

## Carta do Gestor

### A Hora da Transição Chegou

#### Caros Investidores,

A transição da política monetária americana será um dos movimentos mais importantes na economia global nos próximos anos. Após um longo período de estímulos monetários, que inundaram os mercados globais de liquidez, o Fed encerrará em breve as compras de ativos, abrindo, de forma clara, o espaço para a normalização da taxa de juros. Esse processo será lento e as taxas de juros reais permanecerão negativas por bastante tempo, mas os impactos dessa transição serão cada vez mais sentidos pelas economias emergentes.

A economia americana tem se mostrado mais sólida, capaz de caminhar com as próprias pernas e sem suportes artificiais, o que corrobora a estratégia do Fed de remoção gradual dos estímulos monetários. Os dados mais recentes de emprego mostram que nos últimos seis meses foram criados, em média, 245 mil empregos mensais. A dinâmica do emprego tem contribuído para gerar um avanço em torno de 5% da renda nominal, o que é respeitável e mostra uma conquista importante para a economia americana. Além disso, o PIB do segundo trimestre mostrou crescimento de 4%, reforçando a nossa visão de que a economia está de fato ganhando força.

Há pouco mais de um ano, quando o então presidente do Fed, Ben Bernanke, levantou a possibilidade de reversão da política monetária americana com a redução das compras de ativos, foram sentidos os primeiros impactos do início desse processo de transição. A mudança das expectativas em relação à política monetária americana levou à redução do apetite pelo risco dos investidores e a uma reavaliação dos retornos esperados, afetando de forma mais intensa as economias emergentes. Em dois meses, passaremos por outro ponto importante, quando o Fed encerrará as compras de ativos. Após adicionar mais de US\$3,5 trilhões ao seu balanço em diversas políticas de afrouxamento quantitativo ao longo de mais de cinco anos, um dos maiores experimentos de política monetária da história vai acabar, gerando inevitáveis ajustes nos preços dos ativos, que buscarão novos patamares condizentes com a nova realidade.

Excluindo a volatilidade de curto prazo causada por riscos creditícios em mercados específicos e riscos geopolíticos, o aumento das taxas de juros nos Estados Unidos e o fortalecimento do dólar nortearão os mercados nos próximos trimestres. Com o fim da política de afrouxamento quantitativo, as expectativas dos mercados em relação ao processo de normalização dos juros ficarão ainda mais dependentes do cenário econômico. Quanto mais rápido as expectativas andarem, pior será para as economias emergentes, pois irão se tornar menos competitivas na concorrência por fluxos de capital. Isso é particularmente relevante para países como o Brasil, que precisam de volumosos recursos, principalmente de renda fixa, para equilibrar o seu balanço de pagamentos.

Nesse ambiente, as vulnerabilidades das economias emergentes serão um fator importante para determinar os efeitos individuais do processo de redução dos fluxos de capital. Uma vez que o ambiente global irá se tornar menos favorável, os fundamentos domésticos ganham relevância.

Na China, a maior economia emergente, os riscos de uma desaceleração mais pronunciada permanecem, mas no curto prazo estão razoavelmente mitigados pela postura mais proativa do governo. Porém, a mudança no patamar de crescimento da China tem sido suficiente para mostrar seu efeito sobre os preços de diversas *commodities*, o que tem deteriorado o saldo comercial do Brasil e do Chile, entre outros.

No momento em que os fundamentos econômicos ganham relevância, continuamos a ver no Brasil uma série de desequilíbrios. A política econômica permanece distorcendo os preços relativos e gerando incerteza, o que aprofunda os desequilíbrios existentes e deteriora continuamente os fundamentos do país.

A política fiscal continua expansionista, pressionando a demanda agregada e a inflação, e o ambiente eleitoral mais disputado sobrecarrega ainda mais o cenário fiscal de curto prazo. O déficit em transações correntes seguirá aumentando em 2014, ainda que a atividade tenha desacelerado, pois o câmbio está sendo mantido artificialmente em um patamar valorizado. A atividade econômica está quase parando, e a expansão projetada para 2014 é inferior a 1%.

