

## Carta do gestor

### O que é Liquidez?

*“Se você tem que perguntar o que é jazz, você jamais compreenderá.”  
Louis Armstrong*

Caros investidores,

Liquidez é um conceito fundamental em finanças; prover liquidez para o bom funcionamento dos mercados é uma das funções primordiais dos bancos centrais. No entanto, não há definição única para liquidez. Algumas a relacionam à quantidade de moeda em circulação. Porém, a análise de agregados monetários perdeu relevância nas decisões dos bancos centrais. Não há moeda física nos modelos econômicos mais utilizados para previsão de inflação, o modelo nekeynesiano, por exemplo, tem a taxa de juros como instrumento de política monetária. O ex-presidente do Fed Ben Bernanke resumiu esta dicotomia entre teoria e prática numa declaração que ecoa a resposta de Louis Armstrong sobre o que é jazz: “o problema do afrouxamento monetário é que funciona na prática, mas não funciona na teoria”.

O objetivo desta carta é mostrar que o fenômeno da liquidez pode ser bem definido. Há uma rica literatura econômica sobre o tema que ainda não faz parte do arcabouço teórico dominante. Esta carta resumirá alguns modelos teóricos e tentará traçar prognósticos para a atual conjuntura. Como há muita ideia preconcebida e muita imprecisão sobre liquidez, é necessário rigor para abordar este tema. Ao estimado leitor que não dispuser de tempo, recomendo pular a próxima seção *Fundamento Teórico da Liquidez* e prosseguir diretamente para a seção *Conclusão e Prognósticos* sem prejuízo da compreensão do texto.

#### *Fundamento Teórico da Liquidez*

Iniciemos com uma economia bem simples, na qual as transações envolvem compradores e vendedores; estes produzem bens e serviços. O comprador tem duas opções para liquidar a compra, ou transfere colaterais (que pode ser moeda) para o vendedor, ou obtém crédito do vendedor. Suponhamos que haja dois tipos de bens e serviços, homogêneos e heterogêneos. No primeiro caso, estão os produtos padronizados, como artigos de supermercado, eletrodomésticos etc. As transações em bens homogêneos são efetuadas 100% com crédito, logo sem necessidade de colateral. No mercado heterogêneo, estão transações que necessitam de busca: o comprador não sabe exatamente quando estas acontecerão, como por exemplo a compra de uma casa, um investimento, a aquisição de bens de capital, um carro, uma viagem, as despesas com casamento etc. Estas transações não podem ser financiadas inteiramente via crédito. Como o comprador desconhece o momento exato em que estas transações ocorrerão, é necessário manter certo nível de colaterais que sejam aceitos como pagamento. Deste fato decorre nossa definição: liquidez é o total de ativos aceitos como colaterais nas transações da economia. Estes podem ser moeda, títulos públicos de alta qualidade e, dependendo das condições de mercado, ações, títulos privados de larga aceitação e certas mercadorias como metais preciosos e criptomoedas.

<sup>1</sup>“If you have to ask what jazz is, you’ll never know”.

<sup>2</sup>“The problem with QE is it works in practice, but it doesn’t work in theory.” Ben Bernanke, 2014, “A Conversation: The Fed Yesterday, Today and Tomorrow”, The Brookings Institution, 16 January.

