

Carta do Gestor

Correção Temporária

Caros Investidores,

O mês de março foi marcado pelos efeitos da desaceleração da economia americana nos mercados. Após oito meses consecutivos de forte apreciação do dólar frente às moedas dos países desenvolvidos e emergentes, a preocupação dos membros do *Federal Reserve* com esse movimento e os dados econômicos mais fracos na economia americana motivaram uma discussão sobre a postergação da alta de juros nos Estados Unidos, levando a uma correção no movimento de apreciação.

Acreditamos que essa correção é um movimento temporário, uma vez que a economia americana está estruturalmente mais forte do que os seus principais parceiros desenvolvidos, o que manterá a divergência na política monetária nos próximos trimestres. Alguns fatores temporários estão pesando sobre os dados americanos e nublando o cenário de curto prazo, principalmente devido ao impacto de condições climáticas adversas no início do ano. A partir dos próximos meses, os dados econômicos voltarão a mostrar a maior robustez da economia americana, deixando claro o ganho de dinamismo e a necessidade de normalização da política monetária.

A discussão sobre a postergação da alta de juros nos Estados Unidos levou o mercado a olhar novamente para os países emergentes como opções de investimento no mês de março, dando suporte aos preços dos ativos dessas economias. Entretanto, o cenário para os emergentes, principalmente aqueles exportadores de *commodities*, permanece delicado. A economia chinesa continua em desaceleração, o que mantém a demanda por *commodities* mais fraca do que nos últimos anos.

Nesse contexto, o Brasil se beneficiou, durante o mês, do movimento de correção do dólar. Entretanto, acreditamos que o real ainda precise de um ajuste expressivo, diante da fraqueza dos fundamentos domésticos, além do ambiente global estruturalmente desfavorável para os emergentes exportadores de *commodities*. Apesar de o governo ter dado alguns passos na direção de realizar ajustes macroeconômicos necessários, ainda estamos em um círculo vicioso, em que uma política de aumento das taxas de juros, elevação de impostos, correção de tarifas públicas e contenção do crédito tem impactos negativos sobre a atividade e sobre o desemprego, o que leva a uma queda na arrecadação, exigindo mais medidas de ajuste e aprofundando a contração da economia. Essa dinâmica será muito difícil de ser quebrada e, por isso, exigirá uma depreciação expressiva do câmbio.

Neste cenário, continuamos pessimistas com a atividade à frente. O cenário prospectivo para o consumo parece especialmente perverso, uma vez que o ajuste fiscal está elevando impostos sobre o consumo, e o governo tem indicado que vai desacelerar as concessões de crédito de bancos públicos.

Em 2014, apesar de um impulso fiscal de cerca de 2,4% do PIB, o país cresceu apenas 0,1%. O destaque negativo foi a queda de 4,1% dos investimentos, cujo cenário prospectivo também é preocupante, diante do baixo nível de confiança dos empresários da indústria e dos serviços e do fato de que o Banco Central do Brasil está elevando a taxa de juros. Nossa projeção é de uma queda de 1,2% do PIB nesse ano e estagnação em 2016, sem considerar os efeitos de um potencial racionamento de energia e de água.

Apesar da nossa visão de atividade fraca, elevamos nossa projeção de inflação de 2015 para 8,5%. Grande parte do aumento da projeção foi causada pela elevação das tarifas públicas de 13,2%. Esse número já incorpora os reajustes extraordinários autorizados para as distribuidoras de energia elétrica, o aumento do valor da bandeira tarifária e o reajuste extraordinário da Sabesp em São Paulo. Considerando a nossa inflação para o mês de março, a inflação do primeiro trimestre será de 3,82%, a mais alta desde 2003.

Com relação ao fiscal, continuamos acreditando que será uma tarefa bastante difícil para o governo entregar a meta de resultado primário em 2015. Mesmo com todas as medidas de ajuste anunciadas pelo Ministro Levy, a queda na arrecadação que esperamos para 2015 deve impedir que a meta seja obtida.

O resultado primário de fevereiro foi bem abaixo das projeções de mercado, com um resultado puxado por um déficit muito forte do governo central. Desse modo, o superávit primário acumulado no ano está em R\$ 3,2 bilhões, significativamente abaixo do resultado obtido no primeiro bimestre de 2014, quando o resultado acumulado foi de R\$ 9,9 bilhões. Assim, os ajustes feitos por Levy ainda não foram suficientes para melhorar os resultados fiscais do governo central.

Nosso cenário para o setor externo se manteve inalterado. Em um ambiente de queda dos termos de troca, continuamos com a visão de que o déficit externo não deve apresentar uma melhora relevante em 2015, mesmo com a atividade fraca e a depreciação recente do câmbio.

Nos últimos sete meses, o câmbio depreciou-se cerca de 40%, mas isso ainda não foi suficiente para gerar uma grande melhora no resultado das transações correntes. Isso ocorreu porque os preços dos bens exportados pelo Brasil continuam em queda; o alto diferencial de inflação do Brasil em relação aos parceiros comerciais fez com que a depreciação nominal se refletisse em uma depreciação menor do câmbio real; os parceiros comerciais também se depreciaram em relação ao dólar americano, levando a uma menor depreciação em termos efetivos e a queda da produtividade tem nos tornado menos competitivo. Com o nível atual de câmbio real, projetamos para 2015 um déficit de US\$ 96 bilhões, ou 5,0% do PIB.

Por fim, o cenário político permanece complexo e instável. O PT e a presidente Dilma permanecem encurralados pelo PMDB no Congresso, pelas denúncias de corrupção e pela insatisfação da população. Além disso, a presidente Dilma precisa defender um profundo ajuste fiscal com o qual não se identifica, mas que, caso não seja implementado, levará o país a uma situação crítica. O vácuo deixado pela falta de credibilidade e pela incapacidade política da presidente se torna, a cada dia, mais evidente.

Nesse cenário, permanecemos concentrando nossas alocações nos ativos que se beneficiam do movimento global de fortalecimento do dólar e de enfraquecimento dos preços das *commodities*.

Seguem nossas principais alocações.

Moedas

Reduzimos um pouco nossas alocações, mas continuamos comprados no dólar americano, parte contra o real e parte contra uma cesta de moedas.

Ações

Mantivemos nossas posições, comprada no setor financeiro nos Estados Unidos e vendida no setor de *commodities* (mineração global e energia) e em empresas sensíveis aos investimentos no setor.

Nos mercados emergentes, continuamos vendidos em bancos mexicanos e comprados em bolsas emergentes. Iniciamos uma posição vendida em uma cesta de empresas afetadas pela desvalorização das moedas emergentes. Na parte internacional, estamos comprados em termos direcionais.

Em relação à bolsa brasileira, mantivemos a posição direcional vendida, reduzimos a posição vendida no setor de mineração e as posições em empresas que são favorecidas por um real mais fraco.

Ao longo do mês, reduzimos a posição comprada no setor financeiro..

Juros

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 direcionais relevantes.

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 direcionais relevantes.

Commodities

Seguimos vendidos em petróleo e soja.

Atribuição de Performance

No mês de março, o SPX Nimitz rendeu 5,16%, ante um CDI de 1,03% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Mar. 2015	2015
Ações	0,70%	0,17%
Commodities	0,23%	0,37%
Crédito	-0,04%	0,15%
Juros	0,01%	0,35%
Moedas	3,67%	7,07%
Taxas e Custos	-0,45%	-0,77%
CDI	1,03%	2,81%
Total	5,16%	10,15%

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.