

Carta do Gestor

Março/2021



www.spxcapital.com

Carta do gestor

"Slow Dancing in a Burning Room"

Caros investidores,

No final do mês passado, com os cheques do último pacote de estímulo ainda chegando na casa dos americanos, o Presidente Biden apresentou seu plano de investimentos em infraestrutura. Para quem já perdeu a conta, desde o início da pandemia, o governo americano já aprovou US\$ 5,3 trilhões em medidas, divididos em seis pacotes. Inicialmente, foi a necessidade de combater a doença e sustentar a demanda que motivaram uma expansão de gastos públicos como há muito tempo não se via. A nova proposta de US\$ 2,25 trilhões encerra esse ciclo e marca a transição para uma política fiscal claramente de estímulo. Emergências não faltam para justificar os novos gastos, como a situação das rodovias, a vulnerabilidade das cadeias de produção, a competição tecnológica com a China, a necessidade de expandir o sistema de saúde ou a enorme dívida estudantil. Quanto do proposto será efetivamente aprovado e quanto será financiado via elevações de impostos, nós ainda descobriremos. O que está claro é a estratégia de impulsionar a economia com elevados gastos governamentais.

Ao contrário do observado no ano passado, o impulso adicional está sendo exercido em uma economia já em notável aceleração. A combinação de uma população com recursos disponíveis e uma campanha de vacinação de sucesso são os ingredientes de um *boom*. As limitadas opções de consumo e as transferências governamentais fizeram com que as famílias americanas acumulassem uma poupança de 13% da renda disponível. Com parte relevante da população vacinada, os Estados Unidos estão vivenciando hoje uma reabertura diferente das tentativas incompletas que vimos em vários outros momentos ao redor do mundo: a população americana possui não apenas os recursos para consumir, como a crescente sensação de segurança sanitária para fazê-lo.

Em outros tempos, essa perspectiva de ebulição econômica geraria uma postura mais cautelosa do banco central americano. Porém, não foi apenas a política fiscal americana que mudou de forma significativa no último ano. Após uma década com a inflação média abaixo da meta, o Federal Reserve mudou sua estratégia de política monetária e agora busca uma inflação moderadamente acima de 2% nos períodos de expansão, para compensar a inflação baixa dos períodos de fraqueza econômica. Essa mudança é muito maior do que apenas mirar uma inflação alguns poucos pontos base acima do que era feito antigamente. A consequência mais importante dessa inovação é que agora a política monetária deixou de ser praticada olhando para o futuro e tornou-se uma política que reage ao passado.

Essa mudança está ancorada na crença de que o risco inflacionário é muito baixo. De fato, vimos muito pouca inflação na última década, e sabemos que elementos estruturais, como a tecnologia, continuam atuando no sentido de manter as pressões inflacionárias contidas. Porém, o processo inflacionário não é perfeitamente compreendido e expectativas bem ancoradas tiveram papel fundamental para esse resultado benigno. É importante diferenciar algo imutável de algo que simplesmente se repetiu por muitos anos, especialmente em um momento em que as peças importantes da estrutura econômica estão se movendo rapidamente. Expectativas de inflação costumam se mover lentamente, mas uma sucessão de choques temporários pode começar a ser vista como algo permanente. De toda forma, essa nova estratégia fiscal e monetária dos Estados Unidos deve resultar em um equilíbrio de inflação e taxas de juros mais elevadas no futuro. O mundo não parece estar preparado para isso.

A abertura dos juros americanos, aliada à aceleração da inflação corrente e a uma apreciação do dólar, pressiona o custo de financiamento de diversas economias. Os desequilíbrios fiscais e monetários de muitos países emergentes, antes mascarados por condições financeiras globais artificialmente frouxas, estão sendo colocados em evidência. Para tornar o cenário ainda mais nebuloso, a conta dos excessos chega em meio a uma nova onda de aceleração nos casos de Covid.

