

Carta do Gestor

A Realidade bate à Porta das Contas Públicas

Caros investidores,

Em novembro, o mercado solidificou a expectativa de alta de juros do Fed em dezembro de 2015. Com o Banco Central Europeu (BCE) seguindo o rumo de mais afrouxamento monetário, as divergências de crescimento econômico e de políticas monetárias entre os Estados Unidos e a Europa seguiram em curso, sustentando a valorização do dólar americano, principalmente em relação ao euro no mês.

Novembro foi também o quarto mês, dos últimos cinco, a registrar saída líquida de recursos de mercados emergentes, evidenciando uma preocupação crescente de investidores com a combinação de um alto nível de endividamento, fraco crescimento global, baixo preço de *commodities* e perspectiva de alta de juros americanos. A redução do crescimento da China, principalmente nas áreas relevantes de comércio exterior, também segue em curso e gera preocupações.

No Brasil, tivemos um mês marcado pela evidência do esgotamento fiscal do governo federal, com o decreto de contingenciamento de R\$10 bilhões de gastos não discricionários, e por novos desdobramentos da Operação Lava Jato, dificultando ainda mais a já conturbada agenda do Congresso para aprovação de medidas importantes para o equilíbrio fiscal. A iminência do processo de *impeachment* aumenta as incertezas no curto prazo. As surpresas dos dados permanecem no lado negativo, seja em relação a crescimento, arrecadação ou inflação.

Internacional

Nos Estados Unidos, tivemos a divulgação de dados robustos de emprego relativos a outubro, com a criação de 271.000 postos de trabalho e crescimento de salários a 2,5% a.a., maior taxa de crescimento desde 2009. Após declarações mais otimistas da presidente do Fed, Janet Yellen, em relação à economia e divulgação das minutas da reunião do Fed, o mercado ajustou as projeções e tem como praticamente certa a alta de juros em dezembro. Discute-se, agora, o ritmo e a extensão do ciclo. Enquanto isso, na Europa, o BCE segue preocupado com o baixo crescimento e a inflação em queda. Com isso, o presidente do BCE, Mario Draghi, aponta para a expansão do afrouxamento monetário, com combinação de juros mais baixos e extensão e ampliação do programa de compra de ativos. Essa divergência de atividade econômica e de expectativa quanto à política monetária sustentaram a valorização do dólar em relação a várias moedas, mas principalmente em relação ao euro no mês.

Continuamos acreditando nessa divergência dos Estados Unidos em relação ao mundo.

Com o Fed no meio de um ciclo de alta de juros em 2016 e o resto do mundo lutando entre si para crescer, vemos um cenário bem competitivo para os mercados emergentes e potenciais dificuldades de financiamento à frente. Segundo estimativas, a dívida do setor privado de mercados emergentes subiu 33% desde a crise financeira global. Empresas e pessoas físicas aumentaram seu endividamento de 73% do PIB em 2007, para 106% ao final de 2014. Com o crescimento ameaçado, a desalavancagem parece ser a direção. Representando hoje cerca de 40% do PIB global, praticamente o dobro do que era em 1998, os efeitos de tais dificuldades estão sendo sentidos numa escala maior globalmente. Num ambiente regulatório hoje altamente restritivo para bancos, em que a utilização de capital ficou bastante seletiva, as dificuldades podem ser ainda maiores, com um potencial aumento da volatilidade dos mercados por falta de liquidez, a cada dia mais evidente em momentos de consenso de investidores.