Em modelos<sup>3</sup> monetários de busca, onde o colateral é restrito à moeda, a escassez monetária resulta em níveis de atividade e consumo abaixo do potencial da economia, cabendo assim ao banco central emitir moeda para financiar mais transações. Estes modelos teóricos tornam-se muito mais interessantes<sup>4</sup> quando se permitem outros tipos de colateral, como os citados em nossa definição de liquidez no parágrafo anterior. Ao contrário da moeda, os demais colaterais possuem um preço de mercado que varia dependo de dois fatores: (1) o valor presente dos fluxos de caixa e; (2) o benefício que eles conferem por serem líquidos, ou seja, aceitos como forma de pagamento. Nestes modelos os preços dos ativos desenvolvem equilíbrios estáveis ou instáveis, e também bolhas e ciclos. Dependendo das expectativas sobre a atividade econômica, os agentes econômicos estão dispostos a comprar ativos acima de seu valor intrínseco - o valor presente dos fluxos de caixa - porque mais colaterais possibilitam mais transações. Noutras palavras, os agentes aceitam pagar mais caro pelos colaterais se estes lhes trazem outros benefícios ao possibilitar mais transações. Note que a liquidez da economia é igual ao valor de mercado de todos os colaterais, consequentemente o preço deles altera o nível de liquidez. Este mecanismo torna a liquidez dinâmica: expandindo-se e contraindo-se de acordo com o comportamento dos agentes no setor privado, não dependendo somente da atuação do banco central. Temos, assim, um comportamento complexo (por vezes imprevisível) da liquidez e do nível de atividade partindo de hipóteses simples: em que os agentes são racionais e não existe incerteza quanto ao futuro. Este resultado é relevante para o que se passa nos mercados, porque se de um modelo monetário simples podem decorrer situações de extrema volatilidade, o que pensar da nossa realidade com ampla diversidade de agentes, em que as pessoas nem sempre agem de forma racional, e na qual abunda a incerteza?

Até agora supusemos todos os agentes econômicos idênticos. O que muda se assumirmos segmentação de mercados? Neste caso, quem tem mais acesso à liquidez controla mais decisões de investimento ou consumo, alterando os preços. Vale citar um exemplo para ilustrar este ponto<sup>5</sup>.

Suponhamos que um fazendeiro precise vender sua propriedade. Ele tem duas opções, um fazendeiro seu vizinho, ou um capitalista com um uso alternativo para o terreno, por exemplo um campo de beisebol. Por conhecer muito bem a fazenda ao lado, o vizinho provavelmente terá uma oferta de compra muito próxima do valor intrínseco. No entanto, se o capitalista fosse capaz de extrair um valor alto na conversão da propriedade para o campo de beisebol, seria ótima notícia para o vendedor. Mas, na realidade, isto é improvável. O capitalista possui mais liquidez, porém menos informação sobre a fazenda. O vizinho conhece bem o negócio, sabe precificar melhor, porém tem menos acesso à liquidez. Em suma, agentes super especializados - neste exemplo, o fazendeiro vizinho - estão sujeitos à restrição de liquidez, e isto acarreta um preço menor na transação.

### *Conclusão e Prognósticos*

Voltemos ao mundo real. No mês passado, milhões de pequenos investidores organizados em redes sociais como o *Reddit* subverteram as relações tradicionais das bolsas de valores. Um grupo de pequenos investidores hiper coordenados teve conhecimento de um ativo que estava à venda e, por alguma razão, identificou uma grande oportunidade de ganho: fosse devido a boatos ou porque um *hedge fund* vendera o ativo a descoberto! Mesmo que cada membro deste grupo fosse capaz de movimentar poucos recursos, milhões agindo de forma coordenada resultaram numa onda enorme de liquidez, a qual produziu um preço muito acima do valor intrínseco do ativo.

A discussão teórica mostrou que (1) a existência de busca por bens e serviços heterogêneos e restrição de crédito geram a necessidade de colaterais líquidos, que é nossa definição de liquidez; (2) a liquidez possui um comportamento dinâmico, com ciclos financeiros e bolhas; (3) os bancos centrais tentam administrar a liquidez por meio de emissão de moeda e operações de mercado aberto - mas não têm controle total; (4) a segmentação de mercado em grupos de agentes com preferências de risco e informação distintas adiciona mais complexidade ao sistema.

