxas e Custos	-0,15%	-3,00%	-2,98%
CDI	0,71%	7,24%	7,82%
Total	3,08%	14,07%	15,64%

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.

