

Carta do Gestor

Até quando sobrevive a Ortodoxia?

Caros Investidores,

A rápida e forte queda na aprovação da presidente Dilma em apenas um mês chama a atenção para as crescentes dificuldades do novo governo, tanto no campo político, quanto no econômico. A recessão contratada para esse ano pode ser bastante grave, o investimento continuará sofrendo com as incertezas acerca da disponibilidade de água e energia e o escândalo da Petrobras continuará comprometendo investimentos em setores importantes da economia. E estamos apenas no começo. Ainda haverá mais aumentos nas tarifas de energia, o emprego sofrerá com a queda da atividade e as consequências da desordem macroeconômica continuarão emergindo.

Tudo conspira contra o governo nesse momento, tanto no cenário doméstico, quanto no externo. No âmbito econômico, as medidas anunciadas por Joaquim Levy foram eficientes para conter a piora das expectativas dos agentes sobre os rumos da economia. No entanto, o ajuste fiscal proposto está se mostrando desafiador. Primeiro, porque o ponto de partida da economia é bem pior do que o imaginado. Quando Joaquim Levy anunciou a meta fiscal para 2015, o resultado primário esperado para 2014 era em torno de zero, mas o resultado efetivo foi um déficit de 0,65% do PIB. Do mesmo modo, o cenário para as receitas fiscais em 2015 é preocupante diante da piora das perspectivas de crescimento. As projeções fiscais da LDO de 2015 foram feitas em dezembro de 2014 com um cenário de expansão de 0,8% do PIB, e atualmente nossa projeção para o PIB de 2015 é de uma queda de 1%. Apenas essa revisão na projeção do PIB aumenta em R\$ 24 bilhões a necessidade de ajuste fiscal em 2015.

Além de um ponto de partida pior, há muitas dúvidas sobre o formato final do pacote de medidas fiscais, o que está colocando em risco sua credibilidade. O ajuste fiscal está enfrentando uma forte oposição dentro do PT, em particular as alterações em benefícios sociais. Neste sentido, aumentou muito o risco de que parte das medidas não seja aprovada e, ainda que aprovada, sofra alterações no Congresso que reduzam sua efetividade. Dois exemplos são as alterações nas regras do seguro-desemprego e da pensão por morte, que já receberam emendas de parlamentares da base aliada para tornar as regras mais benevolentes e, conseqüentemente, mais custosas para o Tesouro. Assim, a economia de R\$ 18 bilhões esperada pelo governo com as alterações de benefícios sociais, também não deve ser atingida.

No âmbito político, a virada da presidente Dilma, colocando em prática medidas tão opostas ao seu discurso recente de campanha, está produzindo efeitos claros dentro do próprio PT e entre os eleitores. Os ruídos dentro do governo são

crescentes e a avassaladora derrota sofrida pelo governo com a eleição de Eduardo Cunha para a presidência da Câmara dos Deputados mostra uma oposição aguerrida. O clima político está péssimo.

Nesse contexto, as dificuldades já enfrentadas pela presidente Dilma no Congresso só vão aumentar. As iniciativas para mudar medidas e barrar iniciativas de arrocho fiscal continuarão elevando as tensões dentro do PT e da sua base aliada. Contudo, o governo não pode abandonar a ortodoxia, sob o risco de desencadear uma crise de grandes proporções. O governo desperdiçou anos de bonança internacional para fazer ajustes suaves e agora não há alternativas fáceis. Os investidores estrangeiros não estão mais tão animados e condescendentes com o Brasil.

O mercado internacional está preocupado com a Petrobras e aumentou a cautela com as emissões externas brasileiras. A pressão sobre a taxa de câmbio é evidente, o que piora a dinâmica da inflação, que atingirá 7,7% em 2015 segundo nossas projeções, e dificulta a política do Banco Central em um contexto estagflacionário. O vento contra, proveniente do cenário externo, está aumentando também.

A aceleração da atividade nos Estados Unidos, em um ambiente de crescimento fraco nas principais economias desenvolvidas, está evidenciando as divergências entre a futura trajetória dos Bancos Centrais. Enquanto o Fed se prepara para elevar os juros e as discussões nesse sentido se aprofundam, o Banco Central Europeu anunciou no mês de janeiro um grande programa de compra de ativos. É esperado que o Banco do Japão, na mesma linha, aumente seu programa de compra de ativos ao longo desse ano.