Como tudo isto se aplica à atual conjuntura? Ao longo da pandemia, os elevados déficits públicos dos governos e as operações de afrouxamento quantitativo dos bancos centrais produziram um aumento de liquidez sem precedentes nos últimos 40 anos. Nos EUA, o excesso de liquidez, utilizando M2 como medida, foi de 12% do PIB; no Brasil, 10% do PIB. É natural que, numa recessão, os bancos centrais injetem, e os agentes demandem, mais liquidez, mas este aumento costumava ser da ordem de 2-3% do PIB nos EUA e 5-6% do PIB no Brasil. O estímulo monetário implementado nos EUA realmente salta aos olhos.

<sup>3</sup>Por exemplo, Lagos, *Wright (2005) A Unified Framework for Monetary Theory and Policy Analysis*

<sup>4</sup>*Rocheteau, Wright (2011) Liquidity and Asset Market Dynamics*

<sup>5</sup>*Vishni, Schleifer 1992 Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*

A liquidez atualmente se concentra nas famílias de renda mais alta que pouparam durante os períodos de confinamento, e nas empresas e fundos de investimentos que venderam títulos públicos para o governo. As preferências das famílias levam a investimentos em casa própria e em bolsa de valores, ouro e até mesmo criptomoedas, e, de fato, estes ativos desempenharam fortemente nos últimos meses. Esta tendência deverá continuar enquanto os bancos centrais continuarem com suas políticas de afrouxamento quantitativo, e as famílias permanecerem com liquidez elevada. Bolhas financeiras continuarão pipocando como efeito indesejado, porém inevitável, da atual política monetária.

Quando as economias reabrirem, o volume de transações na economia deverá aumentar, e os modelos teóricos discutidos aqui preveem que as empresas anteciparão o maior nível de atividade com mais emissão de títulos e ações, ou seja maior oferta de colaterais líquidos. Isto levaria a uma baixa no preço dos colaterais. No entanto, o maior volume de transações também leva ao aumento da demanda por colateral. Dado que o nível atual de liquidez já se encontra extremamente elevado, o primeiro efeito deverá dominar, causando um aumento nos juros dos títulos de renda fixa e em contração de múltiplos das ações. Além disso, à medida que as famílias realizem mais gastos e retornem ao trabalho, haverá menos liquidez e menos tempo para se dedicar a atividades especulativas. A liquidez deverá fluir para as empresas, significando mais colateral para financiar compras de bens de capital e investimento em recursos humanos (sendo mão-de-obra um serviço heterogêneo), menos colateral para especulação na bolsa, ouro, criptomoedas e outros ativos de fluxo de caixa exíguo. A retomada da atividade econômica terá um efeito ambíguo sobre o preço dos ativos financeiros: por um lado, aumentando a receita das empresas e com melhor perspectiva de lucros; por outro lado, elevando o custo do capital e, em alguns casos, maior custo da mão-de-obra e de insumos. A alavancagem financeira será penalizada; a alavancagem operacional, premiada.

Finalmente, resta pensar no principal determinante da liquidez - o banco central - e no mercado heterogêneo por excelência - o mercado de trabalho. Quando o nível de emprego estiver mais adequado, os bancos centrais reduzirão o ritmo do afrouxamento quantitativo. O impacto nos juros e nos preços dos ativos será atenuado pela mudança de portfólio das famílias e dos fundos de pensão, os quais detêm muitos ativos em quase-moeda no momento, e que deverão realocar para títulos de prazo mais alongado. Entretanto, os governos ainda operarão com elevados déficits orçamentários, a liquidez no sistema será extremamente elevada, tornando a transição para o mundo pós-epidemia um grande desafio para as autoridades monetárias.

