

## Carta do Gestor

### O Fim do Benefício da Dúvida

#### Caros Investidores,

Os últimos meses trouxeram a esperança de que a oposição pudesse vencer, colocando o país em ordem novamente. Mas, após o resultado das eleições, restou apenas uma certeza, a de que dificilmente o governo eleito saberá lidar com os problemas que se apresentarão nos próximos quatro anos e resolvê-los.

A formação da nova equipe de governo será essencial para determinar o rumo das expectativas em relação aos próximos quatro anos. Ainda não sabemos se a presidente recorrerá a soluções políticas na formação do ministério, se o perfil altivo e imperioso que a caracteriza dará espaço a uma postura mais conciliadora. Porém, a demora em anunciar cargos importantes, como quem conduzirá a economia, traz ceticismo à possibilidade de a presidente mudar efetivamente a forma de conduzir o governo.

Em nossas últimas cartas, enfatizamos que, independentemente dos resultados das eleições, o cenário macroeconômico seria extremamente desafiador, devido ao ambiente externo desfavorável e aos fundamentos domésticos enfraquecidos. Após as eleições, vemos não apenas uma maior dificuldade em recuperar a trajetória de crescimento da economia devido à falta de credibilidade do governo reeleito, como também um cenário político inequivocamente mais complicado.

O país saiu dividido das eleições e o partido da presidente perdeu espaço no Congresso. O resultado da campanha política incentivou um endurecimento da postura da oposição. O Congresso ficou ainda mais fragmentado e a base do governo já está sofrendo os primeiros efeitos da onda de choque com o desenvolvimento das investigações na Petrobras. A população parece mais interessada na política, ou seja, o cenário político é totalmente diferente daquele que vimos no primeiro mandato.

No âmbito econômico, a grande diferença nesse segundo mandato é que a economia se encontra num ponto de partida muito mais deteriorado. Há uma necessidade óbvia e premente de ajustes fiscais, de realinhamento de preços relativos, de controle da inflação e de políticas que estimulem o investimento e a produtividade. Porém, a necessidade de ajustes foi constantemente negada pela presidente durante a campanha. Soma-se a isso o espectro de uma crise energética, que tem o potencial de desorganizar ainda mais a economia.

Continuamos acreditando que a atividade apresentará um desempenho medíocre nos próximos trimestres. O crescimento em 2014 encerrará próximo de zero e em 2015 será, provavelmente, inferior a 1%. O nível atual da produção industrial mostra que existe um problema estrutural afetando negativamente a indústria brasileira (que acreditamos ser a falta de competitividade gerada por um câmbio real em nível apreciado, apesar do movimento de desvalorização recente). Além disso, preocupa o nível elevado de estoques na indústria. O investimento, que já cai há quatro trimestres consecutivos, deve manter o desempenho fraco à frente, acentuando a dificuldade em reverter o cenário de baixo crescimento e a queda da taxa de crescimento do produto potencial.

O cenário de inflação, diante da continuidade do governo no poder, é ainda mais preocupante. O IPCA em 2015 continuará próximo ao teto da banda do regime de metas, ainda que haja uma elevação moderada dos juros e um ajuste da política fiscal, pois ainda há reajustes de preços e tarifas represados, o que manterá a inflação pressionada. Entretanto, mais importante é a dinâmica das expectativas de inflação, que já se ajustaram ao fato de que o governo não persegue seriamente a meta de 4,5% de inflação anual. Isso reduz substancialmente a eficácia da política monetária. Dessa forma, a dinâmica das expectativas de inflação e os desdobramentos da política fiscal são de suma importância para evitar um descontrole inflacionário. Porém, aqui ainda há muitas dúvidas acerca das escolhas da presidente Dilma.

