

Carta do Gestor

O Círculo Vicioso vai Continuar

Caros Investidores,

Há alguns meses, temos comentado em nossas cartas que a economia brasileira precisa de reparos, mas que as ações do governo têm sido na direção de acentuar os desequilíbrios existentes. A piora dos fundamentos não é novidade, mas os efeitos adversos desse processo foram potencializados por um choque negativo de confiança após as manifestações de junho. Os efeitos econômicos e políticos desse choque ainda não são plenamente conhecidos, mas a reação do governo até o momento mostrou que é inequívoca a direção que o país está tomando. Além disso, o cenário atual é frágil e instável.

O cenário é frágil porque o ponto de partida atual já é ruim. Após uma sequência de decisões econômicas equivocadas, chegaremos ao final de 2013 com um crescimento próximo a 2%, inflação próxima ao teto da banda do regime de metas, superávit primário inferior a 2% e déficit em transações correntes em torno de 4%. No entanto, há alguns anos, as condições eram bem mais favoráveis: o crescimento era mais alto, as pressões inflacionárias eram menores, o superávit primário era compatível com a redução da dívida pública e as transações correntes registravam metade do déficit. Hoje, o Brasil não tem mais muita margem de manobra para enfrentar choques.

O cenário atual também é inerentemente instável. Se os consumidores e empresários tiverem a certeza de que teremos mais cinco anos da política econômica atual, o investimento vai cair mais, as expectativas de inflação vão subir, e as condições vão piorar. E se o cenário econômico piorar, colocando em risco substancial a reeleição da presidente Dilma, a inquietação dentro do governo vai aumentar, o que pode gerar mais políticas equivocadas num ano eleitoral, que normalmente já é caracterizado por maior incerteza.

Diante desse cenário, a miopia do governo e o otimismo sem fundamentos assustam. Após os dados mais amenos da inflação em julho, muito influenciados pela queda dos preços de alimentos e das tarifas de ônibus, o Ministro Guido Mantega declarou, de forma convicta, que a inflação está em queda porque o governo agiu, e que agora o poder de compra das famílias será recomposto e o consumo irá acelerar. Quem agiu? O Banco Central, que está elevando os juros gradualmente, tendo ainda na contramão a política de estímulos fiscais? Ou os governos estaduais, que reduziram as tarifas de ônibus acuados pelas manifestações que se espalharam pelas ruas do país? A inflação em 12 meses recuou de um nível acima do teto da banda, para um nível ligeiramente abaixo. Mas ainda que isso fosse uma boa notícia, as desonerações tributárias são responsáveis pela redução de aproximadamente um ponto percentual da inflação atual. Desconsiderando-as, a inflação estaria próxima de 7,5%. Além disso, o dólar

continua em alta, e esse repasse ainda não foi refletido nos preços. Em resumo, o quadro inflacionário continua preocupante.

O Ministro disse que agora o consumo irá acelerar. Nos últimos 10 anos, o crescimento da economia foi alavancado pelo consumo, que cresceu de forma significativa, via aumento de salários reais, transferências de renda e crédito abundante. Mas o consumo está desacelerando, pois a inflação subiu, o endividamento das famílias está alto e o mercado de trabalho dá sinais de enfraquecimento. A deterioração da confiança é visível. O investimento, diante do aumento das incertezas, continua fraco. Os riscos institucionais aumentaram, o que é visível no aumento das tensões entre o poder executivo, o poder judiciário e o legislativo. As concessões agora enfrentam um risco adicional, que é a falta de liberdade do governo para aumentar as tarifas públicas, diante das tensões populares.

As condições externas também estão desfavoráveis. A balança comercial está em rápida deterioração, mesmo com taxas reduzidas de expansão da economia, e os termos de troca estão em queda. Além disso, diante da recuperação da economia americana, as economias emergentes em geral estão sofrendo com a reversão dos fluxos de capital. Portanto, se não vem do consumo, do investimento e do setor externo, de onde virá o crescimento?

No cenário atual, só sobrou o governo para dar um estímulo a mais para o crescimento, aumentando seus gastos. Entretanto, a posição fiscal tem se deteriorado após anos seguidos de aumentos de gastos e desonerações tributárias que pouco efeito tiveram na atividade econômica. Até aqui, a estratégia tem sido continuar a capitalizar os bancos públicos para tentar sustentar o crédito ao investimento e as transferências de renda para sustentar o consumo. Ou seja, devem se aprofundar os erros de política, para nublar os efeitos dos equívocos cometidos pelo próprio governo e que aumentaram os desequilíbrios na economia.

As contas públicas vão, desse modo, continuar a tendência de piora, sustentando uma expansão artificial da demanda, gerando aumento do déficit em transações correntes, pressionando a depreciação do câmbio, contribuindo para a alta da inflação e exigindo uma postura mais cautelosa do Banco Central em relação aos juros. O círculo vicioso vai continuar e a proximidade das eleições só agravará a sequência de políticas que está levando o Brasil para uma posição cada vez mais desfavorável.

Seguem as nossas alocações.

