

Carta do Gestor

A incerteza eleitoral vs. a certeza dos desequilíbrios econômicos

Caros Investidores,

No dia 5 de outubro, mais um capítulo da história do pleito presidencial de 2014 mostrou que essa é uma das mais imprevisíveis eleições já vistas no Brasil. As surpresas e reviravoltas ao longo da corrida eleitoral já trouxeram a possibilidade de vitória a três candidatos diferentes e a disputa será acirrada até o fim, o que deixa o resultado final totalmente em aberto, a ser decidido no último minuto. A única certeza nesse momento é que o próximo presidente do Brasil enfrentará um cenário macroeconômico extremamente desafiador, tanto no âmbito doméstico quanto no externo.

Nos primeiros passos da corrida eleitoral, o favoritismo da presidente Dilma se destacava. O desempenho de Aécio Neves nas pesquisas melhorava gradualmente, mas, ainda assim, estava a uma grande distância da vitória. Com o trágico falecimento de Eduardo Campos, as previsões sobre o resultado das eleições mudaram radicalmente, e Marina Silva tornou-se a nova favorita, despontando nas pesquisas eleitorais.

Entretanto, o favoritismo de Marina motivou um ataque à sua candidatura extremamente agressivo por parte do PT em suas propagandas eleitorais ao longo do mês de setembro, o que surtiu um grande efeito. Marina perdeu espaço nas pesquisas e, novamente, Dilma retomava as chances de vitória com a recuperação das intenções de voto. O empate técnico entre Aécio e Marina às vésperas do primeiro turno das eleições deixava dúvidas sobre como seria o segundo turno.

Por maiores que fossem as especulações sobre as reviravoltas em torno do resultado das eleições, ninguém contava com um desempenho tão surpreendente de Aécio no primeiro turno, levando em conta as pesquisas de intenções de voto. O candidato do PSDB chega ao segundo turno como uma ameaça real à reeleição da presidente Dilma, deixando o resultado das eleições em suspenso.

Em nossa última carta, ressaltamos que, independentemente do resultado das eleições, o que aguarda o futuro presidente é um cenário desafiador, devido à premente necessidade de ajustes na economia em função dos desequilíbrios acumulados durante anos de políticas equivocadas. Nesse sentido, a diferença chave entre os candidatos Aécio e Dilma está no diagnóstico da situação atual da economia. Aécio reconhece os desequilíbrios atuais e defende uma política de ajuste, o que, apesar de ser condizente com um quadro recessivo e inflacionário no

curto prazo, recuperaria a credibilidade da política econômica e seria extremamente positivo para os fundamentos do país. Dilma, por outro lado, defende a manutenção da política atual, o que se traduziria em um período prolongado de baixas taxas de crescimento, altas taxas de inflação, risco elevado e preços de ativos deprimidos.

Essa disparidade de diagnósticos evidencia que, após o resultado das eleições presidenciais, a política econômica pode ter dois rumos completamente diferentes. O Brasil está em recessão técnica, uma vez que o PIB já caiu por dois trimestres consecutivos. A confiança da indústria está no nível mais baixo desde o início de 2009 e a confiança do setor de serviços se encontra no nível mais deprimido da série histórica iniciada em meados de 2008, o que é refletido na queda acumulada de 11% do investimento nos últimos doze meses. Essa fraqueza dos investimentos hoje significa que a oferta agregada da economia será mais baixa em 2015 e 2016, uma vez que o que é investido hoje se torna aumento da capacidade no futuro. Isso é muito preocupante num cenário de produtividade estagnada e taxa de investimento baixa, representando um crescimento potencial baixo nos próximos anos, em torno de 1%. Por esse motivo, a manutenção da política econômica atual pode perpetuar esse cenário de crescimento baixo, senão piorá-lo, por anos à frente.

Ao desempenho medíocre da atividade, soma-se um cenário de inflação pressionada, desenhando um quadro preocupante de estagflação. O IPCA encerrará o ano de 2014 próximo ao teto da banda do regime de metas, o que deve se repetir em 2015 devido ao realinhamento de preços administrados. A inércia inflacionária preocupa, uma vez que, mesmo com o fraco crescimento da atividade, não há uma clara desaceleração da inflação. Independentemente do resultado das eleições, o risco de rompimento do teto da banda em 2015 é elevado, seja por uma correção mais forte dos preços administrados, no caso de vitória da oposição, seja por uma alta mais forte dos preços livres, no caso de reeleição da atual presidente.