No mundo emergente, os sinais de fraqueza da China continuam se avolumando, o que motivou o governo a tomar medidas de afrouxamento monetário. A desaceleração do maior consumidor global de *commodities* continua se refletindo na queda desses preços e na piora dos termos de troca dos países exportadores de recursos naturais. A queda de 50% dos preços do minério de ferro ao longo do último ano já mostrou efeitos perversos sobre a balança comercial brasileira, que perdeu US\$ 4,4 bilhões apenas nessa *commodity*.

O mês de janeiro trouxe também importantes reflexões sobre os desequilíbrios que têm se acumulado na economia global no pós-crise e sobre a atuação dos bancos centrais frente a esses desequilíbrios. Em uma ação inesperada, o Banco Central da Suíça abandonou o regime cambial fixo contra o euro, em vigor desde o final de 2011. Após acumular reservas que ultrapassaram 80% do PIB do país na tentativa de evitar uma apreciação excessiva da moeda, a política se mostrou insustentável. O caso da Suíça mostrou que os bancos centrais não são invencíveis e que as políticas de distorções de preço a qualquer custo não duram para sempre. Assim, questiona-se a sustentabilidade de políticas similares, como o enorme programa de compras de ativos do Japão, o câmbio fixo da Dinamarca ou o programa de *swaps* cambiais do Brasil. O exemplo suíço levantou muitas dúvidas e muitos questionamentos sobre os limites dos bancos centrais.

Nesse ambiente externo conturbado, os ajustes pelos quais a economia brasileira precisa passar se tornam ainda mais custosos. A depreciação cambial de cerca de 20% nos últimos quatro meses não foi suficiente para gerar uma grande melhora no déficit em transações correntes, uma vez que os preços das exportações continuam em queda. Nesse cenário, projetamos 5% de déficit em transações correntes no ano, o que exigirá mais de US\$ 100 bilhões em financiamento externo. Em suma, a pressão sobre o câmbio, que já está elevada, irá se manter.

Diante desse cenário, a tendência global de valorização do dólar tem se consolidado. Continuamos concentrando nossas alocações nos ativos que se beneficiam desse processo, 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.

Ações

Mantivemos a alocação comprada no setor financeiro nos Estados Unidos. Após resultados positivos, encerramos a posição comprada em consumo discricionário e vendida em consumo básico.

Nos mercados emergentes, continuamos vendidos em bancos mexicanos e comprados em uma cesta de ações de empresas emergentes asiáticas. Na parte internacional, estamos vendidos em termos direcionais.

Em relação à bolsa brasileira, abrimos uma posição direcional vendida. Mantivemos posições vendidas em consumo e telecomunicações, e compradas em empresas que são favorecidas por um real mais fraco. Ao longo do mês, reduzimos a posição comprada no setor financeiro.

Commodities

Continuamos vendidos em cobre e comprados em níquel.

Adicionamos uma posição vendida em soja. A forte produção sul-americana, aliada à boa perspectiva de incremento de área plantada nos Estados Unidos, contribui para um cenário negativo para preços de soja. Avaliamos como exagerado o prêmio de risco que o preço embute atualmente.

Já a posição vendida em algodão foi encerrada por não identificarmos gatilhos para uma nova queda de preços nos próximos meses. O cenário de médio prazo, porém, permanece negativo.

Encerramos também em janeiro a posição vendida em petróleo, em razão dos fortes cortes de investimento em produção anunciados nos Estados Unidos. No entanto,

nosso viés negativo para a *commodity* permanece, pois não acreditamos que o balanço de oferta e demanda encontre um novo equilíbrio no curto prazo, devendo continuar com bastante excesso. Após a alta do preço nos últimos dias, estamos gradualmente retomando a posição vendida.

Juros Brasil

O cenário para os juros domésticos continua cercado por muitas incertezas. Apesar de a atividade permanecer dando sinais inequívocos de piora, a inflação segue aumentando. Diante desse cenário, optamos por não ter posições relevantes.

Juros Internacionais

Os juros internacionais têm sofrido com a divergência de política monetária nas economias desenvolvidas. Se, por um lado, os Estados Unidos parecem se aproximar do momento de alta na taxa de juros, na Europa e no Japão, os bancos centrais ainda estão fazendo afrouxamentos monetários. Nesse contexto, optamos por não ter posições relevantes.

Atribuição de Performance

No mês de janeiro, o SPX Nimitz rendeu 2,58%, ante um CDI de 0,93% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Jan. 2015	2015
Ações	-0,45%	-0,45%
Commodities	0,45%	0,45%
Crédito	0,12%	0,12%
Juros Brasil	0,16%	0,16%
Juros Internacionais	-0,03%	-0,03%
Moedas	1,57%	1,57%
Taxas e Custos	-0,16%	-0,16%
CDI	0,93%	0,93%
Total	2,58%	2,58%

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.

