

Carta do Gestor

Vento Contra

Caros Investidores,

Há alguns meses temos ressaltado em nossas cartas a piora do ambiente global para as economias emergentes. Esse vento contra, formado inicialmente pela mudança nas perspectivas para a política monetária americana, tem aumentado com a insegurança acerca do crescimento chinês e após estresse em alguns mercados emergentes específicos. O grande desafio para essas economias, que navegaram nos últimos anos com ajuda de um cenário global favorável, é enfrentar essas adversidades em uma posição, em muitos casos, fragilizada, o que tem levado a um ajuste nos preços dos seus ativos. A questão é que o vento contra só tem aumentado.

No cenário externo, os dois principais fatores que têm influenciado a percepção dos investidores em relação às economias emergentes são a política monetária americana e as perspectivas de crescimento da China no contexto de fortes ruídos vindos do setor de crédito. Essas forças têm alterado a percepção de risco, gerando realocações entre as diversas classes de ativos e consequente mudança nos fluxos de capitais. Os efeitos desse processo não têm sido desordenados, mas a direção de piora é evidente e esses efeitos serão sentidos de modo cada vez mais intenso com o avançar do tempo. Soma-se a isso um novo risco geopolítico internacional, com o aumento das tensões na Ucrânia, de consequências imprevisíveis.

Nos Estados Unidos, a discussão sobre a redução dos estímulos consolidou-se com as evidências de recuperação gradual da atividade. Apesar da imprecisão dos dados econômicos diante das recentes nevascas, a tendência é de melhora. A taxa de desemprego está em queda, o consumo está avançando e o investimento dá sinais de retomada. A economia não está crescendo virtuosamente, mas o suficiente para reduzir a necessidade de todo aparato não convencional de política monetária que foi criado para uma situação emergencial. Desse modo, enquanto há alguns meses a discussão sobre a política monetária girava em torno da possibilidade de redução de estímulos, hoje, o debate migrou para o momento da eventual elevação de juros; ou seja, a direção da política monetária americana está dada, restando dúvidas apenas acerca da intensidade do processo.

O segundo fator que tem contribuído para o vento contra enfrentado pelos emergentes é a grande dúvida acerca das perspectivas de crescimento na China, não apenas devido à desaceleração esperada diante do esgotamento do antigo modelo de crescimento, como também devido ao enorme ruído proveniente do obscuro sistema de crédito chinês. O mais preocupante é que crises de crédito não se materializam do dia para a noite, mas sim por uma sequência de sinais e de eventos. Nesse sentido, os sinais têm sido cada vez piores. Nas últimas

semanas, a discussão em torno de potenciais calotes na dívida entre empresas e instituições de crédito avolumou-se, o que foi reforçado após uma empresa não ter sido capaz de fazer o pagamento dos juros de um título emitido. É possível que o governo esteja permitindo alguns calotes para tentar coibir a expansão desordenada de crédito e mostrar que há riscos envolvidos nas operações, mas esse processo é preocupante e perigoso, pois nada garante que não haverá eventualmente uma desordem maior.

Diante desses fatores, os fluxos de capitais têm secado cada vez mais para os emergentes e os preços de diversas *commodities* caíram bastante no último mês. O problema do Brasil é que o vento contra está aumentando e o barco é de papel, o que torna a navegação difícil nesse ambiente repleto de adversidades. Como temos comentado em nossas cartas, o ponto de partida da economia é bastante desfavorável, principalmente sob a ótica do balanço de pagamentos, o que demandará maiores ajustes na taxa de câmbio. As projeções de balança comercial têm sido reavaliadas e já se encontram em território de déficit; do mesmo modo, o saldo em transações correntes projetado para 2014 está na casa dos 4% do PIB, o que exige US\$ 90 bilhões de dólares em financiamento estrangeiro.

Soma-se à posição externa desfavorável, um cenário interno que não provê nenhum conforto: o crescimento é baixo, a inflação é elevada e o fiscal é frágil. O crescimento projetado para 2014 é de 1,6%, novamente um resultado medíocre. Além disso, no médio prazo, as restrições de oferta continuarão a limitar a expansão da economia, o que implica um crescimento potencial baixo, na casa dos 2%.

O cenário para a inflação é igualmente desafiador, tanto no curto quanto no médio prazo. Os fatores de pressão inflacionária avolumam-se: a inflação represada em função do controle de preços administrados por parte do governo nas tarifas públicas está na casa dos 1,4%, a depreciação cambial acumulada nos últimos trimestres ainda surtirá efeitos e o impacto da estiagem nos alimentos *in natura* levou a revisões para cima nas projeções para o IPCA no curto prazo. Nesse sentido, o Banco Central escolheu um momento desafiador para desacelerar a alta de juros, principalmente porque acreditamos que a inflação encerrará 2014 com alta próxima ao teto da banda, o que eleva as chances de rompimento do teto da banda em 2015. Esse contexto provê pouco conforto para o mercado enxergar parada na alta dos juros, ainda que o ciclo seja temporariamente interrompido.