A depreciação cambial será mais um fator de pressão sobre os preços domésticos. Apesar da desvalorização de 10% observada em setembro, esse movimento ainda não é suficiente para gerar uma melhora no déficit em transações correntes, uma vez que os preços das exportações permanecem em queda. Como temos mencionado constantemente, acreditamos que a taxa de câmbio do Brasil está claramente fora do lugar, sendo uma das principais variáveis de ajuste nesse contexto de deterioração dos fundamentos do país. Além disso, o movimento global de fortalecimento do dólar diante da recuperação da atividade e da reversão da política monetária nos Estados Unidos é mais um fator de pressão sobre o câmbio.

Por fim, o quadro fiscal é, de longe, a maior fragilidade da economia brasileira. Como discutimos em cartas anteriores, sempre fomos pessimistas com o resultado primário neste ano, porém estamos sendo surpreendidos por resultados ainda mais fracos do que o esperado. O resultado primário acumulado em 12 meses

está em 0,95% do PIB, muito abaixo da meta de 1,9% para 2014. Além disso, a boa postura fiscal dos estados e municípios não existe mais, o governo voltou a ter uma relação perniciososa com os bancos públicos e os dados fiscais oficiais não refletem a realidade. A nossa medida de superávit recorrente alcançou -0,1% do PIB, isto é, já estamos em déficit primário quando avaliamos o resultado que exclui receitas e despesas extraordinárias.

Em resumo, o vencedor da disputa presidencial herdará um quadro econômico deteriorado, com riscos macroeconômicos crescentes. A oposição parece disposta a enfrentar os custos dos ajustes necessários, retomando a credibilidade da política econômica e aproveitando o fato de que não há ainda uma urgência no curto prazo para recolocar o país em uma trajetória de crescimento sustentado. O governo atual, por outro lado, desdenha da necessidade de ajustes, e continua a defender a política econômica corrente, que resultará em fragilidades crescentes e perigosas. A campanha do PT se centrou na promessa de manter o nível do emprego e da renda, o que é insustentável na ausência de reformas profundas, ou de um ambiente externo bastante favorável, o que não existe mais.

Após o resultado das eleições, não apenas a política econômica poderá ter dois rumos bem distintos como também os patamares dos preços dos ativos serão diferentes. Com relação à taxa de câmbio, permanecemos acreditando na tendência de fortalecimento do dólar. Porém, para a bolsa brasileira, a continuidade da política atual geraria mais quatro anos com descontos bem elevados sobre os preços das ações. Do mesmo modo, os prêmios exigidos nas taxas de juros de longo prazo parecem baixos diante de um cenário de continuidade do governo. Nesse sentido, as próximas semanas e o desenrolar dos últimos capítulos da corrida eleitoral serão fundamentais para podermos avaliar os rumos da política econômica e calibrar as nossas alocações.

Seguem nossas principais alocações.

Moedas

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

Ações

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

Em relação à bolsa brasileira, durante o mês, o mercado manteve o foco no processo eleitoral, o que trouxe bastante volatilidade para o mercado de ações, que fechou em forte queda.

Ao longo do mês, encerramos nossa posição comprada no setor de óleo e gás e vendida no setor de mineração. Além disso, reduzimos nossa posição comprada no setor financeiro e montamos uma posição vendida no setor de consumo discricionário.

Juros Brasil

Com a mudança no cenário eleitoral, optamos por encerrar a posição aplicada na parte longa da curva. Iniciamos uma alocação tomada na parte longa e aplicada na parte curta da curva.

Juros Internacionais

Mantivemos nossa alocação tomada em juros nos Estados Unidos.

Commodities

Continuamos vendidos em cobre e comprados em níquel.

Encerramos a alocação vendida em soja. A forte produção norte-americana que antecipávamos se confirmou e os preços já parecem incorporar o excesso de oferta.

Adicionamos uma posição vendida em algodão. Projetamos importações chinesas de algodão cada vez menores nos próximos anos, em decorrência da mudança de política de acumulação de estoque por parte do governo. Os Estados Unidos são os maiores exportadores mundiais da *commodity* e devem observar seus estoques em forte elevação.

Atribuição de Performance

No mês de setembro, o SPX Nimitz rendeu 2,34%, ante um CDI de 0,90% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Set. 2014	2014
Ações	-0,07%	-0,17%
Commodities	-0,18%	0,59%
Crédito	-0,09%	0,14%
Juros Brasil	-0,72%	-2,68%
Juros Internacionais	0,37%	-0,29%
Moedas	2,28%	0,30%
Taxas e Custos	-0,16%	-1,59%
CDI	0,90%	7,83%
Total	2,34%	4,12%

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.