Brasil

O esgotamento fiscal está, a cada dia, mais evidente. Estamos chegando ao final de 2015 e a extensão da crise continua a surpreender. Arrecadação em queda acentuada e dificuldade política na aprovação de medidas para contenção da crise fiscal levaram o governo federal a decretar o contingenciamento de despesas não discricionárias em novembro. Para não ferir a Lei da Responsabilidade Fiscal no novo mandato e se complicar ainda mais na luta contra o *impeachment*, o governo se deparou com a realidade das contas públicas e parou, aguardando o Congresso aprovar um déficit de até R\$119,9 bilhões para as contas de 2015. Com vários estados também em dificuldades para colocar em dia pagamentos de funcionários e fornecedores, o país espera o desfecho do imbróglio político no qual está inserido para voltar a funcionar. Os recentes avanços da Operação Lava Jato tornaram a resolução política no curto prazo de qualquer questão fiscal ainda mais difícil. E o tempo, para um Brasil que fecha 2015 com inflação de 10,6% e queda de 3,7% do PIB, urge.

Mesmo o ajuste rápido que as contas externas apresentam, com melhoria da balança comercial acima das projeções de mercado, aponta para razões além da alta da taxa de câmbio que não são animadoras. Esse equilíbrio, que ocorre forçadamente pela queda da atividade, nos parece insustentável e tampouco desejável com essa composição. Se, por um lado, a necessidade de financiamento do país diminui no curto prazo, por outro, a qualidade dos ativos respaldando as dívidas, privadas ou públicas, se deteriora, colocando em xeque a capacidade de pagamento do devedor, ou no mínimo, o *rating* adequado do mesmo.

Seguem nossas principais alocações.

Juros

Na última reunião de política monetária, o Banco Central do Brasil (BCB) sinalizou que pretende trazer a inflação para 4,5% em 2017, sem ultrapassar 6,5% em 2016, que é o teto da banda do sistema de metas. Para atingir esse objetivo será necessário que o BCB inicie um ciclo de alta da taxa Selic, uma vez que a inflação corrente está acima de 10% e as expectativas dos próximos anos estão desancoradas. Achamos que as inclinações na parte longa da curva estão muito baixas, dados os grandes desafios inflacionários e fiscais. Diante disso, mantivemos uma posição tomada em taxa na parte longa da curva.

Os juros internacionais têm sofrido com a divergência da política monetária nas economias desenvolvidas. Se, de um lado, os Estados Unidos parecem se aproximar do momento de alta na taxa de juros, de outro, 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, mantivemos uma posição vendida na bolsa americana e continuamos a ver sinais divergentes e negativos para a bolsa americana nos mercados de crédito, *commodities* e economias emergentes. Nos mercados emergentes, mantivemos nossa exposição comprada no Chile e na Argentina. Continuamos com uma carteira neutra no México, comprada em ativos imobiliários e vendida em uma cesta de empresas de consumo. Permanecemos zerados em termos direcionais.

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 de serviços financeiros, e vendidas no setor de consumo e de *commodities*.

Commodities

No mercado de *commodities* metálicas, continuamos vendidos em alumínio e cobre. Não temos observado sinais positivos de demanda e a resposta da oferta à queda de preços permanece tímida.

No setor agrícola, iniciamos uma posição vendida em soja. Acreditamos que a oferta dos três maiores países produtores, EUA, Brasil e Argentina, exercerá pressão baixista sobre o preço. Em particular, a Argentina possui estoques elevados e estes devem começar a ser vendidos no mercado internacional após o aguardado movimento de desvalorização da moeda.

Em energia, retomamos a posição vendida em petróleo. A produção norte-americana tem contrariado expectativas de queda e se mantido estável. Já a oferta dos países do Golfo Pérsico está forte e tem potencial de aumentar, com a provável liberação das sanções iranianas.

Atribuição de Performance

No mês de novembro, o SPX Nimitz rendeu 1,96%, ante um CDI de 1,06% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Novembro 2015	2015
Ações	0,10%	1,70%
Commodities	0,29%	1,09%
Crédito	0,01%	0,06%
Juros	-0,10%	2,56%
Moedas	0,96%	12,02%
Taxas e Custos	-0,36%	-3,86%
CDI	1,06%	11,93%
Total	1,96%	25,49%

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.