

Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACRO

Outubro/2022



www.spxcapital.com

Carta do gestor por Ylan Adler

Treino é treino, jogo é jogo

Caros investidores,

Os ciclos no futebol, especialmente aqueles relacionados às seleções nacionais, costumam ser medidos em períodos de quatro anos, representando o intervalo entre duas Copas do Mundo. O ciclo atual, iniciado em meados de 2018, tem como término a Copa do Catar de 2022. Nessa mesma época, na esfera social, convivemos com uma das maiores pandemias de todos os tempos. No campo econômico, muito até como consequência da própria pandemia, tivemos um período marcado por amplos estímulos monetários e fiscais por parte dos governos e que, por reação tardia dos mesmos, acabou gerando uma forte inflação. A última vez que havíamos convivido com esse fenômeno em escala global foi na década de 1970, quando o Brasil era até então apenas tri-campeão mundial.

Em economia, aprendemos que a taxa de juros real neutra (r^*), também conhecida como taxa de equilíbrio de longo prazo, é a taxa que sustenta a atividade em plena capacidade, ao mesmo tempo em que mantém a inflação estável. Em *paper* recente publicado pelo Federal Reserve Bank of New York, os economistas Ozge Akinci, Gianluca Benigno, Marco Del Negro e Albert Queralto introduziram um novo conceito de taxa de juros real de estabilidade financeira (r^{**}), taxa a partir da qual problemas não-lineares de instabilidade financeira começam a surgir. Para os bancos centrais, o grande problema surge quando a r^{**} é menor do que a r^* , isto é, quando a taxa de juros que começa a gerar instabilidade financeira é menor do que a taxa de juros necessária para manter a inflação estável. Em um ambiente desses, os bancos centrais acabam em uma espécie de dominância financeira, uma vez que não conseguem elevar as taxas de juros nominais para os níveis necessários para se combater a inflação. Um bom exemplo disso parece ter sido o que aconteceu com o Reino Unido no mês passado, após o fatídico episódio do orçamento fiscal do novo governo. Após quase duas décadas de inflação baixa e estável que permitiu uma queda nas taxas de juros praticadas especialmente nos países desenvolvidos, os bancos centrais agora enfrentam esse novo desafio de subir os juros e enxugar a liquidez no sistema para combater a inflação, em um momento em que a maioria das economias já apresenta um quadro de desaceleração de crescimento. Para se ter uma ideia da magnitude dos estímulos monetários anunciados nos últimos anos, desde o título da Itália na Copa de 2006, os principais bancos centrais do mundo injetaram mais de 20 trilhões de dólares de liquidez no sistema. Possivelmente, em um futuro próximo, veremos outros casos como o que aconteceu no Reino Unido recentemente. Nas palavras de Didi, um dos maiores meio-campistas da história do futebol e bicampeão mundial em 1958 e 1962 pela seleção brasileira, “treino é treino, jogo é jogo”. Resta ver como os banqueiros centrais irão reagir nesse cenário.

Nos Estados Unidos, se em vez do troféu de futebol o que estivesse valendo esse ano fosse o título de economia mais resiliente, com certeza o país seria um dos favoritos a ganhar. Mesmo após inicialmente “tomar uma goleada” da inflação ao insistir no argumento de transitoriedade, o Fed embarcou no mais agressivo e mais rápido ciclo de alta de juros das últimas décadas, que deve terminar com taxas de juros nominais perto de 5%. Com inflação e salários ainda rodando em níveis elevados, acreditamos que o banco central americano precisará manter uma política contracionista por certo tempo e enfraquecer substancialmente o mercado de trabalho. Com os juros reais nos EUA perto de 2% no próximo ano, nível historicamente elevado e comparado, por exemplo, aos níveis de 1994 (quando a geração de Romário e Bebeto conquistava o tetracampeonato mundial para o Brasil no estádio Rose Bowl na Califórnia), deveremos ver a economia americana entrando em recessão em 2023.

A Zona do Euro, detentora de 11 dos 21 títulos de Copa já disputados, também se encontra em situação difícil no campo econômico. No curto prazo, notícias mais positivas, como o clima mais quente no início do inverno e pacotes fiscais anunciados pelos governos que totalizam perto de 500 bilhões de euros para ajudar a população a lidar com os custos mais elevados de energia diminuem os riscos de cauda para esse inverno. De todo modo, acreditamos que, ainda assim, a economia europeia perderá força no quarto trimestre de 2022 e entrará em recessão na virada do ano. No longo prazo, vemos riscos elevados na questão de energia, uma vez que para chegar em uma situação confortável de estoques de gás natural no inverno de 2023/24, serão necessários preços de gás elevados e uma contínua destruição de demanda devido à ausência do fluxo da Rússia, o que deverá continuar afetando negativamente a economia da região. Nesse ambiente, a tarefa do Banco Central Europeu (BCE) se torna extremamente difícil e embora na última reunião tenham manifestado o desejo de desacelerar o passo, eles não vão conseguir parar de subir os juros, levando a taxa de juros para acima do juro neutro de 2%.