A área fiscal permanece sendo a maior fragilidade da economia brasileira, uma vez que os resultados fiscais mensais têm sido consistentemente ruins e a margem de manobra do governo é pequena. A medida que utilizamos, de superávit primário recorrente, que exclui receitas e despesas extraordinárias, atingiu -0,5% do PIB em setembro, isto é, estamos gerando um déficit primário, quando olhamos para uma medida estrutural. A dívida pública ainda não é elevada, mas mostra sinais inquietantes de alta. O maior problema é a falta de sinalização do governo no sentido de um ajuste das contas públicas e de uma preocupação com a retomada do controle e da responsabilidade fiscal. Pelo contrário, temos hoje, no Congresso, diversas medidas expansionistas, como a aprovação da alteração do indexador das dívidas estaduais e as propostas de aumento do fundo de participação dos municípios e o orçamento impositivo.

Em relação ao ambiente externo, o cenário não tem se alterado de maneira relevante. A economia americana segue em recuperação, o que foi corroborado pelos últimos dados referentes ao mercado de trabalho. O fortalecimento econômico dos Estados Unidos, principalmente em relação aos principais pares, Europa e Japão, tem se mantido, o que vem contribuindo para a contínua divergência nas trajetórias da política monetária e para o fortalecimento do dólar. Na China, o cenário de desaceleração da atividade se mantém, o que

tem afetado negativamente os países exportadores de *commodities*. Todos esses fatores têm efeitos adversos sobre o Brasil, seja por uma queda dos seus preços de exportação, seja por uma perspectiva de menores fluxos de capital.

Nesse cenário de manutenção do atual governo no poder e de crescimento fraco com inflação pressionada no Brasil, acreditamos que a taxa de câmbio permanecerá em trajetória de desvalorização. Dessa forma, temos concentrado nossas alocações em ativos que reflitam essa necessidade de ajuste na economia brasileira e em ativos que se beneficiem do processo de recuperação da atividade americana e de desaceleração na China, com o fortalecimento do dólar e o enfraquecimento do preço das *commodities*.

Seguem nossas principais alocações.

### Moedas

Continuamos comprados no dólar americano, parte contra o real e parte contra uma cesta de moedas.

### Juros Internacionais

Mantivemos nossa alocação tomada em juros nos Estados Unidos.

### Ações

Nos mercados internacionais, iniciamos uma posição comprada no setor de consumo, encerramos a posição vendida no setor de mineração global e comprada no setor industrial americano e mantivemos a compra no setor financeiro dos Estados Unidos.

Nos mercados emergentes, montamos uma posição comprada em empresas de cimento no México e mantivemos nossa posição comprada em REITS e vendida em bancos na América Latina e em empresas de consumo. Aumentamos nossa exposição a empresas europeias de consumo que sofreram recentemente com a queda nas bolsas europeias e a possibilidade de uma epidemia de Ebola. O direcional consolidado na parte internacional continua neutro.

Em relação à bolsa brasileira, o mercado manteve o foco no processo eleitoral, o que trouxe bastante volatilidade para o mercado de ações, que fechou em leve alta. Ao longo do mês, encerramos nossa posição vendida no setor de óleo e gás e retomamos a posição comprada no setor financeiro e vendida no setor de mineração.

### Juros Brasil

Ao longo do mês, encerramos a alocação tomada na parte longa e aplicada na parte curta da curva. Iniciamos uma pequena posição tomada na parte intermediária e longa da curva.

## Commodities

Continuamos vendidos em cobre e algodão e comprados em níquel.

Estamos também vendidos em petróleo WTI, uma alocação que aumentamos recentemente. Enxergamos o mercado norte-americano de petróleo em superávit estrutural, pois a produção cresce forte, o consumo é relativamente estável e limitado pela capacidade de refino, e as importações líquidas já não têm tanto espaço para queda.

## Atribuição de Performance

No mês de outubro, o SPX Nimitz rendeu -0,56%, ante um CDI de 0,94% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Out. 2014	2014
Ações	0,35%	0,18%
Commodities	-0,15%	0,44%
Crédito	0,02%	0,16%
Juros Brasil	-0,75%	-3,41%
Juros Internacionais	-0,76%	-1,04%
Moedas	-0,05%	0,25%
Taxas e Custos	-0,17%	-1,88%
CDI	0,94%	8,85%
<b>Total</b>	<b>-0,56%</b>	<b>3,53%</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.**

