

Carta do Gestor

A última jogada

“Vejo na batalha enxadrista um modelo exato da vida humana, com sua luta diária, suas crises e seus incessantes altos e baixos”

Garry Kasparov



Caros investidores,

Há 35 anos, no dia 10 de novembro de 1985, Garry Kasparov, aos 22 anos de idade, entrava para história ao se tornar o mais jovem campeão mundial de xadrez. Após 23 partidas contra o defensor do título, Anatoly Karpov, e um placar tecnicamente empatado (12-11), Kasparov precisava de uma vitória no último embate. No 42º movimento, Karpov, seguindo a etiqueta do xadrez, antecipa a inevitável derrota algumas rodadas à frente, e concede a vitória a Kasparov.

Em um processo eleitoral que começou em outubro, pelos correios, e se encerrou no dia 3 de novembro, os americanos escolheram seu próximo presidente. Entretanto, chegamos em 10 de novembro com 98% dos votos contabilizados indicando a vitória do candidato democrata, Joe Biden, sem que a partida tenha sido dada por encerrada. Ao escolher, pelo menos até o momento, a judicialização do processo eleitoral, Trump opta por seguir jogando até sua última peça, diferentemente de Karpov há exatos 35 anos.

Embora os democratas, ao que o tabuleiro indica, tenham sido vitoriosos na disputa pela Casa Branca, os republicanos devem confirmar a maioria no Senado e evitar a antecipada “onda azul”. Nesse cenário de Senado e Câmara divididos, revisamos nossas expectativas de aprovação de estímulo fiscal de US\$4 trilhões para US\$1 trilhão, e de crescimento econômico em 2021 de 5% para 4%. Os republicanos, agora na oposição, devem retomar uma postura de maior austeridade fiscal, em contraponto a uma visão democrata mais benevolente com déficits fiscais, como defendida por Stephanie Kelton, analista econômica de Bernie Sanders entre 2016 e 2020.

Enquanto aguarda o desenvolvimento e disponibilização da vacina para a Covid-19, o mundo enfrenta ainda uma nova onda de contaminação, com novos casos atingindo níveis recordes na Europa e nos Estados Unidos, embora com letalidade abaixo dos níveis observados na primeira onda.

Observando um crescimento recente não linear de hospitalizações, governantes na Europa se viram forçados a retroceder na estratégia de reabertura e impor novamente restrições localizadas nas regiões mais atingidas. Nesse cenário, só ficamos mais otimistas em relação a uma retomada do crescimento econômico na Europa a partir do 2º ou 3º trimestres de 2021, apesar da surpresa positiva observada no 3º trimestre de 2020.

No atual tabuleiro global, governado por uma combinação de taxas de juros reais ou nominais negativas, flexibilização quantitativa, controle da curva de juros e, mais recentemente, significativa expansão fiscal, os governos conseguiram sustentar os níveis de atividade global e emprego durante a pandemia em patamares socialmente aceitáveis, pelo menos no curto prazo. A consequente expansão do endividamento global proporciona um ambiente de ampla disponibilidade de capital para empresas eficientes ampliarem investimentos a custos historicamente baixos. Todavia, também ajuda a manter vivas empresas ineficientes, sujeitando o futuro crescimento econômico à lei de retornos marginais reduzidos no médio e longo prazos. Assim como Kasparov teve que jogar 48 partidas em 1984, em um torneio controversamente suspenso, e duelar com Karpov até a última de 24 partidas em 1985 para se sagrar campeão, acreditamos que jogaremos algumas rodadas dentro desse modelo de ampla repressão financeira, antes de nos depararmos com um cenário que leve esse modelo atual a um xeque-mate, seja por inflação, ou esgotamento de resposta da atividade econômica a estímulos. Mas até lá, uma partida de cada vez.

Na China, a recuperação econômica seguiu forte em outubro, com vários índices de atividade atingindo patamares recordes recentes, seguindo nossas projeções de pico de atividade econômica ainda 2-4 meses à frente. Confirmada a eleição de Biden, a China seguirá enfrentando as questões bipartidárias em sua relação com os Estados Unidos, mas deverá encontrar um cenário global mais favorável para investimentos no país.

