

## Carta do Gestor

### 2014: Velhos Desafios, Novos Riscos

#### Caros Investidores,

O mês de dezembro foi marcado pelo início do processo de redução dos estímulos monetários pelo Fed, o Banco Central americano. Durante quase todo o ano de 2013, os mercados globais foram guiados pela discussão em torno da política monetária nos Estados Unidos, que continua sendo um dos temas mais relevantes no atual cenário internacional. Ainda que o início da normalização da política monetária nos EUA tenha ocorrido sem rupturas, o evento tem implicações preocupantes para as economias emergentes em 2014, que se beneficiaram muito da liquidez abundante dos últimos anos.

Nos últimos meses, os dados mais fortes na economia americana deram mais segurança ao Fed sobre as perspectivas de recuperação da atividade em 2014. Essa confiança veio tanto dos dados do mercado de trabalho, quanto dos indicadores mais fortes de consumo e investimento. Além disso, o acordo fiscal firmado no final do ano passado tirou uma parte relevante da incerteza à frente.

Apesar do início da redução dos estímulos quantitativos, o Fed não quer apertar as condições monetárias. Ficou claro na comunicação oficial que a intenção é manter a taxa de juros baixa por muito tempo, e que a cautela impera entre os membros do Fed. Entretanto, o maior desafio para 2014 para as autoridades monetárias norte-americanas é conduzir esse processo lento e gradual de redução dos estímulos monetários sem causar reações mais fortes por parte do mercado, que poderia questionar o ritmo do processo por meio de ajustes mais expressivos nas taxas de juros, nos prêmios de risco e nos preços dos ativos em geral.

Como comentamos na nossa última carta, o ambiente internacional em 2014 será ainda mais complexo para as economias emergentes. Estas deverão administrar os riscos externos mais elevados, pois entramos em 2014 com a certeza de que a direção é de piora dos fluxos de capital.

Nesse ambiente, permanecemos pessimistas com as perspectivas para a economia brasileira. Os problemas estruturais brasileiros, o decaimento do crescimento potencial, a inflação pressionada e persistente acima do centro da banda do regime de metas, a deterioração fiscal e a fraqueza da posição externa foram constantemente mencionados em nossas cartas ao longo de 2013. No início do ano passado, tínhamos convicção da piora dos fundamentos à frente, que se materializou ao longo de 2013, com forte impulso dado pelos erros de condução da política econômica do governo.

O resultado dessa deterioração foi o reconhecimento pelo mercado dos desafios que o Brasil enfrenta e o questionamento da vontade do governo de responder de forma efetiva a essa piora, com políticas que reforcem os fundamentos

econômicos. A taxa de câmbio depreciou, a inflação implícita aumentou e as taxas de juros longas subiram, aumentando a inclinação da curva de juros. Os prêmios na parte longa da curva aumentaram, diante da incerteza com relação aos rumos da política fiscal e à política econômica do governo.

Para 2014, o crescimento econômico continuará medíocre, provavelmente inferior a 2%. As evidências de piora do crescimento potencial são inúmeras, o que restringe a possibilidade de aceleração da atividade à frente. Porém, esse crescimento baixo não será suficiente para elevar a taxa de desemprego, o que manterá pressionada a inflação de serviços, que terminou 2013 acumulada em 8,7%. Projetamos inflação em 2014 em 6,3%, próxima ao teto da banda do regime de metas. Um risco importante para esse cenário é a dinâmica das expectativas de inflação, uma vez que os agentes sabem que há inflação represada pelo controle de preços e tarifas públicas, o que implica que mudanças nas expectativas podem acontecer de forma abrupta. Outro risco relevante é a evolução da taxa de câmbio, diante da deterioração do ambiente macroeconômico doméstico e do déficit elevado em transações correntes num ambiente de redução dos fluxos de capitais para as economias emergentes. Nesse sentido, há muitas fontes de incerteza e pouco espaço para o Banco Central acomodar choques.

O ano de 2014 é um ano eleitoral. Por isso, a postura fiscal do governo pode até piorar, o que é indicado pela total ausência de sinais de mudança no rumo das políticas públicas. Nesse cenário, acreditamos que continuará este processo de piora dos fundamentos da economia brasileira em 2014 e por consequência, continuaremos a concentrar nossas alocações nos ativos cujos preços refletem esse processo.

