

## Carta do Gestor

### Respostas Erradas para Perguntas Difíceis

Caros Investidores,

Ao longo das últimas semanas, continuamos a observar a piora dos fundamentos da economia brasileira. Os problemas que surgem estão se tornando mais complexos e frequentes, aumentando a necessidade de respostas mais efetivas. No entanto, o governo insiste em prolongar a sequência de erros de política econômica que trouxe o país à atual situação.

Os desafios que já se colocavam à economia brasileira foram amplificados recentemente por dois choques simultâneos. Primeiro, o câmbio desvalorizou-se de forma abrupta nos últimos dois meses, perdendo cerca de 13% do seu valor contra o dólar. Segundo, os protestos que marcaram o mês de junho revelaram o descontentamento da sociedade com o governo, colocando ainda mais pressão sobre a política fiscal.

Para governos que contam com a credibilidade derivada de políticas monetária e fiscal bem estruturadas, o primeiro desafio, trazido pela rápida desvalorização do câmbio, não deveria ser um problema grave. Os países emergentes e os países exportadores de *commodities ex-petroleo* entraram em uma fase mais turbulenta, à medida que começaram a sentir mais intensamente os efeitos da piora das condições de financiamento nos mercados internacionais, diante do aumento da aversão ao risco e da queda de preços de seus produtos de exportação. As moedas desses dois grupos de países desvalorizaram-se e os títulos no mercado externo, em particular os títulos corporativos, sofreram bastante. Alguns países, como Chile, México e Austrália, que têm preservado um bom ambiente institucional e mantido boas práticas de política econômica, têm espaço para atenuar os efeitos adversos trazidos por um ambiente externo mais difícil. Infelizmente, esse não é o caso do Brasil.

O ambiente externo permanecerá hostil e volátil. O *Federal Reserve* americano muito provavelmente irá reduzir os estímulos monetários, sinalizando que o excesso de liquidez não irá durar para sempre. Essa postura do Fed gerou um aumento das taxas de juros no mundo inteiro, o que é um risco adicional para a recuperação das economias desenvolvidas. Os Bancos Centrais da Inglaterra e da Zona do Euro, e mesmo alguns membros do *Board* do Fed, já expressaram essa preocupação, mas, de qualquer modo, a sequência de redução de estímulos monetários nos EUA está determinada. Além disso, a crise do euro permanece ativa, e as tensões políticas nos países da periferia europeia aumentaram no período recente. Na China, após anos de expansão da economia a taxas de dois dígitos, a economia desacelera continuamente, colocando em risco a bonança vivida pelos países exportadores de matérias-primas.

Antes mesmo do aumento da volatilidade nos mercados internacionais e da piora das condições de financiamento para economias emergentes, o diagnóstico que fazíamos do Brasil já mostrava uma economia desequilibrada, com inflação em níveis elevados, operando quase a pleno emprego e com crescente déficit em transações correntes, mesmo em um cenário de baixo crescimento e investimento fraco. O Brasil estava mal posicionado para enfrentar a turbulência que se aproximava.

E mesmo que o Banco Central tenha mudado de postura desde a última reunião do Copom, sua tarefa de reduzir a inflação já seria árdua. A inflação estava agora disseminada, próxima ao teto do regime de metas, e a política fiscal tinha um viés expansionista, além de carecer de credibilidade, após repetidas manobras contábeis no registro das contas públicas. Não foi à toa que uma agência de classificação de risco acendeu a luz amarela para o Brasil.

Como reagir a uma depreciação cambial em um cenário de inflação disseminada, tendo em vista que a política fiscal permanece com viés expansionista e a economia frustra constantemente as expectativas de crescimento? Essa é a pergunta mais difícil que se coloca diante do governo.

Os protestos de junho foram o segundo choque que o governo enfrentou no período recente e só aumentaram a complexidade do cenário atual. Outra pergunta difícil se apresenta: como acomodar as pressões trazidas pelas manifestações, em um cenário de súbita erosão da popularidade do governo, a menos de 18 meses das eleições, sem corroer ainda mais a credibilidade da política fiscal?

