

Carta do Gestor

A Conta Chegou Para os Países Emergentes

Caros Investidores,

A correção nos preços dos ativos dos países emergentes, iniciada em meados de 2013 com a sinalização da mudança nos rumos da política monetária do Fed, iniciou um processo de ajuste que, aos poucos, mudou a percepção dos investidores acerca dos riscos e dos desafios estruturais enfrentados por essas economias. No entanto, não é correto culpar o Fed pela nova rodada de desvalorização cambial observada nos últimos meses. Esta é fruto, não apenas de um realinhamento natural dos fluxos de capitais globais decorrente da mudança na política monetária americana, mas, em grande parte, devido ao ajuste dos preços rumo a um equilíbrio mais compatível com os fracos fundamentos econômicos que caracterizam diversos emergentes.

Os volumosos fluxos de capitais nos últimos anos mascararam os desafios estruturais dos emergentes. A enxurrada de liquidez promovida pelo Fed e a busca dos investidores por rendimentos mais elevados levou a uma falsa impressão de que o preço pelos desequilíbrios acumulados não seria cobrado em um futuro tão próximo. Porém, diversos emergentes não aproveitaram esse precioso tempo para fazer um rebalanceamento suave de suas economias. Pelo contrário, os déficits em transações correntes aumentaram, a posição fiscal deteriorou-se e a demanda aquecida, diante das restrições de oferta, traduziu-se em inflação pressionada. Essa não é apenas a história do Brasil, mas também de outros pares que estão sofrendo com a desvalorização cambial, entre eles a Índia e a Turquia.

Mas o tempo precioso que foi dado pelos anos de política monetária frouxa do Fed esgotou-se. Agora, os mercados e os investidores querem prêmios mais elevados para financiar os mercados emergentes. Se os governos não agem porque precisam, o ambiente de maior aversão ao risco os força a tomar atitudes. Nesse sentido, o mês de janeiro trouxe dois exemplos marcantes do esgotamento da política econômica que marcou o período de administração dos desequilíbrios macroeconômicos de forma paliativa.

O primeiro foi a depreciação cambial na Argentina. Após a perda de reservas e de uma sequência de medidas cambiais, o governo permitiu uma larga desvalorização do peso argentino. O segundo foi a forte elevação de juros feita pelo Banco Central da Turquia, em uma reunião emergencial dias após a decisão pela estabilidade das taxas de juros na reunião convencional. Visivelmente restrito pelo ambiente político extremamente desfavorável, a autonomia do Banco Central foi seriamente questionada pelos mercados, o que se refletiu de forma bem explícita na moeda turca. Enquanto os oficiais do governo debatiam se a elevação dos juros era ou não necessária, após o movimento, os últimos dados de inflação ao consumidor em quase 8,0% acumulados em 12 meses, além da inflação ao

produtor ultrapassando os dois dígitos, deixam bem claro que a elevação dos juros não apenas foi necessária como veio tarde demais.

O impacto dessas ações vai ser uma desaceleração desordenada? Esses passos que estão sendo tomados pelas autoridades das economias emergentes são importantes para rebalancear a economia, mas há um preço a pagar: um crescimento mais baixo. As políticas frouxas do passado não serão mais permitidas impunemente, o que deixa a fraqueza dos fundamentos domésticos cada vez mais aparente.

Haverá uma parada súbita nos fluxos de capital para as economias emergentes? Ainda não, mas os riscos hoje são maiores do que no final de 2013. Em nossa penúltima carta, argumentamos que o risco de parada súbita era pequeno, sendo mais provável um processo contínuo de reavaliação dos riscos dos ativos dos emergentes, o que seria desfavorável. Porém, o mês de janeiro mostrou como alguns eventos podem evoluir de forma desordenada, o que eleva as preocupações acerca de uma deterioração pronunciada das condições atuais, sendo um misto de turbulência e um desconfortável *déjà vu*. Em um curtíssimo espaço de tempo, brotaram comparações das últimas semanas com as crises cambiais da década de 90.

O momento é de grande instabilidade para as economias emergentes. Um potencial evento desestabilizador que está no radar está relacionado à preocupação atual com os riscos envolvendo a economia chinesa, uma vez que as condições de financiamento domésticas estão mais apertadas. O sistema bancário chinês dá sinais preocupantes, mas, devido à opacidade, é difícil tirar conclusões acerca da situação atual e do futuro. A única certeza é que a China está em um caminho rumo a um crescimento mais baixo, o que já é negativo para os preços das *commodities* e para os países que as exportam. Ninguém sabe se haverá uma crise bancária na China que potencialmente afete o crescimento de maneira mais extensa, e essa é a pergunta mais relevante sem uma resposta conclusiva.

