

Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACRO

Dezembro/2022



www.spxcapital.com

Carta do gestor por Marcelo Castro

Correntes Imperfeitas

Caros investidores,

Era um daqueles dias de ressaca na praia de Ipanema, quando as ondas de três metros e a areia invadem a avenida. Sentado no calçadão, um velho surfista admira a “cabeça d’água”, como os locais chamam este espetáculo da natureza. Nem tartarugas ou crocodilos poderiam se manter naquele mar, mas o velho percebeu um homem que lá nadava. Acreditou que fosse um infeliz que procurava a morte e disse aos surfistas mais jovens para se aproximar da arrebentação para o socorro. Porém, a algumas centenas de passos mais longe, o homem sai da água e com os cabelos revoltos passeia pela areia a cantar.

O velho o alcança e pergunta: “eu te tomei por um renascido, mas de perto vejo que tens aspecto de vivo. Diga-me, tens um método para nadar assim?” “Não”, respondeu o homem, “eu não tenho. Eu parti dos fatos, desenvolvi uma habilidade natural e intui a ação necessária. Eu me deixo levar pelos turbilhões e emergo pelas correntes ascendentes; eu sigo os movimentos da água sem agir por conta própria.” “Que queres dizer com partir dos fatos, desenvolver uma habilidade natural e intuir a ação necessária?”, perguntou o velho surfista. O homem respondeu: “eu nasci nestes morros que você vê e, na praia, sinto-me em casa, eis os fatos. Eu cresci no mar e pouco a pouco me senti à vontade: eis a habilidade natural. Eu ignoro por que ajo do jeito que eu o faço: eis a ação necessária.”

O gestor de ativos pode tirar lições desta fábula. Partimos dos fatos e condições iniciais: os dados econômicos, como estes se desenvolvem e se relacionam. De tanto praticar de maneira deliberada, corrigindo nossos erros, aperfeiçoando processos e julgamento, desenvolvemos uma habilidade natural. Finalmente, nos esforçamos por tomar as decisões corretas, sem vieses ou preconceitos, sem apego a nada. Fazemos o que é necessário para cumprir o mandato. Como o nadador da fábula, o gestor ideal seria capaz de navegar neste turbilhão de correntes imperfeitas que caracterizam o ano de 2023.

Cabe descrever as principais correntes da economia global: tendência de queda da inflação; juro real subindo no curto prazo, mas caminho incerto no longo prazo; guerra na Ucrânia; mercado de trabalho apertado; evolução das preferências dos bancos centrais; e China.

A inflação deve continuar declinando, pelo menos nos índices cheios, devido à normalização das cadeias produtivas e à estabilização dos preços de energia e de alimentos. Há dúvidas quanto aos núcleos da inflação. É provável que também caiam ao longo do ano, mas devido à inércia, a inflação subjacente deve se estabilizar num patamar ainda acima da meta dos bancos centrais.

O juro real continuará subindo na Zona do Euro e nos EUA, pois as expectativas de inflação estão caindo e os bancos centrais permanecem comprometidos com a elevação da taxa básica de juros, para em torno de 5% nos EUA, e 3% na Europa. No médio prazo, a direção do juro real não é clara. Por um lado, o envelhecimento populacional, menor imigração, menor globalização, menor crescimento da China apontam para um declínio do custo do capital. Por outro lado, diversas pressões por mais gastos fiscais, aumentos de custo devido à reformulação das cadeias produtivas globais, enormes investimentos na transição energética e maior oferta de títulos de alta qualidade (como os do tesouro americano) exercem pressão de alta.

A guerra da Ucrânia não parece terminar em nosso horizonte de investimento, pois ambos os lados acreditam que podem melhorar seu poder de barganha se continuarem a lutar. Entretanto, os países ocidentais não hesitam em seu apoio financeiro e envio de armas. Tudo indica que, no segundo semestre do ano, a Ucrânia terá uma vantagem substancial, com os sistemas antimísseis “Patriot” neutralizando os ataques russos à infraestrutura civil, além de dispor de tanques e carros de assalto oriundos de diversos países.

O mercado de trabalho continua sem folga. A retração da oferta de trabalho parece um choque permanente. A desglobalização exacerba o problema, pois dificulta o estabelecimento de fábricas em países onde a mão de obra é mais abundante. Menos imigração também dificulta. Decorre que o salário real deve se recuperar ao longo dos próximos anos, comprimindo as margens das empresas. Nossas análises indicam que a pressão inflacionária – lenta, porém inexorável – continuará no médio prazo, se a taxa de desemprego permanecer no nível atual. Nos EUA, este indicador necessitaria subir para 4,5%, no mínimo.

