

Carta do Gestor

Opção pela Ortodoxia?

Caros Investidores,

A indicação de Joaquim Levy para o cargo de ministro da fazenda trouxe a concreta esperança de que a política econômica pode tomar um rumo mais responsável, estancando a deterioração dos fundamentos do Brasil. No segundo mandato da Presidente Dilma, a maior hostilidade no ambiente político, assim como o ponto de partida deteriorado da economia, tornarão necessária a opção por medidas ortodoxas, em linha com um comportamento mais racional. A maior questão que se coloca nesse momento é até onde irá o suporte, dentro do governo, à ortodoxia.

A sinalização dada pelo governo diante da indicação de Levy é bastante positiva, e foi bem recebida pelo empresariado e pelo mercado, pois pode reduzir os custos do longo processo de ajuste que a economia tem pela frente, diante da melhora das expectativas. Porém, como temos ressaltado nos últimos meses, independentemente do rumo da política econômica, o processo de ajuste em direção à recuperação de sólidos fundamentos macroeconômicos é árduo e longo. Além disso, os riscos em torno de uma possível crise energética continuam se avolumando.

No ambiente político, também há grandes desafios. Ainda veremos o impacto que essa mudança de postura da presidente terá sobre o eleitorado e dentro do seu partido, isto é, se será sustentável politicamente. Além disso, a oposição saiu forte das eleições e as investigações em torno da Petrobras continuarão a avançar e a comprometer políticos, aumentando as tensões dentro do Congresso.

O trabalho de reconstrução de um ambiente fiscal saudável será árduo. O PIB brasileiro está estagnado, comprometendo o crescimento das receitas fiscais. As despesas primárias têm crescido há mais de vinte anos e aceleraram fortemente nos últimos três anos. Não há folga no mercado de trabalho, e a produtividade no país está em declínio. Isso, associado a uma forte apreciação cambial nos últimos anos, a despeito da forte queda do preço das exportações brasileiras, leva a um cenário de perda de competitividade e de dinamismo da economia. Assim, o déficit em conta corrente continua crescendo, mesmo com uma economia extremamente fraca.

No curto prazo, a área fiscal é, sem dúvidas, a que mais exige cuidados. Em 2014, o resultado fiscal primário deverá fechar ao redor de zero. Na ausência de medidas fiscais, teríamos um déficit de 0,3% no ano que vem, em função do aumento das despesas com previdência e FAT. Logo o ajuste necessário é de 1,5% do PIB para alcançar o superávit primário proposto de 1,2% por Levy. Acreditamos que o

ajuste proposto para 2015 deverá ser efetuado com uma combinação de corte de despesas, basicamente investimento e outras despesas de custeio, e aumento de impostos. Segundo nossas estimativas, algumas medidas são imprescindíveis: aumento da CIDE, recomposição do IPI e redução do gasto com subsídio da energia elétrica.

O processo de ajuste fiscal será doloroso em um momento de fraqueza da atividade. O crescimento do PIB no 3º trimestre de apenas 0,1%, ante o trimestre anterior, confirmou a quase estagnação econômica, que também é corroborada pelo desempenho da produção industrial. O cenário prospectivo para o consumo parece especialmente delicado, uma vez que o ajuste fiscal proposto deverá elevar os impostos sobre o consumo e reduzir o crescimento dos bancos públicos. O cenário para os investimentos também é preocupante, tendo em vista o baixo nível de confiança dos empresários e a elevação de juros em curso pelo Banco Central. Nosso cenário base é de mais um ano de crescimento medíocre, pois projetamos alta de 0,5% do PIB em 2015. Entretanto, enxergamos riscos para baixo nessa projeção. O escândalo da Petrobras pode ter um impacto difícil de ser previsto sobre os investimentos, sobretudo em infraestrutura. Desse modo, não descartamos a possibilidade de uma recessão severa no próximo ano.