Seguem nossas principais alocações:

### **Moedas**

Continuamos comprados no dólar americano. A maior alocação é a posição vendida no real, mas também temos uma pequena alocação vendida no dólar canadense.

### **Juros Brasil**

Ao longo do mês, a inflação embutida nas NTN-Bs se manteve constante em níveis próximos ao teto da meta. Encerramos a nossa posição em inflação.

O Banco Central sinalizou que o fim do ciclo de alta da taxa Selic está próximo, o que beneficia a parte curta da curva, que ainda tem muitas altas precificadas. Nesse sentido, aumentamos nossa alocação na inclinação.

### **Juros Internacionais**

Mantivemos nossa alocação tomada em juros nos Estados Unidos. Os dados de consumo e investimento vieram melhores, o acordo fiscal tirou riscos de cauda relevantes e o início da redução dos estímulos monetários deve permanecer diante

desse cenário. Desse modo, ainda que a parte curta da curva permaneça ancorada, frente ao cenário benigno para a inflação, acreditamos que a parte intermediária da curva continue abrindo em presença das melhores perspectivas para a atividade.

## Ações

A bolsa brasileira continuou a performar pior do que as bolsas globais. Além da contínua deterioração do cenário macroeconômico brasileiro, o anúncio da política de preços da Petrobras decepcionou os investidores.

Ao longo do mês, retomamos nossa posição comprada em bancos, aumentamos a nossa exposição a empresas com receitas em dólares e custos em reais nos setores de papel e celulose e montamos um *spread* intrassetorial no setor de consumo. No direcional, estamos com posição zerada.

Nos mercados internacionais, as bolsas dos países desenvolvidos seguiram em alta em dezembro, enquanto os mercados emergentes fecharam em queda, com destaque negativo para os mercados chineses, devido aos dados mais fracos de crescimento e ao aperto nos mercados monetários neste fim de 2013.

Na bolsa americana, seguimos com uma alocação comprada no setor bancário. Já no setor industrial, apesar de estarmos otimistas com o cenário, reduzimos a nossa posição, dada a forte performance recente e a expansão de múltiplos observada. Encerramos a nossa posição vendida em varejo e consumo após o setor ter sofrido com sucessivos anúncios das empresas, sinalizando um trimestre difícil. Iniciamos uma posição comprada em empresas de *software*. Estamos animados com o *valuation* atrativo deste setor e o momento positivo de um crescimento global mais robusto, em conjunto com uma melhora nas perspectivas de investimentos dos governos e empresas.

Mantivemos nossa posição comprada nas bolsas europeias e vendida na bolsa americana devido à *underperformance* recente, ao diferente momento no ciclo de recuperação econômica (que deverá gerar uma revisão positiva nos lucros das empresas europeias superior às americanas) e aos fluxos de recursos, que acreditamos continuar forte para a região.

No direcional mantivemos alocação neutra, dada a forte expansão de múltiplo recente e o cenário ainda difícil para o crescimento dos lucros.

## Commodities

Continuamos comprados em paládio e platina e vendidos em ouro e petróleo.

Adicionamos uma posição vendida em soja. As safras recordes do Brasil e da Argentina, prestes a serem colhidas, aliadas ao provável aumento de área plantada nos EUA, são fatores que devem proporcionar uma oferta global da *commodity* bastante superior à demanda. Esperamos, por consequência, significativa recomposição de estoques e queda de preços.

## Atribuição de Performance

No mês de dezembro, o SPX Nimitz rendeu 1,96%, ante um CDI de 0,78% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Dez. 2013	2013
Ações	-0,03%	3,19%
Commodities	-0,01%	0,46%
Crédito	0,07%	-0,29%
Juros Brasil	0,67%	4,19%
Juros Internacionais	0,40%	0,54%
Moedas	0,24%	4,17%
Taxas e Custos	-0,17%	-4,03%
CDI	0,78%	8,08%
<b>Total</b>	<b>1,96%</b>	<b>16,30%</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.**