O discurso dos bancos centrais expressa forte compromisso de trazer a inflação de volta para 2%. No momento, é fácil manter este compromisso. Não há dilema: a inflação está muito elevada e o desemprego, baixo. Entretanto, este discurso será menos crível no decorrer do ano, quando os efeitos da política monetária restritiva serão mais visíveis. Imagine que a inflação caia para 3% e o desemprego suba para 4,25%, com zero crescimento econômico e lucros das empresas estagnados. O que fará o Fed? Insistir na meta de inflação de 2%, a custo de manter o aperto de juros, causando uma recessão e arriscando elevar o desemprego acima de 5%? Ou acomodar um pouco a política monetária, evitando a recessão, mantendo o desemprego em níveis aceitáveis, apostando que a inflação declinará gradualmente para 2% ao longo de 2024 ou 2025?

A China reabre depois de três anos de penúria com a política de "Covid zero". Esperamos um cenário ainda caótico por mais um mês, com hospitais lotados, infecções se multiplicando, mas, já no segundo trimestre, um crescimento muito forte do consumo. O *boom* de turismo para a Europa e o Sudeste Asiático deve acontecer antes disto. Não sabemos quão sustentável será este crescimento. O Partido Comunista da China arrisca perder sua aura de competência: os controles sociais e ideológicos – na mídia – recrudesceram nos últimos anos. As novas tecnologias de monitoramento da população aludem a distopias literárias, como *1984*ⁱ e *Admirável Mundo Novo*ⁱⁱ. Isto desagrada e sufoca importantes segmentos da sociedade. No longo prazo, não sabemos se o partido será capaz de desenvolver um ambiente de negócios que estimule o investimento, a inovação e a geração de empregos.

Entretanto, não podemos subestimar a China. A história do nadador da praia de Ipanema, na verdade, é uma tradução de um texto escrito há 2.400 anos pelo filósofo Zhuang Zhouⁱⁱⁱ. Só alterei dois detalhes: as cataratas de Lù-Leang viraram a ressaca em Ipanema e Confúcio, o velho surfista. A China possui uma cultura tão rica quanto a do Ocidente, uma tradição milenar de burocracia meritocrática – o mandarinato – e, nos últimos 70 anos, levou a cabo o maior experimento social da história. O Partido Comunista Chinês alterna períodos de rigidez ideológica maligna com períodos de pragmatismo eficaz. Apesar de manter a mente aberta quanto aos rumos da China, as indicações do 20º Congresso do Partido não são alvissareiras para o crescimento econômico, pois apontam para o recrudescimento ideológico e para um maior dirigismo estatal.

Como investir neste turbilhão de correntes econômicas? Necessitamos intuir a direção das coisas. É uma tentação imaginar a tendência mais provável de cada corrente e, assim, construir um cenário. Vamos a eles.

A inflação vai cair nos próximos meses, o juro real subirá e a economia dos países desenvolvidos irá se desacelerar. Por outro lado, a China vai crescer fortemente nos próximos seis meses, sustentando o preço do petróleo e ajudando as economias emergentes, bem como a Europa. A guerra permanecerá num impasse sangrento nos próximos meses, mas o mercado vai antecipar boas notícias para o lado da Ucrânia no segundo semestre, o que seria encorajador para a economia europeia. O mercado de trabalho permanece sem folga, mas com juro real suficientemente alto, os bancos centrais do mundo escolhem o caminho da acomodação, para evitar recessão, e apostam na queda gradual da inflação. Este cenário parece muito positivo para os ativos de risco, pois configura a narrativa da estabilização benigna (*soft landing*). O crescimento global será baixo neste ano, mas as perspectivas para 2024 e 2025 seriam positivas, sustentando o mercado acionário.

O problema da construção acima é que a composição de proposições prováveis pode ser improvável. Noutras palavras, enumerei seis correntes e escolhi uma trajetória que considero provável para cada uma delas. Digamos que a probabilidade de acerto em cada proposição é de 80% e independente. Neste caso, a probabilidade deste cenário benigno se configurar é de $0,80^6 = 26,2\%$.

Na decisão de risco, eu preciso pensar em alguns cenários menos intuitivos, que à primeira impressão pareçam mirabolantes. Por exemplo, a China e a Europa entram num acordo tácito de interesse mútuo para estabilizar a situação na Europa. No espírito cínico da realpolitik, a Rússia é forçada a aceitar um cessar-fogo em condições humilhantes. Putin perde poder em um golpe palaciano e Nicolai Patrushev assume o poder de fato. A Rússia se transforma em um Estado-cliente da China, enquanto a Europa expande sua influência militar (OTAN) e política (UE) até as fronteiras da Rússia, que degrading num Estado totalitário e pária no mundo. Este desenvolvimento inesperado estimula o otimismo global. A atividade econômica dispara e os enormes investimentos necessários para fomentar a transição energética resultam em um superaquecimento econômico, juros bem mais altos e inflação ascendente.

