

Carta do Gestor

2016: Ano Novo, Velhos Problemas

Caros investidores,

Aproveitando o início de ano para uma reflexão mais abrangente acerca dos fundamentos da economia brasileira, apresentamos, nesta carta, nossa opinião sobre os principais temas em discussão.

A situação fiscal e política do país tem dominado nossas apresentações e relatórios. O leitor reconhecerá que temos adotado uma postura bastante pessimista em relação ao cenário das contas públicas. Não obstante, os resultados fiscais se deterioraram em um ritmo ainda pior do que imaginávamos. Em destaque está o forte aumento do déficit da previdência ocorrido nos últimos meses, que comentaremos à frente. Além disto, o sistema político se mostra incapacitado de, ao menos no curto prazo, lidar com os problemas da economia. Começemos por ele.

Ambiente Político

A Operação Lava Jato tornou o sistema político brasileiro disfuncional. Uma parte considerável dos políticos brasileiros está dividida em três grupos atualmente: (i) os que tentam se desvencilhar das investigações da Lava Jato; (ii) os que já foram atingidos e agora procuram protelar punições e; (iii) os que estão fora da investigação e interessados no espólio dos políticos atingidos. No fim, restam pouco tempo e atenção em Brasília para a situação econômica do país. É neste ambiente que devemos pensar o processo de *impeachment* que está em curso.

Acreditamos que um *impeachment* seja hoje improvável, em razão da composição do Congresso. Mesmo quando se contabilizam “traições” na base aliada, é muito difícil que sejam atingidos os 342 votos de deputados necessários para a continuidade do processo. Sua indefinição, porém, impossibilita qualquer decisão econômica importante, além de fortalecer o caráter esquerdista do governo.

Os partidos de esquerda são o núcleo de sustentação do governo no Congresso. São os votos mais confiáveis para frear o processo de *impeachment*. Mas o custo desse apoio se reflete diretamente em aumento do gasto público.

Neste contexto, a substituição do Ministro da Fazenda nos parece alinhada ao movimento de relaxamento fiscal e de maior intervenção do governo na economia. Esse processo tende a ser gradual, para evitar uma resposta muito negativa dos mercados, mas se mostra inevitável.

Atividade Econômica

Os dados de atividade apontam para uma recessão tão profunda e prolongada no Brasil que muitos já a conotam como depressão. Estimamos a contração do PIB de 2015 em 3,8% e projetamos nova contração em 2016, dessa vez de 3,4%. Os indicadores de confiança do empresariado estão todos perto dos mínimos históricos.

Se a fotografia atual da economia brasileira já é sombria, pode ainda piorar com um risco que nos preocupa cada vez mais: o mercado de crédito. O acelerador financeiro está começando a funcionar no Brasil, amplificando o choque recessivo e tornando a contração do PIB ainda pior. Vemos problemas tanto na demanda, quanto na oferta de crédito no Brasil. Do lado da oferta, a inadimplência tem subido e deve restringir a disponibilidade de crédito nos próximos meses. Do lado da demanda, as empresas estão pouco interessadas em investir nesse cenário de recessão e alta incerteza de política econômica.

Inflação

Vários fatores importantes atuam no sentido de aumentar a inflação em 2016:

1. O *pass-through* do câmbio à inflação tem sido baixo até agora, o que significa que boa parte da depreciação do câmbio ainda não pôde ser repassada ao IPCA. No comércio atacadista, já vemos sinais de forte aceleração em preços de bens comercializáveis, como bens duráveis e alimentação industrializada. É uma questão de tempo para o varejo repassar esses aumentos ao consumidor.
2. A inércia da inflação é elevada. Como IPCA e IGP-M registraram fortes variações em 2015, os preços que são indexados à inflação passada, como tarifas de ônibus urbanos, estão tendo e terão reajustes expressivos nos próximos meses.
3. O reajuste do salário mínimo é um caso particular de inércia. Para 2016, foi aprovado o aumento de 11,7%. Este aumento afetará não apenas os trabalhadores que recebem o mínimo, mas também todos aqueles cujos salários são informalmente indexados a ele, o denominado efeito farol.
4. As expectativas de inflação se deterioraram. Para 2016, a mediana das projeções dos analistas já se encontra em 6,9%, acima do teto de tolerância de 6,5%.
5. Por fim, o aumento de impostos sobre o consumo. Como saída para tentar desafogar as contas públicas, o governo deve aumentar a CIDE em 2016. Os estados, por seu turno, têm elevado alíquotas de ICMS sobre diversos produtos.

A combinação desses elementos deverá se mostrar mais prejudicial à inflação do que os analistas de mercado esperam. Projetamos 8,7% de inflação IPCA em 2016.

Setor Externo

A recessão tem, ao menos, produzido algum efeito positivo sobre a conta corrente brasileira. A queda forte das importações e dos gastos com viagens internacionais são os principais motivos da melhora.

