

## Carta do Gestor

### Ruídos políticos mais presentes

#### Caros Investidores,

O segundo governo Dilma começou cercado por incertezas políticas e econômicas. A diversidade de personagens no novo ministério torna muito difícil interpretar qual direção a presidente quer seguir no segundo mandato. A nomeação de Joaquim Levy foi um passo importante na direção correta, entretanto, os sinais têm sido confusos desde então.

No lado positivo, houve o anúncio de cortes em programas como o abono, o seguro desemprego e a pensão por morte, que foi mais forte do que esperávamos. Diariamente, porém, há declarações e comentários da presidente ou de membros do PT na direção oposta aos ajustes que começam a ser implementados. Esse ruído só aumenta o custo do ajuste, já que o governo não consegue usufruir de uma melhora das expectativas de médio prazo, que se traduziria em redução dos prêmios de risco e permitiria um aumento nos investimentos. Ou seja, os ruídos gerados pelo PT estão tornando o ajuste fiscal ainda mais recessivo.

Adicionalmente, os últimos dados e notícias têm mostrado que a situação fiscal herdada por Levy é pior do que imaginávamos. Na última programação orçamentária, a previsão era de um superávit de R\$ 10 bilhões para 2014. Com os dados fiscais de novembro, já sabemos que esse resultado só poderia ser atingido com uma quantidade grande de pedaladas e manobras contábeis, mas isso prejudicaria o resultado de 2015.

Os desafios de médio prazo são grandes, mas como mencionamos na última carta, o primeiro passo para enfrentá-los foi dado com a nomeação de Levy. Infelizmente, por mais competente que seja o Ministro da Fazenda, ele não será capaz de resolver sozinho os problemas do país, sendo indispensável a cooperação das demais áreas do governo, em particular, para ajudar com a articulação no Congresso. De qualquer forma, o histórico do Ministro nos faz considerar como cenário base que o ajuste prometido será implementado.

Na parte fiscal, o superávit de 2% do PIB – a meta a ser alcançada em 2016 – também é, nas nossas estimativas, o necessário para estabilizar a dívida bruta em percentual do PIB. Acreditamos que o ajuste proposto, para que o resultado primário em 2015 seja de 1,2%, deverá ser efetuado com uma combinação de corte de despesas, basicamente os cortes já anunciados, cortes no investimento, e aumento de impostos. Em 2014, o primário deverá fechar ao redor de 0% do PIB. Se nada fosse feito, teríamos um déficit de 0,3% no ano que vem, em função

do aumento das despesas com previdência e FAT, e em função do aumento do salário mínimo. Portanto, o ajuste necessário é ao redor de 1,5% do PIB, o que é possível ser feito, mas pesará sobre o crescimento de 2015 e 2016.

Nesse cenário, observaremos como a presidente Dilma enfrentará a evolução dessas dificuldades. Primeiro, porque a população irá sofrer com o aumento tributário e com o corte de gastos, o que pode aumentar a insatisfação com o governo. Segundo, porque há potenciais instabilidades políticas pela frente, diante das eleições das mesas da Câmara e do Senado e da evolução do escândalo da Petrobras.

Sob esta conjuntura, continuamos pessimistas com a atividade à frente. O cenário prospectivo para o consumo parece especialmente ruim, já que o ajuste fiscal proposto deverá elevar impostos sobre o consumo e reduzir o crescimento dos bancos públicos. O cenário para os investimentos também é desfavorável, tendo em vista o baixo nível de confiança dos empresários da indústria e dos serviços e a elevação de juros em curso pelo Banco Central. Acreditamos que 2015 será um ano de recessão e projetamos queda de 0,5% do PIB, pois além dos fatores listados acima, ainda haverá o impacto negativo do escândalo da Petrobras sobre os investimentos em infraestrutura.

