

Carta do Gestor

Erros de Política no Brasil e na Europa

Caros Investidores,

Ao longo do mês de março, persistiram os sinais de piora na condução da política econômica no Brasil. A manutenção da estratégia de desonerações graduais da folha de salários para alguns setores específicos e a postergação adicional da menor alíquota de IPI para automóveis, entre outras, confirmam o caráter errático da política econômica do governo. Ganhou destaque adicional na imprensa a dúvida sobre a verdadeira autonomia operacional do Banco Central, posta cada vez mais em xeque por declarações desencontradas de algumas autoridades. Conforme discutimos em nossas últimas cartas, a política econômica brasileira permanece crescentemente confusa, fato que já cobra seu preço, ao afetar adversamente a confiança dos empresários e a percepção dos mercados.

Em relação à atividade econômica, os dados divulgados continuam sugerindo que, em algum momento do primeiro trimestre, a economia ganhou força, puxada por agricultura e uma recomposição de estoques na indústria. Entretanto, alguns indicadores divulgados referentes ao mês de março sugerem que a atividade foi perdendo tração ao longo do trimestre e pode crescer menos à frente, na medida em que esse impulso, advindo da recomposição de estoques industriais e do setor agrícola, perca momento. Por outro lado, cabe destacar a melhora gradual do investimento no trimestre. Segundo nossos indicadores coincidentes, o investimento crescerá pelo 2º trimestre consecutivo, de forma mais disseminada, e não concentrado apenas na produção de caminhões. Mas, apesar dessa melhora, o nível dos investimentos continuará ainda muito baixo, com consequências negativas sobre o crescimento da produtividade e do produto potencial nos próximos trimestres.

O cenário para a inflação continua negativo: para 2013, nossa projeção é de alta de 5,9%, mesmo após todas as desonerações. No curto prazo, o IPCA romperá o teto de tolerância do regime de metas, permanecendo ao redor do teto até o 3º trimestre em nossas projeções. Além disso, os indicadores de difusão corroboram um processo inflacionário disperso e os núcleos permanecem pressionados. Nesse cenário, tem ficado cada vez mais clara a estratégia do governo de usar desonerações para reduzir pontualmente o nível de preços. Consideramos essa estratégia um erro de política econômica, como discutimos em nossa última carta. Ao alterar preços específicos, essas desonerações não alteram a tendência de médio prazo da inflação. Adicionalmente, as desonerações também constituem uma expansão fiscal considerável: calculamos que as quedas do preço da energia e da cesta básica equivalem a um impulso fiscal da ordem de 0,5% do PIB. Esse impulso fiscal, caso não seja compensado por cortes de gastos ou aumento de impostos em outros setores, tenderá a pressionar ainda mais a demanda e, conseqüentemente, a inflação em prazos mais longos.

No cenário internacional, vimos na Europa uma enxurrada de más notícias, que aumentou novamente a sensação de que a crise está muito longe de seu fim. A forma atabalhoada como os líderes europeus conduziram o resgate ao Chipre deu uma nova dimensão ao tratamento que os credores estão dispostos a dar aos devedores daqui em diante e ressaltou a divergência de opinião entre os próprios credores. E, mais uma vez, as repercussões do impasse político abalaram os ânimos dos mercados.

A crise cipriota evidenciou que não há disposição dos credores em prover assistência financeira ilimitada, independentemente das consequências. Ficou claro, também, que os interesses políticos locais são dominantes na discussão coletiva. As eleições na Alemanha, dessa forma, reduziram a margem de manobra dos europeus nas negociações. Por causa de um país de peso quase irrisório no PIB da zona do euro, os europeus correram o risco de uma corrida em todo o sistema bancário. Além disso, foi colocado em prática um controle de capitais, que é bastante difícil de ser revertido segundo a experiência histórica. Possivelmente, mais uma vez, as repercussões foram subestimadas. Nesse sentido, a questão chave é que hoje em dia a sensação de que a crise europeia melhorou depende de um equilíbrio tênue que envolve a melhora da confiança dos mercados e o suporte virtual do BCE, e a eventual corrosão dessa confiança é um evento que deve ser monitorado de perto.

Afinal, os fundamentos não melhoraram. A atividade na região permanece fraca e os ajustes fiscais continuam pesando sobre o crescimento dos países. No período recente, chama a atenção a piora das condições econômicas na França, cujo consumo está reagindo negativamente ao ajuste da renda, diante do aumento do desemprego e dos aumentos de impostos. Além disso, o cansaço da população em relação aos ajustes aumenta continuamente a intolerância e o clima antiausteridade, sinais que são evidentes na maioria dos países. Na Itália, a dificuldade na formação do novo governo está centrada na divergência de opiniões sobre a postura fiscal do governo. Na França, 60% da população deseja uma mudança na equipe do governo. Em Portugal, a Corte Constitucional derrubou importantes medidas de cortes de gastos públicos, que afetavam pesadamente os pensionistas e os desempregados, colocando mais lenha na fogueira do debate político.

Nesse cenário, mantemos nossa estratégia desde o início de 2013, que é aprofundar as alocações em Brasil, mas atentos à evolução da delicada situação europeia. Continuamos a ver uma piora da percepção do mercado em relação aos fundamentos do Brasil e mantemos uma visão ainda mais crítica das políticas adotadas. Simultaneamente, a situação econômica e política europeia tem piorado de forma consistente, o que pode gerar oportunidades de ganhos, caso nossa visão mais cautelosa com a região esteja correta.

Seguem as nossas principais alocações.

