

## Carta do Gestor

### As Dificuldades se acumulam

#### Caro investidor,

O mês de junho foi marcado pelo choque de realidade. No Brasil, as dificuldades vão se avolumando na medida em que o ajuste da economia vai acontecendo. Diversos problemas no campo político e econômico evidenciaram a difícil missão de ajustar nossa economia. No exterior, a tragédia grega parece não ter fim e coloca uma grande interrogação de como será o desfecho desta crise. Ainda no cenário externo, a China continua dando sinais preocupantes em relação a sua capacidade de atingir a meta estabelecida para o crescimento deste ano. Nos Estados Unidos, o Banco Central (*Fed*) continua a sinalizar que pretende elevar as taxas de juros este ano, mas que continua dependendo dos dados econômicos e do cenário externo.

#### Brasil

No plano político, tivemos desdobramentos recentes da operação Lava-Jato que culminaram na prisão de mais dois executivos de grandes empreiteiras. Novos capítulos da frágil coalizão do governo no Congresso Nacional também foram abertos. Derrotas importantes, como a extensão da correção dos benefícios previdenciários pela fórmula de correção do salário mínimo e a aprovação do reajuste de 78% para os servidores do Judiciário, mostraram que o Congresso tem uma agenda muito diferente daquela defendida pelo Ministério da Fazenda. A pauta-bomba de aumento de gastos continua ativa, a despeito da aprovação de algumas medidas pró-ajuste. A situação é muito delicada e inspira cuidados, pois nunca é demais lembrar que o ajuste proposto pelo ministro Levy foi o que evitou um rebaixamento da nota de risco soberano brasileiro. Caso as dificuldades no Congresso continuem, cresce a probabilidade de o Brasil perder o status de *investment grade*. As consequências seriam desastrosas para o ajuste em curso e para a economia brasileira.

No campo econômico, as notícias também não foram das melhores. A inflação está em aceleração e alcançou um nível próximo de 9% nos últimos 12 meses, medida pelo IPCA. Os resultados fiscais foram decepcionantes, com a arrecadação sendo fortemente afetada pela desaceleração da economia. Os indicadores de atividade econômica continuam mostrando uma economia debilitada e os índices de confiança sinalizam mais contração à frente. Em relação à política monetária, o Banco Central deu continuidade ao ciclo de aperto e elevou a taxa Selic para 13,75% ao ano.

Achamos que os ajustes implementados até o momento vão na direção correta e são necessários para reconquistar a confiança dos agentes econômicos. Porém, temos a impressão de que o ajuste está passando do ponto ótimo, pois os custos começam a superar os benefícios. Entendemos que o governo tem sido surpreendido pela situação fiscal do país. O ponto de partida é muito pior do que o imaginado, o que tem tornado tanto o ajuste, quanto o cumprimento da meta para o ano cada vez mais difíceis. Cada resultado fiscal negativo divulgado gera uma expectativa de mais ajuste, seja com mais corte de gastos ou com mais aumento de impostos. Isso tudo em um contexto em que as condições monetárias e creditícias já estão apertadas. As tarifas públicas continuam sendo elevadas e a renda nominal começou a cair. O resultado é que estamos gerando uma recessão maior do que a esperada, em torno de 2% em 2015.

Aprofundar ainda mais o aperto monetário para atingir 4,5% de inflação em 2016 nos parece, no contexto atual, fora de propósito. A desinflação prevista pelos analistas econômicos já indica que a inflação alcançará níveis de 5,5% em 2016 e 4,5% nos anos seguintes. Achamos essa trajetória projetada satisfatória e esperamos que seja suficiente para que o Banco Central encerre o ciclo de alta dos juros. Em seguida, o Copom deve manter a taxa Selic estável até o fim do primeiro trimestre do ano que vem.

O Brasil precisa sair deste círculo vicioso em que o ajuste gera mais recessão, o que reduz ainda mais a arrecadação de impostos e aumenta a necessidade de mais ajuste. O país está enfrentando um ambiente político extremamente frágil e o vento externo sopra contra. Os executores da política econômica devem refletir bem sobre os benefícios de se aprofundar ainda mais o ajuste em curso nesse ambiente já recessivo. Nossa visão é de que os custos já estão superando os benefícios.