Em relação ao cenário de inflação, projetamos uma alta de 7,1% do IPCA em 2015, devido a uma série de fatores. Primeiro, as pressões associadas à normalização das tarifas públicas permanece e há o aumento de impostos sobre o consumo, como o IPI e a CLIDE, fatores que irão pressionar os preços administrados. Cabe ressaltar que já começaremos o ano com uma leitura de inflação bastante pressionada em janeiro, acima de 1,0% segundo nossas projeções. Para 2016, teremos a redução das expectativas de inflação devido à nomeação de uma equipe econômica mais conservadora e o fim da inflação represada, que levam a uma convergência mais rápida do IPCA em nossos modelos: uma alta de 5,5% no cenário base.

Nosso cenário para as contas externas se manteve basicamente inalterado. Em um ambiente de queda dos termos de troca, continuamos com a visão de que o déficit externo não deve melhorar em 2015, mesmo com a atividade fraca. Nos últimos quatro meses, o câmbio depreciou cerca de 20%, mas isso ainda não foi suficiente para gerar uma melhora significativa em nossas contas externas, uma vez que os termos de troca continuaram piorando. Com o nível atual de câmbio real, projetamos para 2014/2015 um déficit de 5% do PIB, já considerando a mudança no padrão de contabilização de pagamento de juros de títulos públicos de não residentes negociados no Brasil, que adicionou 1% ao déficit estimado sob a metodologia antiga.

Esse cenário externo desfavorável é decorrente do fortalecimento da economia americana e da desaceleração da economia chinesa, dois temas que irão nos acompanhar em 2015. O processo de retomada da atividade nos Estados Unidos continua ganhando dinamismo, o que tem exacerbado as divergências de crescimento e de política monetária entre as principais economias do mundo desenvolvido: enquanto o crescimento nos Estados Unidos avança e o Fed se aproxima da elevação de juros, as economias da Europa e do Japão lutam contra a deflação e os Bancos Centrais injetam cada vez mais estímulos. Além disso, a piora da situação na Rússia aumentou a aversão ao risco nos mercados, levando a um movimento de retirada de recursos das economias emergentes pelos investidores globais.

O anúncio de medidas de afrouxamento adicionais na Europa afetará as taxas de juros globais. Avaliando esse movimento, manteremos as alocações nos mercados de juros mais neutras. Nesse cenário, temos concentrado nossas alocações em ativos que se beneficiam do processo de fortalecimento do dólar, principalmente no mercado de câmbio.

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 aplicada na parte intermediária da curva.

### **Juros Internacionais**

Encerramos nossa alocação tomada em juros nos Estados Unidos.

### **Ações**

Com a discussão sobre eleições na Grécia, a piora da situação na Rússia e dados econômicos mais fracos na Europa, encerramos a posição que tínhamos na bolsa europeia contra a bolsa americana. Mantemos nossa alocação comprada no setor financeiro nos Estados Unidos e consumo discricionário e vendido em S&P e consumo básico. Nos mercados emergentes, continuamos vendidos em bancos mexicanos e comprados em bolsas emergentes globais. Na parte internacional, estamos zerados em termos direcionais.

Em relação à bolsa brasileira, mantivemos um direcional zerado. Diminuímos significativamente ao longo do mês a posição vendida em mineradoras e aumentamos a posição comprada de bancos e mantivemos posições vendidas em consumo e *utilities* e compradas em empresas que são favorecidas por um real mais fraco.

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 dezembro, o SPX Nimitz rendeu -0,90%, ante um CDI de 0,95% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Dez 2014	2014
Ações	-0,14%	0,30%
Commodities	-0,07%	0,91%
Crédito	-0,04%	0,15%
Juros Brasil	-2,66%	-6,16%
Juros Internacionais	0,11%	-1,27%
Moedas	1,11%	2,47%
Taxas e Custos	-0,16%	-2,46%
CDI	0,95%	10,81%
<b>Total</b>	<b>-0,90%</b>	<b>4,74%</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.**

