

## Carta do Gestor

### Mundo sem Crescimento

#### Caros investidores,

No mês de setembro, vimos a continuidade do enfraquecimento no crescimento das economias emergentes. Isso levou o mercado a precificar um forte aumento no risco de crédito desses países, uma vez que o crédito sobre o PIB cresceu muito nos últimos anos, beneficiando-se das taxas de juros baixas no mundo. Na China, continuamos vendo dados fracos de atividade econômica ao longo do mês, o que vem sendo combatido pelo governo com medidas pontuais de estímulo. A Europa, que tem uma economia muito aberta e dependente de economias emergentes, tende a sofrer com o enfraquecimento dessas economias, o que levará a uma extensão ou aumento do programa de QE. Nos Estados Unidos, a forte volatilidade do mercado fez com que o Fed mantivesse a taxa de juro estável em setembro, indicando que ainda pretende fazer a primeira alta em dezembro. A dúvida que surge é se os Estados Unidos serão capazes de continuar crescendo num ritmo razoável, mesmo com o crescimento medíocre no resto do mundo. No Brasil, o mês foi marcado pelas discussões da reforma ministerial, que, em nossa opinião, teve como objetivo garantir os votos necessários para impedir o *impeachment*, mesmo custando um pedaço do poder da presidente.

#### Brasil

A mudança ministerial feita pela presidente nos parece uma tentativa de se proteger do processo de *impeachment*. A reforma foi feita sem o aval dos grandes caciques do PMDB. Desta forma, não acreditamos que o governo alcançará os votos necessários para aprovação dos pontos importantes do ajuste fiscal. O problema é ainda agravado pelo próprio partido da presidente, que muitas vezes é um dos primeiros a votar contra qualquer tentativa de medidas de ajuste. Na economia, a situação continua se deteriorando. Não vemos qualquer sinal de crescimento à frente, o que, junto com a dificuldade de se aprovar o ajuste fiscal, aprofunda o grande problema de sustentabilidade da dívida. Esta já aponta para 80% do PIB em 2018, de acordo com os nossos modelos. Se o governo não consegue aumentar impostos, também será muito difícil cortar gastos em um momento de recessão profunda, no qual o governo ainda precisa de algum apoio popular para se manter no poder. Como não vemos uma melhora do crescimento econômico à frente, nem uma solução pelo lado fiscal, uma alternativa possível para “solucionar” o problema da dívida será deixar a economia inflacionar, facilitando assim o pagamento da mesma. Já temos alguns sinais de que isso esteja acontecendo. O Banco Central vem sinalizando justamente que, mesmo com a forte depreciação do câmbio, não é necessária uma forte reação da política

monetária, talvez porque já estejamos à beira da dominância fiscal. Além disso, para tentar melhorar um pouco o fiscal, sem a ajuda do Congresso, será necessário elevar impostos, como a CIDE, que tem um impacto forte na inflação, ou ainda aumentar mais os combustíveis, para ajudar a Petrobras com seu grande problema de dívida. Essa solução deverá pressionar tanto a inflação esperada pelo mercado quanto as taxas nominais mais longas para níveis cada vez mais altos, assim como contribuirá para a depreciação da moeda.

### **Internacional**

O ambiente global continua apontando para um cenário de baixo crescimento. As economias emergentes vêm apresentando dados muito fracos de atividade, o que tem levado a uma depreciação das moedas contra o dólar. Com o baixo crescimento e a forte depreciação cambial, o mercado começa a questionar a capacidade de pagamento das dívidas dessas economias, que passaram os últimos anos aumentando o endividamento. Isso fez com que, ao longo do mês, o risco de crédito de vários países e empresas subisse para o nível mais alto dos últimos anos. Para piorar a situação, os Estados Unidos, que, ao contrário do resto do mundo, apresentavam dados melhores de crescimento e poderiam ser o grande motor global, começam a dar alguns sinais de que não será fácil continuar crescendo sozinhos. Como não vemos perspectivas positivas para o crescimento mundial, esperamos que a situação do crédito continue a se deteriorar, gerando uma saída de capitais dos países emergentes.

Dados mais fracos da economia americana devem fazer com que o movimento de fortalecimento do dólar tenha alguma reversão. Porém, como achamos que as economias emergentes continuam desacelerando mais do que a dos Estados Unidos, o fortalecimento do dólar deve continuar no médio prazo.

Seguem nossas principais alocações.

### **Juros**

A inflação corrente continua em nível muito elevado e as expectativas inflacionárias que pareciam ancoradas começam a desancorar. A situação fiscal continua muito deteriorada e sem nenhum sinal de solução no médio prazo. Achamos que as inclinações na parte longa da curva estão muito baixas dados os grandes desafios inflacionários e fiscais. Diante disso, iniciamos uma pequena posição tomada em taxa na parte longa da curva.

Os juros internacionais têm sofrido com a divergência da 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.

## Moedas

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

## Ações

Na parte internacional, zeramos as posições compradas no setor financeiro nos Estados Unidos contra a bolsa americana e montamos uma pequena posição vendida em alguns bancos na Ásia. Nos mercados emergentes, continuamos comprados em ações específicas no Chile e vendidos em uma cesta de empresas mexicanas e emergentes. Em termos direcionais voltamos para uma leve posição vendida.

Em relação à bolsa brasileira, mantivemos uma posição direcional vendida ao longo do mês. Em termos setoriais, estamos com posições compradas em empresas que se beneficiam com um real desvalorizado e no setor financeiro e vendidas em empresas do setor de consumo.

## Commodities

Continuamos vendidos em minério de ferro e cobre e adicionamos uma posição vendida em alumínio. Projetamos um quadro de excesso de alumínio para os próximos anos. A oferta global tem registrado forte crescimento, puxada pela China. O excedente de produção chinesa vem sendo escoado via exportações para o resto do mundo, exercendo pressão baixista sobre os preços.

Estamos sem posições relevantes em energia e agricultura.

## Atribuição de Performance

No mês de setembro, o SPX Nimitz rendeu 1,59%, ante um CDI de 1,11% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Setembro 2015	2015
Ações	0,35%	1,69%
Commodities	0,02%	0,72%
Crédito	-0,12%	-0,09%
Juros	-0,54%	1,38%
Moedas	1,04%	12,48%
Taxas e Custos	-0,27%	-3,30%
CDI	1,11%	9,55%
<b>Total</b>	<b>1,59%</b>	<b>22,42%</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.*



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.