O Brasil é um exemplo extremo de país cujas fragilidades são colocadas a teste, e com resultados bastante insatisfatórios. Os desequilíbrios fiscal e monetário tornam ainda mais difícil a administração da crise sanitária. Após um início de ano no qual a atividade econômica surpreendeu positivamente, as novas variantes e a gestão desorganizada da pandemia resultaram em uma nova onda de casos de Covid ainda mais severa do que as anteriores. A emergência de saúde levou a novas restrições de mobilidade, com impacto importante na atividade e intensificação da pressão por apoio fiscal. A experiência internacional mostra que, com medidas de restrição e ampliação do processo de vacinação, a crise de saúde pode ser controlada. No entanto, os danos gerados aos alicerces da política econômica do país podem ser irremediáveis.

Com juros muito abaixo do neutro e uma inflação que deve se aproximar de 8% ao ano, o Banco Central precisa adotar uma política restritiva para controlar a dinâmica inflacionária. Porém, o endividamento do governo brasileiro atingiu níveis muito elevados e a política monetária se encontra limitada pela deterioração fiscal, já que o país não possui capacidade de pagar juros reais tão altos como no passado. O governo, por sua vez, não dá indícios de que pretende trazer a situação fiscal novamente para o caminho da responsabilidade. O orçamento foi aprovado com despesas obrigatórias grosseiramente subestimadas, uma solução medíocre para que o teto fosse respeitado. O ajuste das contas públicas brasileiras exige um aumento de impostos e controle de gastos duro que dificilmente será feito pelo atual governo. Frente a tantas escolhas impopulares e sem perspectiva clara de crescimento sustentável, fica evidente que a inflação mais elevada terá papel fundamental no processo de equilíbrio da dívida brasileira. Porém, ao contrário dos Estados Unidos, o controle das expectativas de inflação no Brasil é recente e frágil. O ajuste apenas moderado que o Banco Central planeja fazer pode não ser suficiente. Um ambiente de aceleração da inflação global e aperto das condições financeiras pode ser o estopim que faltava para uma crise que o Brasil precisará enfrentar com ferramentas fiscais e monetárias muito limitadas.

Seguem nossas alocações.

Juros

Acreditamos que o cenário atual é compatível com curvas mais inclinadas, especialmente em países que exageraram na dose de estímulo fiscal e monetário.

No Brasil, enquanto a pandemia avança com um trágico aumento do número de casos e de óbitos, levando ao colapso do sistema de saúde, nossos governantes seguem batendo cabeça no que fazer para combater esse desastre sanitário. De fato, o espaço orçamentário é muito limitado, o que impõe severas restrições. Esse cenário de restrição orçamentária com pressão por mais gastos pelo legislativo, leva a um conflito entre os poderes de difícil solução. Esses elementos se somam a um cenário já pressionado de inflação. Nas alocações do fundo, seguimos comprados em inflação implícita e aplicados em juros reais na parte intermediária da curva.

Moedas

Seguimos com posição comprada no dólar americano contra o euro.

Ações

No mercado internacional, aumentamos nossa alocação comprada em Europa, ainda dentro da temática de recuperação econômica. Nos Estados Unidos reduzimos nossa exposição direcional e aumentamos nossa posição relativa entre empresas que se beneficiam versus empresas que se prejudicam da proposta de aumento de impostos corporativos.

Em relação à bolsa brasileira, reduzimos nossa alocação comprada e seguimos posicionados nos setores de consumo, mineração e serviços financeiros.

Commodities

Seguimos com posições compradas em grãos, metais industriais e energia.

Crédito

Nos Estados Unidos, consideramos que de maneira geral os *spreads* não estão adequados para o nível de volatilidade do mercado de juros. Mantivemos o risco baixo, e focamos em algumas oportunidade específicas.

Na América Latina, mantivemos nossa carteira de *bonds* protegida, atentos a abertura de taxas dos títulos do tesouro americano.

Atribuição de Performance

No mês de março, o SPX Nimitz rendeu 2,57%, ante um CDI de 0,20% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Março	2021
Ações	0,32%	0,70%
Commodities	-0,23%	-0,20%
Crédito	0,13%	0,44%
Juros	1,87%	7,74%
Moedas	1,02%	0,41%
Taxas e Custos	-0,74%	-2,18%
CDI	0,20%	0,48%
Total	2,57%	7,39%

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.