Vemos baixas chances de reversão no cenário que tem nos orientado nos últimos meses. A deterioração do cenário externo com sérias consequências para as economias emergentes tem se mantido e a posição do Brasil nesse contexto tem se revelado cada vez mais fragilizada. O cenário doméstico é bastante pressionado do ponto de vista fiscal, inflacionário e cambial e os dados recentes têm confirmado que a direção ainda é de piora dos fundamentos. Nesse cenário, continuamos gerenciando nossas alocações de modo a administrar eventos de curto prazo que impactem os mercados, *vis-à-vis* a nossa crença sobre os reais fundamentos dos preços dos ativos.

Seguem nossas principais alocações.

Juros Brasil

Na reunião do Copom, o Banco Central reduziu o passo da alta da taxa de juros e a parte curta da curva passou a precificar poucas altas à frente. Nesse sentido, aproveitamos para transformar a inclinação numa posição tomada na parte longa da curva.

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 ficou praticamente estável ao longo do mês, ainda que as bolsas globais e emergentes tenham mostrado forte recuperação. Este desempenho inferior ocorreu apesar de uma temporada de resultados mais favoráveis do que os últimos trimestres e da tentativa do governo de recuperar sua credibilidade fiscal. A piora do balanço energético e o consequente aumento das chances de indisponibilidade de energia pesaram sobre a bolsa brasileira, assim como as preocupações acerca do cenário de crescimento chinês diante dos ruídos recentes no mercado de crédito.

Neste cenário, continuamos sem enxergar um retorno atrativo, ajustado ao risco, na bolsa brasileira. Caso o cenário de poucas chuvas se concretize e o governo venha a decretar um racionamento de energia elétrica, vemos um grande risco para a bolsa. Entendemos que a demora do governo em tomar medidas de racionalização é danosa ao sistema e aumenta significativamente a chance de ser necessária uma medida mais drástica de redução de consumo que seria muito prejudicial à bolsa. Montamos uma posição vendida em *utilities* e no setor de saneamento, reduzimos nossa posição comprada em *commodities* e reduzimos a posição vendida em *shoppings* e serviços financeiros.

Os mercados internacionais e as bolsas globais em fevereiro reverteram a performance negativa do início do ano. Apesar dos dados econômicos abaixo do esperado, provavelmente impactados por um clima mais frio do que o normal, a bolsa americana atingiu um novo máximo, fechando o mês em alta de 4,3%, sendo acompanhadas em seu desempenho pelas demais bolsas dos mercados desenvolvidos.

Setorialmente, diante da contínua deterioração da atividade na economia chinesa, a preocupação com os efeitos da poluição e o aumento de estoques de *commodities* na China, aumentamos nossa posição vendida nas principais mineradoras globais e em empresas que se beneficiaram do último ciclo de investimentos de *commodities*. Mantivemos nossa posição comprada nos bancos nos Estados Unidos.

Em termos direcionais, após a alta recente das bolsas globais, zeramos as posições compradas na bolsa americana e europeia e voltamos a uma posição liquidamente vendida em empresas do setor de consumo na América Latina.

Juros Internacionais

Aumentamos nossa alocação tomada em juros nos Estados Unidos. Os dados de emprego melhores no mês de fevereiro sugerem que o efeito adverso do clima sobre os dados econômicos poderá se dissipar nos próximos meses. Além disso, a discussão em torno da política monetária evoluiu para a eventual elevação das taxas de juros.

Commodities

Seguimos vendidos em petróleo e cobre.

Adicionamos platina à carteira comprada. A greve nas minas de platina da África do Sul revelou-se mais longa do que qualquer estimativa inicial e o seu efeito sobre o balanço global de oferta e demanda, que já era ligeiramente deficitário antes da greve, é significativo. Avaliamos que o preço ainda não incorpora toda a piora dos fundamentos de oferta.

Encerramos a alocação vendida em soja. A demanda chinesa, refletida na importação de soja norte-americana, superou nossas expectativas e reduziu os estoques nos Estados Unidos mais do que antecipávamos.

Atribuição de Performance

No mês de fevereiro, o SPX Nimitz rendeu 0,01%, ante um CDI de 0,78% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Fev. 2014	2014
Ações	0,05%	0,70%
Commodities	-0,11%	0,29%
Crédito	0,07%	0,05%
Juros Brasil	0,21%	-0,91%
Juros Internacionais	-0,05%	-0,14%
Moedas	-0,86%	-0,12%
Taxas e Custos	-0,09%	-0,31%
CDI	0,78%	1,63%
Total	0,01%	1,19%

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.