Contudo, a fonte central de preocupação no Balanço de Pagamentos, hoje, é a conta capital. Em um ambiente fiscal de contínua deterioração, grave crise política e recessão prolongada, poderemos observar a saída de parte do capital externo que entrou no país nos últimos anos.

Contas Públicas

Abalada pelo conturbado ambiente político, pela recessão econômica profunda e pela falta de reformas estruturais, a saúde fiscal do país se desvanece.

Para 2016, a maior preocupação continua sendo a previdência social. O aumento do salário mínimo, citado anteriormente, piorou ainda mais as contas da previdência. Com o valor dos benefícios subindo 11,7% e o tamanho da população acima de 65 anos crescendo 4% ao ano, a despesa com benefícios previdenciários vai subir cerca de 16% neste ano. Por sua vez, a receita previdenciária crescerá menos do que a inflação, devido ao aumento do desemprego. Em consequência, o déficit em 2016 atingirá 2,2% do PIB, mais do que o dobro registrado dois anos antes.

Além da despesa com previdência, outros gastos obrigatórios indexados ao salário mínimo devem aumentar como proporção do PIB. Estimamos em 0,9% do PIB o aumento consolidado dos gastos obrigatórios em 2016. Adicionalmente, as despesas discricionárias possuem limitado espaço de corte, pois já foram bastante reduzidas em 2015.

Como único ponto positivo relevante em 2016, teremos as receitas extraordinárias, decorrentes do leilão de hidroelétricas realizado em novembro de 2015, da venda de ativos da União e do programa de repatriação de divisas do exterior.

Como resultante, o déficit primário deve atingir 1,4% do PIB neste ano. A dívida do país continuará em trajetória ascendente e terminará o governo Dilma acima de 80% do PIB. Este número nos parece insustentável e é a base para o debate sobre dominância fiscal.

Política Monetária

Refletindo a piora do cenário inflacionário, o Banco Central sinalizou, por meio de comunicação oficial, que pretende iniciar a alta dos juros em sua reunião de janeiro. Comentários recentes de integrantes do Copom, no entanto, colocaram dúvidas sobre o início e o tamanho desse processo, que agora se encontra cercado de incertezas.

A troca do Ministro da Fazenda e o possível aumento da interferência política nas decisões do BC nos sugerem cautela sobre a avaliação do ciclo de alta da taxa Selic. Essa cautela é também expressa em nossas reduzidas alocações direcionais em juros neste início de ano.

Seguem nossas principais alocações.

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 além dos pontos destacados em cartas anteriores, vale destacar o risco de a contínua deterioração nas economias emergentes (principalmente na China) afetar as economias desenvolvidas de forma mais significativa e a piora no mercado de *high yield* americano impactar de forma mais significativa a economia e os mercados acionários. Na parte setorial, montamos algumas posições estratégicas em empresas que se beneficiam de uma queda do preço do petróleo. Nos mercados emergentes, mantivemos nossa exposição comprada em Argentina e Chile. Iniciamos uma posição vendida numa cesta de empresas de *commodities*. Em termos direcionais, permanecemos zerados.

Em relação à bolsa brasileira, reduzimos a posição vendida em função do fraco desempenho do mercado. Continuamos comprados no setor de serviços financeiros e vendidos em consumo. Mantivemos exposição comprada no setor de *commodities* não metálicas e permanecemos vendidos em empresas de *commodities* metálicas.

Juros

O Banco Central do Brasil (BCB) tem sinalizado que pretende trazer a inflação para 4,5% em 2017, sem ultrapassar, em 2016, o nível de 6,5%, 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. Por outro lado, surgem pressões, por parte do governo, para que o BCB não suba a taxa de juro. Diante disso, zeramos a posição tomada em taxa.

Os juros internacionais têm sofrido com a divergência da política monetária nas economias desenvolvidas. Se, de um lado, os Estados Unidos iniciaram a 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.

Commodities

Continuamos vendidos em metais (cobre e alumínio), soja e petróleo.

Iniciamos uma posição vendida em ouro, em razão de três fatores que enxergamos à frente: (i) contínuo fortalecimento da economia norte-americana em relação às demais, favorecendo a apreciação do dólar frente a outras moedas e ao ouro; (ii) elevações da taxa de juros nos EUA acima do esperado pelo mercado; (iii) novas quedas de preços de *commodities*, garantindo o ambiente deflacionário e retirando o apelo da compra de ouro como ativo real.

Atribuição de Performance

No mês de dezembro, o SPX Nimitz rendeu 1,45%, ante um CDI de 1,16% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Dezembro 2015	2015
Ações	0,28%	2,08%
Commodities	0,03%	1,14%
Crédito	-0,03%	0,02%
Juros	0,53%	3,27%
Moedas	-0,30%	11,78%
Taxas e Custos	-0,22%	-4,21%
CDI	1,16%	13,23%
Total	1,45%	27,31%

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.

