

# Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACRO

Julho/2022



[www.spxcapital.com](http://www.spxcapital.com)

## Carta do gestor por Fernando Gonçalves

### Aquilo que vemos e aquilo que não vemos

*"O que seria dos vidraceiros se nunca quebrássemos as janelas? [...] A sociedade perde o valor dos objetos inutilmente destruídos. [...] Destruição não é lucro. [...] Habitueмо-nos, então, a não julgar as coisas somente por aquilo que vemos, mas também por aquilo que não vemos."*

Frédéric Bastiat, Aquilo que vemos e aquilo que não vemos, julho 1850

Caros investidores,

Em julho de 1850, o economista francês Claude Frédéric Bastiat discorreu longamente sobre o conceito de custo de oportunidade, ilustrado pela parábola da janela quebrada. Os ganhos resultantes do seu conserto inexistem, pois, destruição sem propósito não gera lucro, mas despesas improdutivoas. Os ganhos do vidraceiro ocultam recursos implicitamente desviados de usos alternativos. Não aumentam o bem-estar líquido da sociedade. Decorre que devemos julgar os fenômenos econômicos não apenas por suas consequências visíveis, mas também pelas que não vemos.

Passados 172 anos, a Europa enfrenta múltiplos choques estruturais com consequências diretas claras e indiretas ainda incertas, que acreditamos que serão parte da realidade do continente no futuro. O choque dos termos de troca e a obsolescência do modelo econômico ameaçam estruturalmente o equilíbrio da balança de pagamentos. O impulso fiscal decorrente da guerra da Ucrânia nos parece mais compensatório do que integrador e apresenta riscos para a pujança do investimento privado e a integridade da Zona do Euro. O alto endividamento de alguns países restringe a flexibilidade monetária diante da inflação, acordando o fantasma da dominância fiscal.

No plano doméstico, as ambições reformistas esbarram nos limites da política tradicional. Na França, o segundo governo Macron se inicia sem maioria no Parlamento, forçando alianças de ocasião e propostas diluídas. Na Itália, a administração de união nacional de Mario Draghi sucumbiu diante da necessidade dos partidos se diferenciarem antes das novas eleições, adiantadas do segundo trimestre de 2023, para setembro próximo. A reforma das instituições italianas – dos seus sistemas judicial e educativo, e das regras de competição – é, mais uma vez, vítima do discurso continuísta de proteção econômica e cultural. O modelo econômico alemão carece de reforma, reduzindo a dependência da indústria em favor dos serviços, uma vez que sua indústria se vê assaltada pela tripla crise energética, geopolítica e climática.

A competitividade do setor industrial europeu nos últimos 30 anos ocultava a premissa de que o insumo de baixo custo seria sempre acessível. Vulnerabilidade não mais teórica, mas prática. A redução do acesso ao gás russo deslocou estruturalmente a curva de custos da indústria, afetando principalmente a Alemanha e a Itália (37% do PIB da Zona do Euro), mas também as economias menores, altamente integradas aos grandes vizinhos. Além do choque de oferta, a Europa tem exposição relevante à China como fonte de demanda por bens de luxo e industriais, o que também se enfraquece no contexto do aumento de tensões geopolíticas e do reposicionamento do tripé do crescimento chinês (exportação, setor imobiliário e infraestrutura) em direção a uma economia mais voltada ao consumo e menos alavancada, sob a política de Zero Covid.

Reestruturar a base energética obriga a Europa a contratar fontes alternativas, fazendo investimentos imprescindíveis para permitir a inevitável transição para uma economia mais limpa e sustentável, que eleva o bem-estar social no longo prazo. Porém, no curto prazo, esta reestruturação será bastante custosa, pois requer restrição da demanda diante da oferta inelástica de gás natural. Esse processo patrocina novos fornecedores de energia e, talvez, precipite alguns benefícios ambientais da transição energética. Por outro lado, consumidores industriais e residenciais, balança de pagamentos e balanço soberano serão desfavorecidos no futuro próximo. Substituir o maior mercado consumidor permanece sem solução óbvia; alternativas são incompletas e escassas. A vantagem competitiva relativa da Europa se exaure, nesse novo mundo.

Que solução buscar, então? "Jogar dinheiro no problema", como diriam os anglo-saxões, parece a saída indispensável. O choque da pandemia permitiu que os países mais carentes de investimento produtivo acessassem recursos da União Europeia por meio do pacote NextGenerationEU. Repetir o feito seria a maneira lógica de resolver muitas destas questões, e uma saída bastante desejável no contexto da frágil construção fiscal da Zona do Euro. A peculiaridade do

choque da guerra traria ainda vantagem, pois investimentos em defesa carregam robustos multiplicadores fiscais.