Juros Brasil

A inflação de curto prazo tem apresentado leituras baixas, o que se deve à sazonalidade da alimentação e à reversão do aumento das tarifas de transporte público. Continuamos acreditando que os fatores básicos que mantêm a inflação pressionada permanecem e que a inflação de curto prazo baixa em breve será revertida. Os índices de inflação embutidos nos papéis indexados caíram um pouco ao longo do mês. Assim, aproveitamos esse movimento para aumentar a nossa alocação comprada em inflação.

Moedas

No Brasil, continuamos comprados no dólar americano contra o real, uma vez que os fundamentos do real permanecem em deterioração.

Nos mercados internacionais, continuamos comprados no dólar americano contra o euro, o dólar australiano, a libra esterlina, o peso chileno e o dólar canadense. Acreditamos que o diferencial de crescimento esperado à frente dos Estados Unidos em relação a essas economias continuará se movendo na direção de fortalecer o dólar americano.

Ações

No Brasil, apesar da bolsa ter tido desempenho positivo em julho, o movimento parece refletir um ajuste após um mês de junho bastante negativo. O cenário macroeconômico permanece desafiador, mas essa visão já parece bem disseminada e o posicionamento dos investidores já expressa cautela. Ainda assim, os fundamentos indicam que os preços deveriam se acomodar em um patamar mais baixo.

Durante o mês, aumentamos nossas alocações vendidas no setor de consumo doméstico, que acreditamos ainda não refletir um cenário de crescimento mais baixo e juros reais mais elevados. Além disso, sob a ótica micro, as projeções de lucros à frente ainda parecem otimistas e deverão ser revistas pelo mercado. Outra movimentação no mês foi reduzir/zerar algumas alocações em empresas que se beneficiam de um câmbio mais depreciado, de modo que não temos mais exposição a esse tema.

Nos mercados internacionais, após a queda ocorrida em junho, o mês de julho foi positivo para as bolsas globais. Apesar da contínua alta dos juros nos Estados Unidos, a bolsa americana encerrou em alta de 5%, impulsionada por dados econômicos positivos e um discurso mais *dovish* do Banco Central. As bolsas europeias também tiveram um forte desempenho, fechando o mês em alta de 6%.

Mantivemos nossas alocações setoriais inalteradas, com posição comprada nos setores industrial e bancário e vendida no setor de consumo discricionário. A divulgação dos resultados das empresas no segundo trimestre corroborou essas alocações, nas quais o setor bancário apresentou forte crescimento de lucros e o industrial sinalizou expansão à frente. Nesse cenário, aumentamos nossa posição comprada em empresas que se beneficiam de uma aceleração do investimento nos Estados Unidos.

Iniciamos uma posição comprada nas bolsas europeias e vendida na bolsa americana após sinais de melhora da atividade na região. Acreditamos que as bolsas da Europa se beneficiariam mais da melhora da atividade, uma vez que o desempenho destas foi mais fraco no ano, o cenário para o crescimento de lucros nos Estados Unidos nos próximos trimestres é mais difícil, e os investidores estão menos alocados nas bolsas europeias em relação às bolsas americana e japonesa.

No direcional, mantivemos uma alocação neutra.

Commodities

Seguimos com posições vendidas em cobre e milho. A oferta global de cobre tem apresentado bom crescimento nos últimos meses, enquanto a demanda permanece frágil. Esperamos continuidade deste quadro, sobretudo porque não antecipamos uma reaceleração da economia chinesa, responsável por mais de 40% do consumo global desse metal. No mercado de milho, nossa visão de grande disponibilidade da *commodity* a partir de setembro, época de colheita nos EUA, se mantém. Em razão da forte queda de preço ocorrida, optamos por reduzir um pouco a posição.

Adicionalmente, mantivemos posições menores compradas em paládio e algodão, e encerramos a posição vendida em petróleo. Nosso modelo de oferta e demanda de petróleo sugere agora um quadro de equilíbrio para a *commodity*, não mais justificando uma posição vendida.

Juros Internacionais

Mantivemos a alocação tomada em juros nos Estados Unidos. Com a aceleração da atividade americana no segundo semestre e a redução dos estímulos monetários, esperamos que as taxas de juros de longo prazo se equilibrem em um patamar mais elevado.

Crédito

Mantivemos nossa posição tomada nos juros de dez anos da França e aplicada nos juros de dez anos da Alemanha.

Atribuição de Performance

No mês de julho, o SPX Nimitz rendeu -0,38%, ante um CDI de 0,71% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Jul. 2013	2013	12 MESES
Ações	-0,18%	3,77%	4,48%
Commodities	0,03%	0,42%	-0,07%
Crédito	-0,14%	-0,30%	-0,68%
Juros Brasil	-0,66%	2,09%	3,67%
Juros Internacionais	-0,26%	0,17%	-0,39%
Moedas	0,30%	2,84%	2,24%
Taxas e Custos	-0,17%	-2,36%	-3,08%
CDI	0,71%	4,19%	7,23%
Total	-0,38%	10,82%	13,40%

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.