A probabilidade do cenário acima é baixa, mas é preciso monitorar todas as direções possíveis do turbilhão de 2023. Poderia também imaginar um cenário oposto, em que a recessão nos EUA e na Europa aconteçam já no primeiro semestre devido aos efeitos defasados do aperto monetário do ano passado, potencializado pela redução dos balanços dos bancos centrais (*quantitative tightening*).

Meu mandato como gestor é confrontar todas estas possibilidades e agir como necessário sem hesitação ou apego. De fato, J. F. Billeter traduziu como “ação necessária” a palavra chinesa *ming*, que, segundo o sinólogo suíço, significa “a ordem que se dá, o mandato, o decreto, mas também destino, fatalidade e necessidade.” Como curiosidade, a palavra “método” na fábula foi como o sinólogo optou por traduzir a famosa palavra chinesa *tao*, que, dependendo do contexto, pode ser traduzida também como caminho, técnica ou funcionamento das coisas

Como o Brasil se insere neste mundo? As condições econômicas iniciais são favoráveis. O país está muito bem situado na questão energética, seja nos hidrocarbonos (gás e petróleo), como no potencial para energia limpa e renovável. Sua posição externa é robusta, com amplas reservas internacionais e sem grande desequilíbrio no balanço de pagamentos. A inflação está em declínio e a perspectiva do agronegócio é muito boa. A taxa de investimento atingiu 19%. A vulnerabilidade reside no endividamento do governo; com as últimas medidas fiscais e o aumento da taxa Selic, o déficit nominal deve terminar 2023 ao redor de 8,25% do PIB. Não sabemos como o governo financiará o aumento do gasto e os investimentos públicos e há também incerteza jurisdicional, que desestimula os investimentos produtivos.

As condições econômicas e o capital político deste novo governo permitem implementar políticas sensatas – que sejam de esquerda, em linha com os desejos expressos na eleição de 2022 –, visando reduzir desigualdades sociais e ingressar num longo período de crescimento moderado, porém sustentável. Seria lamentável retroceder ao famigerado arcabouço da “Nova Matriz Econômica”^{iv}, cujos resultados conhecemos bem. A sociedade brasileira é complexa, pluralista e não progride sob o dirigismo econômico e entaves ao trabalho.

Sobre isto, podemos aprender algo com Zhuang Zhou: “Quando atrapalhamos o funcionamento das coisas e violamos a disposição natural dos seres, a natureza obscura não pode agir. Os quadrúpedes se dispersam, os passarinhos gritam à noite, as pestes tocam as plantas, as pragas abatem os insetos. Eis o que acontece quando o homem tenta impor sua ordem.”

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 com posições relativas em moedas de países emergentes e desenvolvidos. 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. Nos mercados de crédito desenvolvidos, zeramos as posições vendidas em índices corporativos da Europa, movemos parte dessa exposição vendida para índices corporativos dos EUA e permanecemos comprados em partes do mercado *Investment Grade* e *High Yield*. No geral, a exposição direcional do portfólio permanece baixa. No mercado de crédito emergente, aumentamos nosso risco via *bonds* com *valuation* atrativo. Continuamos focando nos setores de energia/petróleo. Também reduzimos nossa posição vendida utilizando instrumentos líquidos como índices, movimentos que levaram a uma maior exposição direcional no mês.

Atribuição de Performance

No mês de dezembro, o SPX Nimitz obteve um retorno de 0,14%, ante um CDI de 1,12% no mesmo período. As contribuições positivas para a performance do fundo vieram dos mercados de ações e crédito, enquanto as contribuições negativas vieram dos mercados de *commodities*, juros e moedas.

ⁱGeorge Orwell, 1949.

ⁱⁱAldous Huxley, 1932.

ⁱⁱⁱ*Leçons sur Tchouang-Tseu*, Jean François Billeter.

^{iv}Políticas econômicas adotadas a partir de 2011 pelo governo Dilma Rousseff.

Rio de Janeiro	São Paulo	Londres	Nova York	Cascais	Singapura
Rua Humaitá 275 • 6º Andar Humaitá • RJ • 22261-005 +55 21 3203-1550	Rua Prof. Atílio Innocenti 165 • 11º andar Itaim Bibi • SP • 04538-000 +55 11 3508-7500	1 New Burlington Place • 4th Floor W15 ZHR • Mayfair • Londres +44 20 3911-0661	667 Madison Avenue • 4th Floor Nova York • NY 10065 +1 212 386 5810	Marina de Cascais, Loja 64 CEP 2750-800 • Cascais +351 21 145 2180	88 Market Street CapitaSpring, Level 39 Singapore • 048948

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

Signatory of:



Moody's
LOCAL
MQ1.br
Avaliação referente a
SPX Capital.



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.