Carta do Gestor

Brasil: Fraqueza da Atividade em Foco

Caros Investidores,

O mês de junho trouxe poucas novidades. Os sinais de que a desaceleração da economia americana no início do ano era temporária foram corroborados por dados mais robustos, confirmando a recuperação da atividade na região. No Brasil, entretanto, avolumam-se os sinais de fraqueza da atividade econômica, suscitando inúmeras preocupações acerca do cenário à frente.

A economia americana continua mostrando sinais de maior dinamismo. O mercado de trabalho, uma das principais preocupações do *Federal Reserve*, tem desempenhado bem e a taxa de desemprego caiu bastante nos últimos meses. Diante da forte geração de empregos e da queda da taxa de desemprego, há crescentes sinais de normalização das condições no mercado de trabalho. Além disso, a inflação tem apresentado sinais de aumento, em parte devido à redução da capacidade ociosa na economia. Nesse sentido, os dois objetivos do Fed, a inflação e a taxa de desemprego, têm caminhado na direção do seu mandato. Esse fenômeno respalda o processo de redução dos estímulos monetários, já iniciado pelo Fed, e aproxima a discussão da elevação da taxa de juros.

No Brasil, a fraqueza da atividade tem permeado todos os setores da economia. A indústria e a construção civil, em particular, têm apresentado um péssimo desempenho. A confiança da indústria caiu 11% no segundo trimestre em relação à média do trimestre anterior, o que é preocupante, uma vez que esse indicador é bem correlacionado com os investimentos. A produção de veículos, por sua vez, apresenta queda de 12% em relação ao primeiro trimestre. Há fortes sinais de que haverá nova queda do investimento no segundo trimestre, pelo quarto trimestre consecutivo, com destaque para a produção de bens de capital e para os insumos da construção civil.

A queda do investimento, além de ser uma preocupação para a atividade corrente, tem implicações importantes para a oferta da economia no futuro. O desempenho fraco dos investimentos deve reduzir ainda mais a taxa de crescimento potencial brasileira à frente. Isso é particularmente alarmante, uma vez que a produtividade está estagnada e a taxa de investimento é historicamente baixa.

Apesar desse cenário, os desequilíbrios que poderiam ser corrigidos com a desaceleração da atividade permanecem se agravando devido às distorções presentes em diversos setores na economia. O déficit em transações correntes, por exemplo, que deveria se beneficiar de uma atividade mais fraca, segue em deterioração por conta da queda do preço das *commodities*, principalmente minério de ferro e soja. A principal distorção presente aqui é o preço da taxa de

câmbio, que é determinado pelas intervenções contínuas do Banco Central, e não por seus fundamentos. Com o nível atual do câmbio real, que é bastante apreciado quando avaliado à luz dos fundamentos, o déficit em transações correntes deve ultrapassar os US$ 100 bilhões em 2015, nível superior a 4% do PIB.

O impacto da atividade mais fraca sobre a inflação deverá ser modesto. Em situações normais, calculamos que 1% a menos de crescimento leva a um recuo de 0,4% da inflação. Entretanto, essa relação piorou nos últimos anos em função de diversos fatores. O crescimento do produto potencial está mais baixo e o mercado de trabalho permanece apertado, apesar do baixo dinamismo na criação de vagas, o que mantém os salários pressionados. Além disso, as expectativas de inflação seguem elevadas, e isto é acentuado pelo represamento de preços administrados e pela expectativa de novas depreciações cambiais. Desse modo, o cenário de inflação permanece bastante pressionado.

Diante do crescimento mais baixo, o ritmo de aumento do gasto público não é sustentável no médio prazo. O desequilíbrio das contas públicas é evidente e eventualmente levará a um aumento da dívida pública. Atualmente, o superávit primário necessário para estabilizar a dívida como proporção do PIB está em torno de 2% e o que vemos é um resultado recorrente em torno de 0,15%, quando retiramos receitas e despesas atípicas. A política fiscal continua expansionista, o que é exacerbado pelo ambiente eleitoral disputado, levando o governo a tentar usar a máquina estatal a seu favor nas eleições.

