

Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACRO

Novembro/2022



www.spxcapital.com

Carta do gestor por David DePaolo

O Pico ficou para Trás — vamos ao Vale

Caros investidores,

Depois de atingir o pico de 9% no mês de junho, a inflação nos EUA permaneceu alta, na faixa de 8%, por mais quatro meses, mas sem superar, em qualquer mês, o nível visto no mês anterior. Neste mês, o evento que mais afetou os mercados foi justamente o índice de inflação americana CPI, divulgado em 10 de novembro, que veio abaixo das expectativas, caindo de 8,2% na leitura anterior, para 7,7%. Isso parece mostrar que o número de junho fora, de fato, o pico, afastando, de vez, os piores temores dos mercados quanto à inflação de 2022.

Embora a leitura do índice cheio tenha ficado mais baixa no curto prazo, resta ver se os núcleos não permanecerão altos no médio prazo. O mercado de trabalho segue muito forte, e a robustez do crescimento salarial continua a surpreender. Todavia, nossas projeções internas apontam para uma queda no principal núcleo de inflação, que deverá chegar a 3,3% em novembro do ano que vem. O Fed mudou agressivamente de estratégia, abandonando a política de taxa zero, que ainda vigia no final do ano passado, e elevou a taxa básica dos *fed funds* para 4% em novembro. O consenso prevê 4,5% na reunião de 14 de dezembro. Isso teve o efeito desejado no dragão inflacionário. Domar a inflação é indubitavelmente positivo para a economia e para os mercados. Porém, os efeitos dessa subida tão rápida de 450 pontos-base na taxa dos *fed funds* poderão ser tão negativos para os ativos de risco em 2023, quanto foi a inflação de 2022.

À medida que virarmos o calendário para 2023 e formos deixando para trás a inflação de 8%-10% nas economias desenvolvidas, passaremos a focar nas perspectivas de crescimento. É consenso que a atividade econômica crescerá menos, mas há divergências quanto ao grau de desaceleração. As implicações e o *timing* da resposta têm grande peso no cenário para 2023. A diferença entre uma recessão profunda e rápida e uma aterrissagem suave é, obviamente, grande. Cada um desses cenários tem implicações diferentes quanto aos juros, ao câmbio e ao comportamento dos ativos de risco.

Uma desaceleração gradual, com crescimento menor e queda contínua da inflação, seria altamente positivo para alguns ativos de risco, como crédito e bolsa. Por outro lado, uma recessão brusca e dura certamente levaria à queda dos lucros das empresas e da bolsa, além do aumento dos *spreads* de crédito. Na Europa, nossos economistas antevêm uma queda mais rápida do crescimento, enquanto nos EUA a persistência da forte geração de empregos fez com que, em nossos cenários, uma recessão na economia americana se inicie mais tarde, e não logo no início de 2023. Essa discussão, sobre o risco e o *timing* de uma recessão, continua a confundir muitos economistas e participantes de mercado, já que os efeitos da taxa livre de riscos certamente já atingiram setores economicamente sensíveis, como o setor imobiliário residencial. Vale notar que a taxa média das hipotecas pré-fixadas de 30 anos nos EUA começou o ano por volta de 3,25% e chegou a 7,25% em novembro. Esse grande aumento levou os preços dos imóveis residenciais a caírem 30% em alguns dos mercados mais distintos daquele país. Dado que a casa própria é o item mais valioso do patrimônio de muitas famílias, é altamente provável que o estrago afete o consumo em algum momento. De acordo com a famosa frase de Milton Friedman, frequentemente citada por Jerome Powell, presidente do Fed: "A política monetária funciona com defasagens longas e variáveis". Quão longas e quão variáveis? Essas são as perguntas críticas para 2023. A taxa dos *fed funds* de 4,5% produzirá um choque externo no sistema financeiro? Em caso afirmativo, quando? Ou a resiliência do mercado de trabalho e do consumo ajudará a assegurar um pouso suave?

Os cenários para as economias emergentes parecem muito mais idiossincráticos. A China está finalmente deixando para trás a política de zero Covid, o que deverá ajudá-la a reabrir sua economia no primeiro semestre de 2023. Isso, por sua vez, poderá ter um efeito positivo no crescimento global em determinadas regiões. No Brasil, a situação parece muito mais difícil após as eleições, com a volta de mais uma nova Era Lula. Uma expansão fiscal agressiva, partindo de um ponto inicial de dívida pública bruta doméstica elevada, em um contexto de desaquecimento global, que, simultaneamente, dificulta a queda dos juros reais, promete problemas à frente. Aliás, todas as economias emergentes enfrentarão dificuldades por causa do menor crescimento.

À luz da grande disparidade entre os vários cenários que poderão ocorrer se o atual ciclo de aperto dos juros nos EUA terminar nos 5%, achamos útil considerar uma das melhores lições a serem tiradas de 2022 no que concerne às previsões. Nesta mesma época do ano passado, o consenso quanto à taxa dos *fed funds* no final de 2022 era de ... 0,6%. Portanto, com o final do ano se aproximando e a probabilidade de que a taxa chegue a 4,5%, vemos a trajetória do crescimento e da inflação com uma boa dose de humildade. Os caminhos previsíveis a partir de agora são de fato bastante variáveis, para usar o termo de Friedman. O pico ficou para trás, mas a viagem até o fundo do vale é incerta, na melhor das hipóteses.

Seguem nossas alocações

No mercado de juros, estamos aplicados nos países onde acreditamos que o próximo grande movimento será de queda dos juros, mantendo algumas posições tomadas em taxas nos países atrasados no ciclo de aperto monetário. Nos mercados de moedas, estamos sem posições relevantes. No *book* de ações, estamos vendidos em Estados Unidos e Europa, comprados seletivamente em Mercados Emergentes e com posições relativas em Brasil. Nas *commodities*, seguimos com posições vendidas em metais industriais, e encerramos alocações vendidas em metais preciosos. Nos mercados de crédito desenvolvidos, reduzimos as posições vendidas em índices corporativos, mantivemos exposições aplicadas na parte curta de crédito *Investment Grade* e compramos papéis de alta qualidade em *Investment Grade* e *High Yield*. No mercado de crédito emergente, aumentamos nosso risco via *bonds* com *valuation* atrativo (especialmente no setor de energia/petróleo), e reduzimos nossa posição vendida utilizando instrumentos líquidos como índices.

Atribuição de Performance

No mês de novembro, o SPX Nimitz apresentou um retorno de -4,97%, ante um CDI de 1,02% no mesmo período. As principais contribuições negativas vieram dos mercados de juros e moedas. Os mercados de ações, *commodities* e crédito também apresentaram perdas, em menores magnitudes.

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 W15
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 pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital"), empresa 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.