Os protestos trouxeram demandas da sociedade que foram respondidas mais uma vez de forma atabalhoada e equivocada pelos governos, tanto Federal quanto regionais. Primeiro, governos municipais e estaduais suspenderam aumentos de tarifas de transporte e energia, o que reduz imediatamente o interesse por investimentos nestes setores, com reflexos em toda a economia.

Mas a resposta do Governo Federal foi inquietante. A proposta de convocação de uma Assembleia Constituinte, apesar de rejeitada rapidamente, agredia a ordem Constitucional, trazendo, pela primeira vez desde a redemocratização, um sinal de risco para a estabilidade institucional – justamente um fator que ajudava o Brasil a se diferenciar de outras economias emergentes.

Na sequência, a insistência do Governo Federal na rápida realização do Plebiscito, a despeito da oposição da própria base de apoio do governo no Congresso e de grande parte do *establishment* jurídico, traz inevitavelmente o temor do exemplo de instabilidade jurídica vivenciado em outros países latino-americanos, como Venezuela, Equador e Argentina.

Apesar de ainda não haver elementos concretos, a mera possibilidade de alteração da organização política, no sentido de se aproximar de experiências de consultas diretas à população, em detrimento da organização política baseada na independência e exclusividade do Congresso na confecção e aprovação das leis, tal como se faz nas grandes democracias ocidentais, parece-nos indicar um caminho equivocado

e turbulento. Por que introduzir um risco institucional quando o que o país e os investidores precisam é que a estabilidade das instituições seja reforçada?

O governo claramente não tem conseguido reagir à piora do cenário. O ano de 2014 se aproxima e, no final, o custo deste conjunto de políticas equivocadas será pago pela sociedade. Provavelmente, os impostos serão elevados, consequência do impulso fiscal malsucedido, baseado em estímulos que procuraram beneficiar setores específicos.

Os desafios eleitorais a serem enfrentados num cenário onde se evidencia o fracasso da política econômica, demonstrado no quadro de inflação elevada e baixo crescimento, traz sempre a possibilidade da adoção de ideias ainda mais heterodoxas e agressivas na economia, como intervenção nos mercados e adoção de impostos de baixa eficácia na arrecadação, mas de grande visibilidade política.

Nesse cenário, continuamos concentrando nossas alocações em Brasil. A proximidade do ano eleitoral continua sugerindo que teremos mais do mesmo: menos crescimento, mais inflação e mais pressão sobre as contas públicas. As respostas de política econômica deverão continuar a ser equivocadas, diante de um ambiente complexo que coloca perguntas cada vez mais difíceis para o governo. Nesse contexto de fundamentos em deterioração, política econômica mal articulada e novos riscos institucionais, a desvalorização observada no câmbio até o momento ainda nos parece pequena.

Seguem as nossas alocações.

## Juros Brasil

Ao longo do mês, ocorreram alguns eventos que contribuem para uma inflação mais forte à frente. O real se desvalorizou, protestos colocaram mais pressão no governo pelo lado fiscal e a divulgação do Relatório de Inflação indicou que, apesar das projeções mais altas de inflação, o Banco Central não pretende acelerar o passo na próxima reunião do Copom.

Nesse cenário, mantivemos nossa posição comprada em inflação. Ao longo do mês, a inflação a mercado subiu para 5,8%, o que ainda nos parece um nível baixo, que somente está sendo sustentado devido à sazonalidade da inflação de alimentos. Passado esse efeito, achamos que a inflação vai atingir níveis mais altos.

