

Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACRO

Agosto/2022



www.spxcapital.com

Carta do gestor por Raphaela Mattos

Aterrissagem Arriscada

Caros investidores,

O ano tem sido marcado por diversas crises e eventos relevantes, como a guerra entre a Rússia e a Ucrânia, a persistência inflacionária, o aperto sincronizado das condições financeiras globais e o agravamento da crise energética. Um risco menos comentado, mas que não pode sair do radar, é a bolha imobiliária chinesa.

O modelo de crescimento chinês começa a dar sinais de exaustão. O país que atingiu o patamar de segunda maior economia do mundo, o fez baseado em um modelo apoiado em alavancagem contínua do setor não-financeiro. De fato, o endividamento total subiu de 150% do PIB em 2008, para 270% do PIB em 2022, com a dívida corporativa próxima de 160% do PIB, a maior do mundo. Adicionalmente, a dívida das famílias como percentual da renda disponível aumentou de 30% em 2008, para 120% em 2021.

Esse modelo de crescimento anabolizado teve como um dos principais agentes o mercado imobiliário. Considerando apenas a contribuição direta, construção e serviços imobiliários correspondem por 14% do PIB. Se computarmos efeitos indiretos, a importância é ainda maior. Rogoff e Yang¹, estimam, considerando uma matriz de insumo-produto, uma contribuição de 29% do PIB.

O setor imobiliário chinês, como modelo de crescimento, foi marcado por várias particularidades que, a princípio, atendiam o objetivo inicial de crescer a qualquer custo. Em particular, havia a percepção, respaldada por ações do governo, de valorização dos imóveis. Aliado à ausência de custos de posse, fez com que os imóveis passassem a ser encarados como reserva de valor. Algumas pesquisas, inclusive, indicam que 40% das casas detidas estão vazias.

Isso acabou por propiciar um aumento relevante da venda de imóveis na planta, com os consumidores se tornando, cada vez mais, credores dos incorporadores. Atualmente, tal modalidade corresponde a mais de 50% do *funding* dos incorporadores. Esses, por sua vez, usavam os recursos do pagamento da entrada para começar outros projetos de construção. Por fim, em um ambiente de crescimento contínuo do preço de casas, o atraso na entrega dos projetos virou um interesse de ambas as partes e acabou por inflar ainda mais a demanda por casas. Entre 2005 e 2021, foram vendidas 133 milhões de casas na planta, mas só 102 milhões de casas foram completadas desde 2006. Tal organização, em que os consumidores se tornam a base de financiamento dos incorporadores, acaba por aumentar a interdependência dos participantes e a alavancagem do setor, tornando-o bem mais sensível a quedas nos preços de imóveis.

O esquema tomou proporções relevantes, de forma que, na China, entre 60% a 70% das vendas de casa são novos empreendimentos, enquanto, nos EUA, isso corresponde a 15%. Isso também levou a um mercado extremamente fragmentado, com mais de 100.000 incorporadores, em que as maiores empresas, como a *Evergrande* e a *Country Garden*, detêm individualmente apenas 3% do mercado. Por fim, o endividamento do setor cresceu de maneira relevante, com a razão dívida líquida / *equity* subindo de 40% em 2010, para 80% atualmente.

Ciente da insustentabilidade do modelo, o governo chinês anunciou os "*three red lines*" em agosto de 2020, um conjunto de limites que, se ultrapassados, diminuiriam a capacidade das incorporadoras de tomar dívidas novas. Como consequência, o crédito para as mesmas basicamente secou no ano passado, com a *Evergrande* sendo a primeira grande vítima. Desde então, as dificuldades do setor têm se acumulado e se somado à impaciência dos "credores" que restaram, com muitos deles pedindo o cancelamento das compras feitas em antecipação, e provocando algumas rachaduras na pirâmide que, há até pouco tempo, se retroalimentava.

O objetivo do governo chinês parece ser murchar a bolha imobiliária sem estourá-la, e promover um crescimento mais focado em consumo e setor externo. Existe, entretanto, um risco enorme de execução do plano.

Primeiro, porque, embora algumas medidas tenham sido anunciadas, elas ainda são tímidas frente à dimensão do problema. Algumas estimativas de necessidade de financiamento do setor estão ao redor de 15% do PIB. Nesse sentido, salvar o setor nos moldes do que foi feito em 2015, exigiria um programa três vezes maior do que o realizado na época.

Ademais, o risco de acidente permanece, dado o tamanho e a fragmentação do setor, a dependência da riqueza das famílias de *housing* – 60% da riqueza das famílias está em casas – e o abalo do *animal spirit* causado pela manutenção da política de *zero Covid policy*.

No contexto atual, de baixo apetite por consumo interno e previsões de baixo crescimento global em 2023, o vetor de crescimento que resta, e que tem sido utilizado com intensidade pelos chineses, é o programa de infraestrutura, financiado pelo endividamento do governo. Tal modelo também engloba desafios, uma vez que uma parte importante das receitas da União – 39% das receitas dos governos locais – depende da venda de terreno e também é impactada pela dinâmica do setor imobiliário.

Os movimentos da China devem ser acompanhados de perto, uma vez que podem ter repercussões relevantes no mundo e, principalmente, na Europa e nos países emergentes. Uma deterioração relevante no cenário chinês teria impacto nos preços de *commodities*, colocando em risco a bonança de diversos países emergente, impactaria o cenário de crescimento global e principalmente o do continente europeu, e poderia gerar ondas de crise de confiança ao redor do mundo.

O continente europeu, por sua vez, continua acumulando desafios próprios, começando com a guerra, a seca, e o agravamento da crise energética. São clássicos choques de oferta que pioram ainda mais o cenário baixista de atividade e altista de inflação, mas que não podem ser ignorados pelos bancos centrais, dados os níveis elevados de inflação corrente.

No Brasil, a inflação fez o pico nos últimos meses, e veio acompanhada de uma estabilização das expectativas, o que permite ao Banco Central encerrar o longo ciclo de alta em 13,75% de Selic. Os juros reais estão em níveis altamente restritivos e vão contribuir para o processo de desinflação ao longo do tempo, com a atividade se desacelerando mais claramente a partir do quarto trimestre de 2022. O foco passa a ser a eleição presidencial, com o lançamento da campanha oficial e as pesquisas mostrando liderança do candidato de esquerda. A variável relevante a se observar é a escolha da equipe econômica do presidente eleito.

Em um mundo que convive com tantas crises, o estouro de uma bolha imobiliária na China é um risco que deve ser monitorado por nossa equipe atentamente.

1 Rogoff, K. and Yang, Y., "Has China's Housing Production Peaked?", *China & World Economy*, Vol. 29, No 1, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, January 2021, pp. 1-31.

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. Nas *commodities*, seguimos sem posições relevantes. Nos mercados de crédito desenvolvidos seguimos com posições vendidas ao longo do mês de agosto. No mercado de crédito emergente, temos algumas alocações em títulos soberanos protegidas por posições vendidas em índices, além de uma carteira de *bonds* corporativos.

Atribuição de Performance

No mês de agosto, o SPX Nimitz rendeu 2,12%, ante um CDI de 1,17% no mesmo período. As contribuições positivas para a performance do fundo foram nos mercados de juros e crédito. As contribuições negativas foram nos mercados de ações, *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



Gestão de Recursos

Este material foi preparado em conjunto pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital") 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.