

Carta do Gestor

A Frágil Recuperação Brasileira e a Flexibilização Monetária

Caros investidores,

Brasil

Após um ano conturbado politicamente e trágico economicamente, o Brasil inicia 2017 com uma perspectiva melhor do que aquela com que iniciou 2016. Dois anos de recessão profunda devem dar lugar a um início de retomada de crescimento, mesmo que lenta, em um ambiente inflacionário extremamente benigno. No entanto, não se deve aqui confundir perspectiva com realidade.

O quadro político-econômico do país permanece delicado e incerto. A queda de 10% da renda real *per capita* nos últimos três anos, com consequências importantes no campo social, é apenas mais uma comprovação da realidade frágil do país. Por sua vez, a experiência dura do *impeachment*, a implacabilidade da Lava Jato e os choques recorrentes entre os poderes Judiciário, Legislativo e Executivo aumentaram sobremaneira a imprevisibilidade da economia brasileira.

Em seu desafiador processo de retomada de crescimento, a atividade econômica encontrará obstáculos. O conjunto de dados dos últimos trimestres é péssimo. Enquanto o consumo das famílias sofre os efeitos do aperto de crédito e da piora do mercado de trabalho, os balanços das empresas estão, em geral, deteriorados e em processo de desalavancagem forçada. O impulso para a atividade também não deve vir do setor público, no qual a crise fiscal dos estados vem subtraindo quase 1% ao ano da demanda agregada. Finalmente, o setor externo tampouco deve ajudar de forma relevante, já que o patamar atual do câmbio não favorece as exportações. Como se nota, sobram razões para justificar a trágica situação da atividade econômica brasileira.

No que se refere à inflação, nossa preocupação atual é com um possível *undershooting* em 2018. Temos como cenário base o IPCA ligeiramente abaixo do centro da meta em 2017 e 2018, mas enxergamos o balanço de riscos para a inflação como bastante assimétrico, pendendo para baixo. O hiato do produto, que mede o quanto a economia está distante de seu potencial, tem se mostrado persistentemente mais fraco do que nossos modelos previam, e atua como força baixista para a inflação. Ademais, a série de choques por que passa a economia, como a crise fiscal e outros já citados, não dá sinais de dissipação. No nosso cenário base, supomos que a força para baixo sobre o produto proveniente desses choques irá

se dissipar completamente até meados do ano que vem. Caso essa hipótese não se concretize, e se supusermos que os choques perdem apenas metade da força até lá, nossas projeções mudam para uma nova recessão em 2017 e uma inflação próxima a 3% em 2018. Este cenário alternativo é plausível e merece ser considerado.

Diante desses elementos, que nos evidenciam um quadro contracionista de atividade e benigno de inflação, acreditamos que a autoridade monetária brasileira adotará, em 2017, uma postura bem mais acomodatória do que a adotada até agora. A rigidez monetária de 2016, justificada pelo excesso de zelo com a inflação, será deixada para trás. Antecipamos uma aceleração importante do ritmo de cortes da taxa Selic.

Internacional

A maior economia do mundo estará sob nova administração a partir do próximo dia 20 de janeiro. Donald Trump encontrará a economia americana em pleno emprego, salários em seu maior ritmo de crescimento desde 2009, confiança elevada, tanto de empresas como de consumidores, e inflação em alta, aproximando-se da meta. As propostas do presidente eleito, que envolvem corte de impostos, redução da regulação, expansão fiscal e protecionismo, estimulam a confiança dos agentes econômicos nos EUA e devem garantir um bom desempenho da atividade nos próximos trimestres. Retaliações às medidas protecionistas de Trump são o maior risco no médio prazo para a economia americana e precisarão ser monitoradas.

Em sua reunião de dezembro, o Fed (Banco Central dos EUA) reconheceu o progresso recente do mercado de trabalho e da inflação, e elevou a taxa básica em 25 pontos básicos. Para 2017, a maioria de seus participantes espera ao menos três elevações desta taxa, em vez de apenas duas, como acontecia anteriormente. Enxergamos o balanço de riscos para 2017 como bastante favorável à economia americana, o que deverá justificar elevações de juros superiores às esperadas pelo mercado.

Na Zona do Euro, o evento de destaque que se aproxima são as eleições presidenciais na França, com primeiro turno marcado para o dia 23 de abril. Refletindo o sentimento a favor do nacionalismo e contra a classe política tradicional, Marine Le Pen é presença provável no segundo turno das eleições francesas. Suas propostas envolvem a retirada da França da União Monetária, colocando de vez à prova a tão ameaçada integração do bloco. A possibilidade de eleição da candidata de extrema direita constitui risco importante para os mercados neste primeiro semestre de 2017.

Por fim, na China, a economia segue sustentada pela ação do governo, que continua a incentivar a expansão do crédito e do investimento em infraestrutura. O congresso quinquenal do partido comunista ocorrerá no segundo semestre de 2017 e será responsável por alterações significativas na alta liderança do partido. Trata-se, assim,

de um evento de grande relevância, tanto no âmbito político como no econômico. Até a realização do congresso, avaliamos que a disposição do governo em dar sustentação ao crescimento será reforçada, ainda que por intermédio de estímulos artificiais e potencialmente perigosos no médio prazo.

A seguir, nossas principais alocações.

Juros

No Brasil, temos alterado qualitativamente nossas alocações, trocando os instrumentos e os prazos de acordo com os preços de mercado e o nosso cenário base. De modo geral, seguimos aplicados. Nos juros internacionais, mantivemos a alocação tomada na parte média da curva dos Estados Unidos e comprada em inclinações das partes longas nas curvas de alguns países desenvolvidos.

Moedas

Continuamos comprados no dólar americano contra uma cesta de moedas.

Ações

Na parte internacional, iniciamos uma posição direcional vendida em bolsas emergentes e em empresas que deverão ser afetadas no cenário de reforma de impostos em discussão. Nos mercados emergentes, diminuimos levemente nossa exposição na Argentina, apesar de continuarmos otimistas.

Em relação à bolsa brasileira, mantivemos posição direcional neutra e aumentamos nossa posição comprada em empresas do setor de óleo e gás e no setor de *utilities*. Mantivemos nossas posições compradas nos serviços financeiros.

Commodities

Continuamos comprados em zinco e vendidos em cobre e soja. Adicionamos uma posição comprada em petróleo. Acreditamos que o corte de produção anunciado pelos países da OPEP será cumprido, ao menos nos primeiros meses de acordo. O corte será suficiente para levar o balanço global a um déficit de oferta, com consequente queda de estoques. No médio prazo, a produção americana deverá ser capaz de mitigar os efeitos do corte implementado pela OPEP, o que limita a alta potencial do preço do petróleo.

Atribuição de Performance

No mês de dezembro, o SPX Nimitz rendeu 1,98%, ante um CDI de 1,12% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Dezembro 2016	2016
Ações	0,15%	0,07%
Commodities	-0,06%	-0,26%
Crédito	0,00%	0,17%
Juros	0,82%	4,06%
Moedas	0,31%	4,60%
Taxas e Custos	-0,36%	-3,54%
CDI	1,12%	14,00%
Total	1,98%	19,10%

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.