## 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 moedas do G10. Entre os destaques, estamos vendidos no euro, no dólar australiano, na libra esterlina e no 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, o mês de junho continuou apresentando eventos relevantes no cenário macroeconômico brasileiro, com desdobramentos importantes para a bolsa. Um novo fator de instabilidade apareceu no cenário: as recentes manifestações e a queda brusca da popularidade da presidente Dilma Rousseff. Estamos preocupados com as eventuais reações populistas do governo, bem como suas consequências para a bolsa brasileira, principalmente nos setores controlados e em relação às ações da Petrobras.

Apesar dos ajustes nas posições dos investidores, acreditamos que estes ainda não ajustaram seus portfólios para um cenário de crescimento e confiança mais baixos, de um real mais fraco e de prêmios de risco ainda mais elevados.

Mantivemos nossas alocações em setores que se beneficiam de um câmbio mais depreciado e nos aproveitamos da abertura na parte longa da curva para zerar nossas posições vendidas em setores defensivos, como concessões rodoviárias e setor elétrico. No entanto, mantivemos a posição vendida em algumas ações do setor de consumo/varejo, pois apesar das quedas recentes, seus preços ainda não parecem considerar os desafios do cenário atual.

No mercado internacional, junho foi o primeiro mês no ano com retorno negativo para a bolsa americana, fechando em queda de 1,5%, em grande parte explicada pela forte abertura dos juros nos Estados Unidos. As bolsas europeias e emergentes acompanharam esse movimento, caindo em média 5%. Junho foi também o mês com o maior fluxo de saída dos fundos de mercados emergentes. A bolsa chinesa destacou-se pela queda de 14%, afetada pelo forte aumento dos juros no mercado interbancário e o crescente desapontamento com atividade. Setorialmente, observamos um desempenho mais fraco dos setores cíclicos em relação aos defensivos, mas acreditamos ser mais uma correção do forte movimento do mês anterior do que algo estrutural, uma vez que continuamos a observar uma recuperação da economia americana. Iniciamos uma posição comprada em empresas que se beneficiam de uma aceleração do investimento na economia americana. Após uma forte queda observada nos últimos anos de gastos com bens de capital, quando o investimento chegou a rodar abaixo da depreciação, e passadas as incertezas do primeiro semestre, vemos como favorável o cenário para uma reaceleração do ciclo de investimento nos Estados Unidos. Na América Latina, continuamos vendidos em algumas empresas que serão afetadas negativamente por um dólar forte e pela diminuição nas perspectivas de crescimento, principalmente no Brasil, na Argentina e na Venezuela, e comprados na bolsa americana.

No direcional, mantivemos posição neutra, uma vez que o *valuation* está perto das médias históricas, o cenário ainda permanece difícil para o crescimento de lucro nos Estados Unidos e os juros de mercado estão mais elevados.

## Commodities

Continuamos com posições vendidas em cobre e petróleo, e compradas em paládio e algodão. Nossos modelos de oferta e demanda sugerem elevação de estoques das duas primeiras *commodities* citadas, e redução no caso das duas últimas. Além disso, iniciamos uma posição vendida em milho. O clima nos EUA está favorável e próximo de um período de definição para a safra anual, colhida a partir de setembro. Esperamos um grande aumento dos estoques de milho nos EUA e redução do preço dessa *commodity*.

## Juros Internacionais

Mantivemos a alocação tomada em juros nos Estados Unidos. Com a reaceleração da atividade americana no segundo semestre e o início da retirada do estímulo monetário, 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 junho, o SPX Nimitz rendeu 3,73%, ante um CDI de 0,59% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Jun. 2013	2013	12 MESES
Ações	1,29%	3,96%	4,48%
Commodities	-0,01%	0,39%	0,07%
Juros Brasil	2,05%	2,77%	4,59%
Juros Internacionais	0,13%	0,44%	-0,41%
Moedas	0,41%	2,53%	2,25%
Crédito	0,17%	-0,16%	-0,67%
Taxas e Custos	-0,90%	-2,15%	-4,25%
CDI	0,59%	3,46%	7,20%
<b>Total</b>	<b>3,73%</b>	<b>11,24%</b>	<b>13,25%</b>

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.**