Estamos à beira de um processo de estagnação econômica que pode tornar-se duradouro se a política econômica não mudar. Por enquanto, ainda não temos fragilidades financeiras graves indicando um abalo iminente, mas à medida que o tempo passa, as distorções crescem e os riscos financeiros, fiscais e de balanço de pagamentos se aprofundam. Ao cenário doméstico deteriorado soma-se o cenário externo, que promete ser menos favorável, com preços das exportações brasileiras permanentemente mais baixos e condições externas de financiamento mais difíceis, conforme se normalizem as condições monetárias nos Estados Unidos.

Independentemente do resultado das eleições, a economia brasileira vai precisar de ajustes. Os ajustes necessários mais prementes são ajustes de preços relativos, como câmbio e tarifas públicas, e ajustes na política fiscal, que não pode mais ser um fator de instabilidade macroeconômica. A vida vai ser dura nos próximos dois anos, ainda que as políticas sejam austeras e mesmo que o cenário global seja mais favorável. Um patamar baixo de crescimento é praticamente inevitável.

Continuamos acreditando que o cenário global à frente é cercado por mudanças importantes que implicarão o ajuste dos preços de diversos ativos. O dólar irá se fortalecer com a reversão da política monetária do Fed e os juros nos Estados Unidos irão se elevar, reduzindo os fluxos de capital para as economias emergentes. Nesse cenário, temos concentrado nossas alocações nos ativos que se beneficiarão de forma mais clara desse processo.

Seguem nossas principais alocações.

### Juros Brasil

Iniciamos o mês aumentando a alocação aplicada em juros curtos, uma vez que os dados de atividade continuam muito fracos. Com a divulgação da ata sinalizando que os juros deveriam ficar estáveis no curto prazo, optamos por reduzir a posição. Com a subida recente das taxas, voltamos a aumentar a alocação.

Reduzimos a alocação tomada na inclinação, uma vez que o resultado desta é muito dependente das eleições e o cenário eleitoral ficou mais disputado nas últimas semanas.

### Moedas

A maior alocação é a compra no dólar americano contra o real. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada no dólar americano contra moedas de países desenvolvidos.

### Juros Internacionais

Ao longo do mês, foram divulgados dados mais fortes de atividade na economia americana. O Fed reconheceu que está sendo surpreendido pelos dados do mercado de trabalho e que pode precisar elevar a taxa de juros antes do que o indicado. Nesse cenário, aumentamos a nossa alocação tomada em juros nos Estados Unidos.

### Ações

Durante o mês de julho, houve continuação do movimento recente de alta das bolsas emergentes, puxada especialmente pela bolsa chinesa, apesar da correção nas bolsas de países desenvolvidos no final do mês.

Reduzimos nossa posição comprada no setor financeiro dos Estados Unidos e mantivemos a alocação comprada no setor industrial americano e vendida no setor de mineração global.

Nos mercados emergentes, continuamos vendidos em algumas empresas específicas do setor financeiro e consumo na América Latina e comprados em REITs na América Latina e em algumas ações específicas. O direcional consolidado na parte internacional está neutro.

Na bolsa brasileira, o mercado manteve o foco no processo eleitoral, tendo um desempenho semelhante às bolsas emergentes. Em relação à temporada de resultados, destacamos a fraca performance de algumas empresas ligadas à economia doméstica, que desapontaram as estimativas já bastante revisadas para baixo, enquanto a Vale e o setor de bancos superaram significativamente as expectativas, ajudando na performance da bolsa brasileira. Ao longo do mês, encerramos nossa posição comprada no setor de educação e vendida no setor de shoppings.

## Commodities

Continuamos vendidos em ouro e soja e comprados em platina.

## Atribuição de Performance

No mês de julho, o SPX Nimitz rendeu 0,79%, ante um CDI de 0,94% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Julho 2014	2014
Ações	-0,57%	0,01%
Commodities	0,22%	0,83%
Crédito	0,01%	0,17%
Juros Brasil	-0,44%	-1,83%
Juros Internacionais	0,32%	-0,02%
Moedas	0,48%	-1,75%
Taxas e Custos	-0,17%	-1,22%
CDI	0,94%	5,96%
<b>Total</b>	<b>0,79%</b>	<b>2,16%</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.**