Já na Inglaterra, se o time liderado por Harry Kane passa bastante confiança aos seus torcedores e é um dos favoritos ao título esse ano, o mesmo não se pode dizer da relação do governo do Reino Unido com os investidores. Se o futebol inglês é historicamente caracterizado por certo pragmatismo, jogando quase sempre com duas linhas de quatro e dois atacantes à frente dentro do esquema 4-4-2, o mesmo não se pode dizer do orçamento fiscal extremamente ousado e expansionista anunciado pelo governo de Liz Truss no mês passado. Parafraseando a famosa música cantada pelos torcedores ingleses "It's coming home" – que simboliza a expectativa da volta do maior troféu do futebol para os seus verdadeiros criadores: o que parece ter voltado mesmo foi o bom senso aos novos governantes do Reino Unido, que reverteram as medidas anteriores e anunciaram políticas fiscais austeras necessárias, porém que, ao mesmo tempo, tendem a ser ruins para o crescimento no médio prazo. Com problemas de inflação elevada, políticas monetária e fiscal contracionistas, déficit de conta corrente, produtividade baixa e uma economia que já aparenta estar em recessão, parece que, para os ingleses, a maior probabilidade de ouvir boas notícias deve vir dos gramados.

Na China, parece que o ano de 2022 tem sido um verdadeiro "7 a 1" em termos econômicos. Ao escolher lutar diversas batalhas ao mesmo tempo (desalavancagem do setor imobiliário, manutenção da política de zero Covid e o combate às empresas de tecnologia e do setor privado), o PIB desse ano acabou sendo sacrificado e deve fechar 2022 pouco acima dos 3%, nível bastante abaixo do PIB potencial de 5-6%. No mês de outubro, tivemos a conclusão do Congresso Nacional do Partido Comunista da China em que o presidente Xi conquistou o terceiro mandato ("Xi Jinping é tri" tem as treze letras do Zagallo) e consolidou o seu poder. A mensagem importante que obtivemos do Congresso é que, ao longo dos próximos anos, temas como "*common prosperity*", segurança nacional e maior participação do Estado na economia deverão ser algumas das prioridades, juntamente com o crescimento econômico. Embora ainda precisemos esperar mais detalhes por parte da nova administração, nos parece que o cenário mais provável é de crescimento potencial mais baixo no longo prazo na China.

Na terra do pentacampeão do mundo, Brasil, quem ganhou pela quinta vez a presidência foi o Partido dos Trabalhadores. O grande desafio do novo governo será equilibrar as contas fiscais. Apesar de um ponto de partida melhor, devido em grande parte à alta dos preços das *commodities*, que permitiu números melhores na arrecadação, acreditamos que o cenário à frente requeira cautela. Estimamos que apenas as promessas de campanha do presidente Lula na sua "Carta para o Brasil do Amanhã" tem um custo estimado de 3% do PIB ao ano. Essas promessas, somadas às medidas fiscais estimulativas anunciadas pelo governo Bolsonaro ao longo de 2022, em um contexto de forte desalavancagem global, tornam necessária a discussão de um novo arcabouço fiscal crível que consiga estabilizar a dívida pública no longo prazo. Ao presidente Lula e ao novo governo, fica a nossa expectativa de que eles entendam que foram eleitos com a ajuda de forças de centro-esquerda e que façam esse movimento em direção ao centro, inicialmente com o anúncio de bons nomes para a formação do novo governo. Ao Tite, Neymar e cia., fica a nossa torcida pelo hexa.

Seguem nossas alocações

No mercado de juros, temos posições relativas, com a exposição líquida próxima do neutro. Estamos tomados em taxas nos países atrasados no ciclo de aperto monetário, porém aplicados nos mais avançados onde acreditamos que o próximo grande movimento será de queda dos juros. 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 e com posições relativas em Brasil. Nas *commodities*, seguimos com posições vendidas em metais industriais e preciosos. Nos mercados de crédito desenvolvidos, mantivemos posições vendidas em índices corporativos, mas adicionamos posições compradas na parte curta de crédito IG. No mercado de crédito emergente, mantivemos uma posição vendida utilizando instrumentos líquidos como índices.

Atribuição de Performance

No mês de outubro, o SPX Nimitz obteve um retorno de -0,90%, ante um CDI de 1,02% no mesmo período. As contribuições negativas foram nos mercados de juros, moedas e crédito. Os segmentos de ações e *commodities* foram neutros.

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 • 4th 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



Autorregulação
ANBIMA
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.