Juros Brasil

No mês de março, o Banco Central divulgou o Relatório de Inflação, mostrando que as projeções de inflação de curto prazo subiram aproximadamente 100 pontos-base e que as de longo prazo estabilizaram-se ao redor de 5,5%. Mesmo com essas projeções, a linguagem do Relatório de Inflação deixou dúvidas acerca da importância atribuída pelo Banco Central à convergência da inflação para a meta. Além disso, o governo continua sinalizando que o crescimento é mais importante do que o combate à inflação, que será feito por meio de desonerações, o que é inflacionário no médio prazo.

Nesse cenário, encerramos a alocação tomada no DI jan14, já que o Copom deixou dúvidas sobre uma eventual alta de juros na reunião de abril e o mercado precificava a alta. Reduzimos pela metade a posição tomada no DI jan17, uma vez que o preço subiu ao longo do mês. Além disso, aumentamos a compra da inflação, que permaneceu ao redor do mesmo preço.

Ações

O mês de março continuou a apresentar deterioração do cenário macroeconômico com inflação elevada, perspectiva de aperto monetário à frente e baixa qualidade nas políticas de governo. As ações ligadas à economia doméstica que tiveram expansão de múltiplos relevante nos últimos anos começam a apresentar performance mais contida. Para que ocorra um desempenho positivo, estas empresas provavelmente precisarão entregar resultados melhores do que as estimativas, o que nos parece difícil, dada a inflação mais elevada, a pressão nos custos e nos salários e o eventual aumento de juros. Em função da boa performance, reduzimos algumas estratégias relativas vendidas em consumo básico no Brasil e compradas em empresas internacionais. Além disso, durante o mês, zeramos a operação vendida na bolsa brasileira contra um índice de países emergentes. Mantivemos nossa estratégia predominantemente vendida em consumo doméstico e comprada em uma cesta de bancos, empresas de transporte e logística e *shoppings*.

Na parte internacional, mantivemos nossa exposição direcional neutra. Enquanto as principais bolsas mundiais fecharam em queda, a bolsa americana fechou o mês de março com alta de 3,6%, na máxima histórica, ainda beneficiada pela elevada liquidez global e as surpresas positivas nos dados econômicos. Na contramão da economia americana, a economia europeia apresentou sinais preocupantes de fraqueza na atividade, com as principais bolsas da região fechando em queda, puxadas, principalmente, pelo setor bancário após as medidas de resgate dos bancos no Chipre terem claramente aumentado o risco para o setor. Na bolsa americana, continuamos com a nossa posição comprada nos setores bancário e industrial e vendida no setor de consumo discricionário. Porém, zeramos a posição vendida no setor de varejo. Apesar de o consumo nos Estados Unidos continuar surpreendentemente forte, diante do aumento de impostos ocorrido no início

do ano, o setor de consumo discricionário começa a mostrar alguns sinais de desaceleração e os elevados múltiplos do setor nos fazem manter nossa posição. Com a discussão sobre reforma fiscal corporativa ganhando momento nos Estados Unidos, aumentamos nossa posição comprada em empresas com elevada alíquota de imposto e vendida nas que pagam baixa alíquota de imposto. Aumentamos também nossa posição vendida em empresas com exposição à América Latina e comprada em empresas nos Estados Unidos.

Moedas

Ao longo do mês de março, aumentamos a posição vendida no euro, dada a divergência entre o desempenho econômico da economia americana e o da europeia. Adicionalmente, reduzimos a posição comprada no real contra o dólar, devido à venda de dólares no mercado futuro pelo Banco Central.

Commodities

Seguimos com a alocação vendida em milho. Tanto os fundamentos de demanda, quanto os de oferta continuam sugerindo preços mais baixos do que os atualmente praticados. Pelo lado da demanda, a novidade recente foi a fraqueza da demanda por milho nos EUA no setor de ração animal, revelada no último relatório trimestral do Departamento de Agricultura dos EUA (USDA). Com isso, os três setores que compõem a demanda por milho nos EUA dão agora sinais nítidos de enfraquecimento: o setor produtor de ração animal, o setor produtor de etanol de milho e o setor exportador. Pelo lado da oferta, o USDA confirmou que os produtores americanos pretendem plantar nas próximas semanas a maior área de milho desde 1936, em linha com nossas expectativas. A menos que um evento climático extremo ocorra nos EUA, o país registrará um incremento extraordinário de produção em 2013, que deve ser superior a 30%. Em consequência, os estoques de milho deverão subir de maneira expressiva, exercendo pressão baixista sobre os preços.

Crédito

Mantivemos nossa posição tomada nos juros de dez anos da França e aplicada nos juros de dez anos da Alemanha. A posição fiscal e de competitividade da economia francesa é muito inferior à alemã e os indicadores recentes permanecem evidenciando a deterioração da atividade na França.

Juros Internacionais

Iniciamos uma posição aplicada em juros no Canadá e tomada em juros nos EUA. A economia canadense deve ter um desempenho relativo mais fraco no curto prazo em função do alto nível de endividamento das famílias e da consolidação fiscal, além de haver sinais de investimento excessivo no setor imobiliário.

Atribuição de Performance

No mês de março, o SPX Nimitz rendeu 1,74%, ante um CDI de 0,54% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Mar. 2013	2013	12 MESES
Ações	0,06%	1,29%	2,29%
Commodities	0,04%	0,16%	-0,05%
Crédito	0,00%	-0,04%	-0,12%
Juros Brasil	1,39%	1,86%	4,47%
Juros Internacionais	-0,08%	-0,02%	-2,21%
Moedas	0,24%	0,36%	1,17%
Taxas e Custos	-0,44%	-0,78%	-2,44%
CDI	0,54%	1,64%	7,52%
Total	1,74%	4,46%	10,64%

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.