Os bancos centrais caminharão no fio da navalha. Há dois riscos em atrasar a retirada de liquidez: (1) uma grande bolha financeira pode se formar, e o estouro da mesma geraria uma recessão e deflação, como foi o caso do Japão em 1986-1991; (2) na falta de ativos financeiros atraentes, o excesso de liquidez poderia causar excesso de demanda e uma espiral de preços e salários, ergo inflação. Alguns bancos centrais, como o Fed, até desejam que a inflação permaneça acima da meta por algum tempo. Parcimônia com seus desejos. Em contrapartida, (3) se os bancos centrais retirarem liquidez cedo demais, a inflação arrisca vaguear gradualmente para abaixo da meta, e, na próxima recessão, os bancos centrais não terão espaço para cortar os juros. Uma vez que o juro nominal atinja o piso efetivo, a economia se ajustaria a este equilíbrio indesejado, as expectativas de inflação despencariam e ficaria muito difícil sair do atoleiro. Os EUA e o Brasil parecem estar caminhando para o segundo cenário. O Banco Central Europeu e o Banco do Japão se encontram no terceiro cenário. O primeiro cenário é o menos provável nos próximos dois anos, mas tudo é possível nestes tempos insólitos.

Seguem nossas alocações.

## Juros

Enxergamos disparidade entre as perspectivas de recuperação econômica e as curvas de juros em diversos mercados internacionais. Achamos o cenário atual compatível com curvas mais inclinadas, mesmo reconhecendo que os bancos centrais devem continuar atuando para evitar um aperto relevante nas condições financeiras.

No Brasil, a reunião de janeiro do Copom, trouxe resultados alentadores. Primeiro, foi retirado o "Forward Guidance" e segundo, uma minoria dentro do Copom já entende ser apropriado começar a retirar parte do excesso do estímulo monetário que foi dado durante à pandemia, propondo a elevação da taxa Selic. Acreditamos que esta seja a direção correta, ainda mais quando se leva em consideração a recente contaminação dos núcleos de inflação. Vemos o Copom elevando os juros em 50 pontos base em sua próxima reunião, em março. As posições seguem parecidas: tomada na parte curta da curva; comprada em inflação implícita; e aplicada em juros reais na parte intermediária da curva.

## Moedas

Estamos com posições compradas no *renminbi* chinês contra uma cesta de moedas.

## Ações

No mercado internacional, continuamos comprados em setores cíclicos nos Estados Unidos e seletivamente em empresas que foram negativamente impactadas pela pandemia e, vendidos em setores defensivos.

Em relação à bolsa brasileira, estamos comprados, com destaque para empresas dos setores de consumo, mineração, óleo e gás e serviços financeiros.

## Commodities

Nas *commodities* agrícolas, seguimos comprados em grãos. Mantivemos também alocações positivas nos metais industriais e preciosos.

## Crédito

Nos Estados Unidos, analisando os *valuations* e o balanço de riscos, reduzimos nossas posições ao longo do mês.

Na América Latina, mantivemos nossa carteira de *bonds* protegida em função de taxas ainda apertadas mas atentos ao fluxo para a classe de ativos que segue firme e dá suporte ao fechamento de *spreads*.

### Atribuição de Performance


No mês de janeiro, o SPX Nimitz rendeu -0,67%, ante um CDI de 0,15% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Janeiro 2021
Ações	-0,46%
Commodities	-0,24%
Crédito	0,04%
Juros	0,95%
Moedas	-0,95%
Taxas e Custos	-0,16%
CDI	0,15%
<b>Total</b>	<b>-0,67%</b>

No Brasil, passada a eleição municipal, vamos voltar a discutir as dificuldades fiscais e as alternativas. Essas discussões não serão fáceis e já é claro que não devemos ter uma decisão importante agora no fim do ano por conta dos debates da eleição das mesas da Câmara e do Senado. A notícia positiva é que o governo não parece propenso a renovar o auxílio emergencial, apesar da grande pressão da base aliada. A notícia negativa é que já vamos perder mais dois meses esperando a eleição na Câmara e dificultando a aprovação de qualquer reforma neste período e entraremos o ano de 2021 com um teto de gastos gerando muita pressão no nível de despesas discricionário, ainda mais após os números recentes mais elevados de inflação. 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.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.