## Internacional

O grande evento externo e que tem atraído as atenções do mercado é a crise grega. Com a situação econômica se agravando e sem um acordo com os credores, a Grécia chegou ao final do mês de junho sem pagar uma parcela da sua dívida com o FMI. Além disso, o primeiro-ministro grego convocou um referendo para a população decidir se apoiaria ou não a proposta dos credores para um novo acordo econômico. A população votou pelo “não” e, assim, aumentaram as incertezas em relação a um acordo.

Na China, dados fracos da atividade econômica levantaram ainda mais dúvidas em relação à capacidade de o governo conseguir entregar a meta de crescimento para 2015 de 7%. Sinais inquietantes na bolsa chinesa também preocuparam o mercado. Após uma alta espetacular desde o ano passado, a bolsa começou a passar por uma correção dos preços.

Nos Estados Unidos, a economia continua com o mercado de trabalho robusto e os dados têm mostrado que após um primeiro trimestre fraco, a economia voltou a se acelerar no segundo trimestre, retornando a um patamar em torno 2,5%-3,0% de crescimento do PIB. Neste contexto, o Banco Central (*Fed*) sinalizou que pretende elevar as taxas de juros ainda neste ano, mas, como sempre, condicionou esta elevação aos dados econômicos e ao cenário externo.

### Ações

Mantivemos nossas posições compradas no setor financeiro nos Estados Unidos e reduzimos a posição vendida no setor de *commodities*. Iniciamos uma posição comprada na Coreia por acreditarmos que seu *valuation* relativo a outros emergentes está bastante descontado. Nos mercados emergentes, reduzimos nossa posição vendida em bancos mexicanos e mantivemos nossa posição comprada em bancos chilenos. Em termos direcionais a posição da carteira ficou neutra.

Em relação à bolsa brasileira, retomamos uma posição direcional vendida ao longo do mês, estamos com uma posição comprada em empresas do setor de infraestrutura e setor elétrico e aumentamos nossa posição vendida no setor de consumo.

### Moedas

Mantivemos a posição comprada no dólar americano, parte contra o real e parte contra uma cesta de moedas.

### Juros

O cenário para os juros domésticos continua cercado por muitas incertezas. A atividade econômica tem apresentado resultados bem piores do que os projetados e a inflação continua muito elevada. Porém, alguns avanços têm sido alcançados, como, por exemplo, a redução das expectativas de inflação para prazos mais longos (a partir de 2017), que já indicam uma convergência da inflação para o centro da meta. Neste cenário recessivo e de convergência da inflação, acreditamos que o esforço monetário já teria atingido seu objetivo e que o Banco Central não teria motivo para um esforço adicional substancial nos juros. Diante deste quadro, resolvemos iniciar uma posição aplicada na parte intermediária da curva.

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 pessimistas com os preços das *commodities*.

Mantivemos a posição vendida em cobre. O cenário de aceleração da produção global das minas tem-se confirmado, enquanto a demanda segue bastante fraca.

Adicionamos uma posição vendida em minério de ferro. A demanda chinesa enfraqueceu-se substancialmente nos últimos meses. Apesar de também termos observado alguma desaceleração da produção, o descompasso entre oferta e demanda nos parece evidente.

Encerramos a alocação vendida em soja. O clima extremamente úmido nos EUA em junho nos levantou dúvidas acerca da produção norte-americana de soja, a ser colhida a partir de setembro.

## Atribuição de Performance

No mês de junho, o SPX Nimitz rendeu 0,92%, ante um CDI de 1,06% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Jun. 2015	2015
Ações	-0,13%	-0,45%
Commodities	-0,21%	-0,22%
Crédito	-0,19%	-0,10%
Juros	0,82%	1,91%
Moedas	-0,31%	6,53%
Taxas e Custos	-0,12%	-1,10%
CDI	1,06%	5,92%
<b>Total</b>	<b>0,92%</b>	<b>12,49%</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.