Não está claro se o menor crescimento que caracterizará as economias emergentes afetará de modo significativo os países desenvolvidos. Os Estados Unidos seguem o seu curso de recuperação gradual da atividade. Ainda que alguns dados tenham perdido um pouco de força nas últimas semanas, as condições para a retomada da economia continuam presentes e a inflação baixa dá margem de manobra para que o Fed faça uma transição bastante suave da política monetária. A Zona do Euro continua fraca, mas deixou de ser um risco de cauda.

Em suma, o ambiente de incerteza e desafios para as economias emergentes permanece. Nesse contexto, o Brasil está mal posicionado, diante da falta de ações do governo que mostrem um compromisso com a recuperação dos fundamentos econômicos, que permanecem se deteriorando, como temos mencionado em nossas últimas cartas. Nesse cenário, acreditamos que o mercado continuará cobrando seu preço e permanecemos concentrando nossas alocações nos ativos que são mais beneficiados desse processo de ajuste.

Seguem nossas principais alocações.

Juros Brasil

A depreciação cambial ocorrida no Brasil e em outros emergentes ao longo do mês levou alguns bancos centrais a elevarem as taxas de juros de forma inesperada, o que acabou influenciando a parte curta da curva de juros do Brasil, reduzindo a inclinação na qual estamos alocados.

Como o Banco Central do Brasil já elevou os juros em 325 pontos-base, e os dados divulgados de atividade e inflação têm sido mais fracos do que o esperado, acreditamos que o ciclo de alta será menor do que o precificado na curva. Nesse cenário, aproveitamos o movimento para aumentar nossa alocação na inclinação.

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.

Ações

A bolsa brasileira acompanhou a queda das bolsas globais ao longo do mês. O cenário macroeconômico continua atravessando as mesmas dificuldades dos últimos anos e as tentativas de resposta do governo continuam sem endereçar os principais desequilíbrios causados pela atual política econômica.

Além disso, as notícias em relação ao crescimento interno e à indisponibilidade de energia e infraestrutura continuam piorando. Nesse cenário, não enxergamos um retorno atrativo ajustado ao risco na bolsa brasileira, apesar da forte queda evidenciada em janeiro e de posições pouco alocadas dos investidores. Reduzimos a posição vendida nos setores de consumo e siderurgia.

Nos mercados internacionais, a queda das bolsas globais aconteceu após meses de alta contínua e baixa volatilidade, devido a dados mais fracos da economia americana, a uma maior instabilidade nas economias emergentes e, principalmente, ao reaparecimento de temores em relação ao mercado de crédito chinês.

No lado positivo, com 70% dos resultados do quarto trimestre das empresas americanas divulgado, as surpresas de lucro acima do esperado foram acima das médias históricas e, mais importante, excluindo o setor bancário, a receita apresentou crescimento de 3% e os lucros avançaram 7%, ainda baixos, porém acima dos patamares que vinham rodando no ano.

Encerramos nossa posição comprada no setor industrial na bolsa americana devido à forte *performance*, ao *valuation* esticado, à possibilidade de um primeiro trimestre mais fraco devido ao acúmulo de estoques e por ser um setor cíclico possivelmente impactado pela discussão sobre a China. Nesse cenário de maior volatilidade, encerramos também a nossa posição comprada na bolsa europeia e vendida na americana, diminuímos a alocação em setores mais cíclicos e iniciamos uma posição vendida em mineradoras globais.

Commodities

Continuamos vendidos em petróleo e soja e comprados em paládio.

Adicionamos uma posição vendida em cobre. Temos observado deterioração dos fundamentos macroeconômicos da economia chinesa, com provável repercussão negativa sobre a demanda do país por cobre. Enquanto isso, a produção mundial das minas de cobre segue robusta e colocará o balanço global de oferta e demanda em superávit em 2014.

Encerramos a alocação comprada em platina e vendida em ouro.

Juros Internacionais

No mês de janeiro, encerramos nossa alocação tomada em juros nos Estados Unidos, diante da piora do ambiente de risco devido à instabilidade nos mercados emergentes, além das incertezas acerca do sistema bancário chinês. Porém, continuamos acreditando na recuperação da economia americana e nas melhores perspectivas no médio prazo, o que manterá o Fed no seu processo de redução dos estímulos monetários. Desse modo, retomamos parte da alocação nos últimos dias.

Atribuição de Performance

No mês de janeiro, o SPX Nimitz rendeu 1,18%, ante um CDI de 0,84% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Jan. 2014	2014
Ações	0,65%	0,65%
Commodities	0,39%	0,39%
Crédito	-0,01%	-0,01%
Juros Brasil	-1,12%	-1,12%
Juros Internacionais	-0,09%	-0,09%
Moedas	0,75%	0,75%
Taxas e Custos	-0,23%	-0,23%
CDI	0,84%	0,84%
Total	1,18%	1,18%

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.