No Brasil, continuamos com grande preocupação em relação à trajetória fiscal, com a dívida bruta do país chegando a 95% do PIB no final de 2020. Sem espaço para expansão de gastos, já no limite do teto em 2021, o país segue dependendo de reformas adicionais para que a dívida não entre em trajetória explosiva, principalmente no caso de uma flexibilização do teto de gastos para acomodar o programa Renda Brasil. Mediante esse cenário, o Banco Central continua apostando na sustentabilidade de uma política monetária altamente estimulante, combinada com intervenções no mercado de câmbio. Busca-se, assim, promover o estímulo necessário para contrapor o choque econômico gerado pela pandemia, ao mesmo tempo em que tenta manter as expectativas de inflação ancoradas e o prêmio de risco para rolagem da dívida reduzido. Tarefa árdua, que pode encontrar certo alívio com o resultado das eleições americanas, teoricamente mais favorável para mercados emergentes, mas, ainda assim, de difícil execução.

Kasparov ficou conhecido ao longo dos anos por seu estilo agressivo de jogo, muitas vezes sacrificando peças importantes para alcançar o objetivo maior. Contudo, essa percebida agressividade não significava necessariamente que tomava mais riscos, mas apenas que os avaliava melhor do que seus oponentes, antecipando brilhantemente a evolução do jogo. No mundo de projeções econômicas, naturalmente influenciado por efeitos estocásticos, agora ampliados pelas incertezas geradas pela pandemia, essa avaliação de riscos se torna mais difícil. O Brasil está claramente tomando mais riscos na condução da política econômica, em cima de um tabuleiro em constante mutação. No final, caberá ao investidor decidir se quer continuar jogando, via LFT, NTN-B, títulos prefixados de longo prazo, bolsa de valores etc., ou se, assim como Karpov em 1985, concede a vitória e compra dólar para jogar em outro tabuleiro.

Seguem nossas alocações.

Juros

Esperamos que as políticas monetária e fiscal continuem sendo usadas de forma agressiva na tentativa de dar suporte para a economia global. Porém, consideramos que a efetividade dessas estratégias não será uniforme entre os países. Nesse sentido, buscamos alocações relativas e posições em regiões onde enxergamos distorções não sustentáveis.

Com a sinalização do BCB de que o ciclo de queda da Selic foi encerrado, o mercado voltou sua atenção para a fragilidade fiscal do Brasil e para a falta de consenso no avanço das reformas estruturais que o país tanto necessita. Com o destaque para o programa Renda Brasil, em detrimento de um avanço na equação fiscal, o mercado passou a precificar um maior risco de elevação dos juros no curto prazo. Acreditamos que a pressão pela extensão do estado de calamidade pública em 2021 ou mesmo manobras criativas para financiar o Renda Brasil, continuarão a pesar sobre o risco dos títulos públicos e sobre a curva prefixada. Por este motivo, seguimos com posições tomadas na parte curta da curva.

Moedas

Estamos seletivamente vendidos em moedas de países emergentes.

Ações

No mercado internacional, continuamos comprados em setores cíclicos nos Estados Unidos e seletivamente em empresas que foram negativamente impactadas pela pandemia, porém com modelo de negócio inalterado para o longo prazo.

Em relação à bolsa brasileira, estamos comprados em empresas dos setores de *utilities*, consumo e mineração contra o índice Ibovespa.

Commodities

Seguimos comprados em metais preciosos e industriais. No setor de agrícolas, estamos com posições otimistas em grãos.

Crédito

Nos Estados Unidos, mantivemos nossas posições em títulos de empresas de *investment grade* protegidas contra oscilações das taxas de juros e adicionamos proteções utilizando índices de crédito. No mercado de *high yield*, permanecemos com posições protegidas em índices de crédito.

Na América Latina, reduzimos nossa carteira de *bonds* com o aumento recente da volatilidade relacionada tanto aos eventos locais, quanto às eleições americanas.

Atribuição de Performance

No mês de outubro, o SPX Nimitz rendeu 1,62%, ante um CDI de 0,16%, no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Outubro	2020
Ações	-0,66%	-5,89%
Commodities	0,11%	1,43%
Crédito	0,16%	0,90%
Juros	0,97%	1,97%
Moedas	1,05%	8,10%
Taxas e Custos	-0,17%	-1,75%
CDI	0,16%	2,45%
Total	1,62%	7,21%

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