A proximidade das eleições continuará pressionando as distorções que têm contribuído para a deterioração dos fundamentos da economia brasileira e para o aprofundamento dos desequilíbrios. A política fiscal permanecerá expansionista, concentrada em atrair eleitores; a taxa de câmbio continuará artificialmente apreciada, prejudicando a indústria e o balanço de pagamentos. A herança que será recebida do atual governo após as eleições exigirá uma agenda desafiadora para qualquer candidato. Apesar da torcida do mercado pela vitória da oposição, as pesquisas ainda precisam mostrar uma mudança significativa para tornar essa possibilidade realmente factível. A disputa eleitoral começa de verdade no mês de julho e só a partir de então poderemos avaliar de forma concreta o desempenho da oposição.

Nesse cenário, acreditamos que, diante dos últimos desdobramentos macroeconômicos, os riscos de correções mais fortes nos preços de diversos ativos aumentem. No Brasil, as distorções associadas à política econômica têm se refletido de forma amena nos preços dos ativos devido ao ambiente de liquidez global favorável, às intervenções do Banco Central e à torcida do mercado por uma vitória da oposição nas eleições. Porém, o cenário mais claro de recuperação da atividade nos Estados Unidos significa que estamos próximos da transição de um ambiente rico em estímulos para um ambiente de retirada de estímulos, o que tem implicações relevantes para o fortalecimento do dólar e para o aumento das taxas de juros globais.

Seguem nossas principais alocações.

Moedas

Continuamos comprados no dólar americano. A alocação relevante é a posição vendida no real.

Juros Brasil

Ao longo do mês, os dados de atividade foram bastante fracos. Desse modo, aumentamos as alocações aplicadas na parte curta da curva e tomadas na inclinação.

Ações

Durante o mês de junho, houve continuação do movimento recente de performance das bolsas globais, tanto para as bolsas emergentes quanto para os países desenvolvidos. Mantivemos nossa posição comprada no setor financeiro e industrial nos Estados Unidos e vendida no setor de mineração global e em empresas sensíveis aos investimentos no setor.

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 algumas ações especificas. O direcional consolidado na parte internacional está neutro.

Em relação à bolsa brasileira, o mercado manteve o foco no processo eleitoral, com performance superior às bolsas globais e emergentes, recuperando parte da performance inferior às bolsas emergentes no mês de maio. Após a divulgação dos dados de crédito do Banco Central, uma possível preocupação com o aumento da inadimplência dos bancos fez com que os bancos devolvessem os ganhos auferidos ao longo do mês. Aumentamos nossa posição comprada no setor de bancos privados, pois achamos que este aumento da inadimplência é em boa parte sazonal, os *spreads* continuam subindo e o *valuation* atual do setor parece já embutir alguma piora futura. Em termos direcionais mantivemos nossa posição direcional levemente vendida.

Juros Internacionais

Aumentamos a alocação tomada em juros nos Estados Unidos. Os dados divulgados continuam indicando a recuperação da economia americana, sugerindo que a alta de juro pode ocorrer antes do que está sendo precificado pelo mercado.

Commodities

Continuamos vendidos em ouro e soja e comprados em platina.

Atribuição de Performance

No mês de junho, o SPX Nimitz rendeu 0,73%, ante um CDI de 0,82% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Junho 2014	2014
Ações	-0,19%	0,59%
Commodities	0,06%	0,61%
Crédito	0,02%	0,16%
Juros Brasil	0,64%	-1,39%
Juros Internacionais	0,09%	-0,34%
Moedas	-0,56%	-2,22%
Taxas e Custos	-0,15%	-1,02%
CDI	0,82%	4,97%
Total	0,73%	1,36%

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 conseqüente 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.

ANBIMA A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Rua Humaitá 275, 14º Andar - Humaitá - RJ - CEP: 22.261-005 - www.spxcapital.com.br - (21) 3203-1560 - ri@spxcapital.com.br