Em relação ao cenário de inflação, as pressões associadas à normalização das tarifas públicas permanecem. Soma-se a isso, o aumento de impostos sobre o consumo, como o IPI e a CIDE. Projetamos uma alta dos preços administrados de 7,6% em 2015 e um avanço de 6,7% para o IPCA em 2015. Vale comentar que já começaremos o ano com a inflação bastante pressionada em janeiro, ao redor de 1%. Para esse mês, diversos ajustes pontuais pressionarão o IPCA. Entre eles destacamos: (i) a introdução das bandeiras tarifárias para a energia (+24 bps); (ii) o aumento das tarifas de ônibus nas principais capitais (+10 bps); (iii) a volta do IPI de autos (+6 bps). Por outro lado, para 2016 a redução das expectativas de inflação e o fim da inflação represada levam a uma convergência mais rápida do IPCA em nossos modelos: uma alta de 5,2% no cenário base.

Por fim, nosso cenário para o setor externo se manteve praticamente inalterado. Em um ambiente de queda dos termos de troca, continuamos com a visão de que o déficit externo deve seguir aumentando em 2015, mesmo com a atividade fraca. Nos últimos dois meses, o câmbio depreciou-se cerca de 14%, mas isso ainda não foi suficiente para gerar uma projeção de melhora na conta corrente, uma vez que os termos de troca continuaram piorando. Com o nível atual de câmbio real, projetamos para 2014/2015 um aumento do déficit próximo a 4%¹ do PIB. Pelos nossos modelos, o nível atual do real ainda não se mostra suficiente para gerar uma melhora sustentável das contas externas.

¹ Em 2015, haverá uma mudança no padrão de contabilização no balanço de pagamentos e essa mudança contábil, no nosso entendimento, aumentará em 1% o déficit em conta corrente em 2015. Dessa forma, nossa projeção sob a nova metodologia é de um déficit de 5% do PIB.

No cenário internacional, a tendência de valorização do dólar se mantém, o que tem sido suportado, principalmente, pelos dados econômicos mais fortes e pelas perspectivas de normalização da política monetária nos Estados Unidos. Enquanto a economia americana ganha dinamismo, o Japão e a zona do euro lutam para evitar a deflação, aumentando a divergência da política monetária. A queda dos preços do petróleo e o impacto sobre as economias tornaram-se um dos principais temas de discussão no último mês, exacerbando a divergência mencionada acima. Apesar de essa queda ser positiva para o crescimento global, o impacto desinflacionário é indesejado para as economias que já se encontram com inflação baixa.

Nesse cenário, mantemos nossas posições que se beneficiam do processo de fortalecimento do dólar. No mercado local, alteramos algumas alocações de acordo com a mudança nas perspectivas, diante de uma política econômica mais racional, pois apesar de os desafios de médio prazo serem grandes, o primeiro passo para enfrentá-los foi dado. Agora, a prática do dia a dia revelará qual a tolerância às dificuldades, quais custos surgirão, e também, quais serão as respostas para os desafios que se colocam à frente da economia brasileira.

Seguem nossas principais alocações.

Moedas

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

Juros Brasil

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

Juros Internacionais

Aumentamos nossa alocação tomada em juros nos Estados Unidos.

Ações

Iniciamos uma posição comprada na bolsa europeia e vendida na bolsa americana. Mantivemos nossas posições compradas no setor de consumo e no setor financeiro dos Estados Unidos.

Nos mercados emergentes, diminuimos nossa posição vendida em bancos na América Latina e mantivemos nossa posição vendida em empresas de consumo e comprada em REITS e empresas de cimento no México. O direcional consolidado na parte internacional continua neutro.

Em relação à bolsa brasileira, a expectativa de mudanças positivas na condução da política monetária, após a escolha da nova equipe econômica, trouxe bastante volatilidade para o mercado de ações, que fechou em leve alta.

Ao longo do mês, reduzimos nossa posição comprada no setor financeiro e montamos uma posição vendida no setor de telecomunicações e de consumo básico.

Commodities

Continuamos vendidos em cobre, petróleo e algodão e comprados em níquel.

Atribuição de Performance

No mês de novembro, o SPX Nimitz rendeu 2,08%, ante um CDI de 0,84% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Nov. 2014	2014
Ações	0,26%	0,44%
Commodities	0,54%	0,98%
Crédito	0,04%	0,20%
Juros Brasil	-0,20%	-3,60%
Juros Internacionais	-0,34%	-1,38%
Moedas	1,09%	1,35%
Taxas e Custos	-0,15%	-2,05%
CDI	0,84%	9,76%
Total	2,08%	5,69%

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.