Não compartilhamos o otimismo destas premissas. A destruição criativa e a genuína integração fiscal europeia, que se oferecem como partes integrantes da solução, são possíveis – mas carecem de debate público transparente e vigoroso, ainda ausente. O gasto fiscal marginal europeu nos parece, portanto, compensatório. Não é, senão, uma tentativa de minimizar a destruição perene de bases industriais e o seu impacto em qualificação da mão-de-obra e da coesão social. Esse gasto não levará a aumento relevante do crescimento potencial, nem à criação de novas e dinâmicas indústrias. Os investimentos adicionais em defesa serão, em grande parte, destinados a sistemas de armamentos norte-americanos, com impacto doméstico limitado.

A solução fiscal possível, ainda que justificada, criará ainda maiores desequilíbrios estruturais na Zona do Euro, dado que subsequente à expressiva expansão de dívida pública pós-COVID. Quanto mais o suporte adicional for feito em nível nacional, mais evidentes ficarão as vulnerabilidades dos países fiscalmente mais frágeis. É certo que o Banco Central Europeu buscará minimizar o efeito das discrepâncias fiscais usando engenhosos instrumentos. Porém, elas permanecerão como uma característica distintiva, e não um erro de design da Zona do Euro – calcanhar de Aquiles enquanto não se construa uma verdadeira união fiscal europeia.

E quais as implicações disso, para o mundo? O mundo compartilha com a Europa o legado da pandemia e da guerra: um ciclo inflacionário seguido a uma onda de aumento do endividamento público. Nesta nova realidade, a política monetária se ausenta como protetora do crescimento. A China, típico motor do crescimento global, se apequena enquanto se volta para dentro.

O mercado financeiro frequentemente reflete “o que vemos”, realocando probabilidades entre cenários à medida que o ciclo global de aperto monetário pós-pandemia amadurece. O cenário prevalente de janeiro a junho foi o de contínua busca de controle da inflação por parte dos bancos centrais, ainda que sob pena de uma potencial recessão. A alternativa, que prevaleceu em julho, reflete a possibilidade de uma desaceleração moderada da atividade paralela ao pico de inflação, que havia sido contratada pela política monetária já anunciada.

O cenário que prevalecerá no futuro é ainda incerto, dependente dos dados vindos e da função-reação dos bancos centrais. A inflação continua excessiva em diversos países, a taxa de juros neutra é ainda desconhecida e o mercado de trabalho norte-americano permanece bastante apertado, a despeito de sinais incipientes de desaquecimento. Os lucros das empresas estão historicamente altos, portanto, expostos a revisões negativas. No segundo semestre, devemos atentar a sinais da inflação ainda elevada, a renovados riscos geopolíticos, à crise na Europa e a uma desaceleração mais pronunciada da atividade econômica global. A assimetria em precificação recente parece favorecer surpresas negativas nestas áreas. Quando múltiplas quebras estruturais operam, ativos frágeis se expõem e ativos defensivos se destacam. Quando o insustentável se apresenta, algo novo se cria. Nossa função é ver o que ainda não se vê.

## Seguem nossas alocações

No *book* de juros, no mercado internacional continuamos com posições favoráveis à alta de taxas nos países onde acreditamos ainda haver grande desequilíbrio entre as condições econômicas e os preços de mercado, com maior alocação de risco em nomes específicos em países emergentes. Em contraste, no Brasil, estamos com alocações aplicadas. Nos mercados de moedas, permanecemos com alocações compradas no dólar americano. No *book* de ações, seguimos vendidos nos Estados Unidos, Europa e Brasil e zeramos nossas alocações compradas na China. Nas *commodities*, seguimos sem posições relevantes. Nos mercados de crédito desenvolvidos e América Latina, operamos vendidos ao longo do mês de julho.

## Atribuição de Performance

No mês de julho, o SPX Nimitz rendeu -1,19%, ante um CDI de 1,03% no mesmo período. As contribuições negativas, foram nos mercados de ações, crédito e juros. As contribuições positivas para a performance do fundo foram nos mercados de *commodities* e moedas.

Rio de Janeiro  
Rua Humaitá 275 • 6º Andar  
Humaitá • RJ • 22261.005  
+55 21 3203-1550

São Paulo  
Rua Prof. Atílio Innocenti 165 • 11º andar  
Itaim Bibi • SP • 04538.000  
+55 11 3508-7500

Londres  
1 New Burlington Place • 4nd Floor  
W1S 2HR • Mayfair • Londres  
+44 20 3911-0661

Nova York  
667, Madison Avenue • 4th Floor  
Nova York • NY 10065  
+1 212 386 5810

Cascais  
Marina de Cascais, Loja 64  
CEP 2750.800 • Cascais  
+351 21 145 2180

ri@spxcapital.com.br  
www.spxcapital.com

Signatory of:



Principles for  
Responsible  
Investment



Autoregulação  
ANBIMA  
Gestão de Recursos

Este material foi preparado em conjunto pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital") e SPX Equities Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Investimentos"), e SPX Crédito Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Crédito"), 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.

Moody's  
LOCAL  
MQ1.br

Avaliação referente a  
SPX Capital e SPX Equities.