

Carta do Gestor

Abril/2021



www.spxcapital.com

Carta do gestor

Tempos Modernos

"Inflation is as violent as a mugger, as frightening as an armed robber and as deadly as a hit man"

Ronald Reagan

"Inflation is just like alcoholism (...) when you start drinking or when you start printing too much money, the good effects come first. The bad effects only come later"

Milton Friedman

"When the goals conflict (...) to me, a wise and humane policy is occasionally to let inflation rise even when inflation is running above target."

Janet Yellen 1995

Caros investidores,

As citações acima mostram o contraste entre a analogia dos efeitos destrutivos da inflação e o comentário feito pela atual secretária do tesouro americano. É natural que algumas das citações mais famosas e incisivas sobre inflação nos remetam às décadas de 70 e início de 80, pois foram marcadas pelos choques do petróleo, políticas monetárias lenientes, política fiscal agressiva e inflação elevada nas principais economias desenvolvidas.

Os bancos centrais e governos dos países desenvolvidos estão, no atual momento, fazendo um grande experimento monetário. O Fed tenta gerar uma elevação temporária da inflação para convencer os agentes econômicos que políticas inflacionárias funcionam. Segundo a teoria das finanças comportamentais, tendemos a dar um peso maior a eventos marcantes que tenham ocorrido no passado mais recente. Inflação elevada não é uma preocupação de primeira ordem do cidadão mediano dos EUA. Pelo contrário, o principal objetivo de política econômica hoje é justamente o oposto, inflacionar. Afinal, as lembranças da crise financeira de 2008, os riscos de cair na armadilha de liquidez, deflação e os desafios na condução de uma política monetária próxima ao limite inferior da taxa de juros nominal estão cristalizados na memória recente dos *policy-makers*. Um aforismo dos bancos centrais diz que é mais fácil combater a inflação do que tirar uma economia de um processo deflacionário.

Como sempre, o problema está na execução e nos detalhes. Um importante aprendizado dos choques inflacionários daquele período foi entender a importância das expectativas de inflação na determinação da trajetória corrente e futura do nível de preços. Entretanto, ainda sabemos pouco sobre o processo de formação dessas expectativas e, mais importante, como as economias podem caminhar de forma ordenada de um regime de baixa inflação e expectativas ancoradas, para um de inflação corrente mais alta, mantendo expectativas de longo prazo ancoradas. O experimento monetário, portanto, traz riscos. Em um quadro de forte expansão fiscal e aumento de regulação em geral, os riscos aumentam.

Vamos discutir um pouco o avanço do arcabouço teórico relacionando atividade econômica, expectativas e inflação futura e corrente. Até a década de 70 e 80, pensava-se na relação entre inflação e desemprego dentro de um arcabouço estático, na qual existiria uma troca, ou um *trade-off*, permanente: taxas de desemprego mais baixas levariam a pressões inflacionárias. Esse mapa de navegação, a curva de Phillips, permitiria às autoridades econômicas reagir a flutuações no emprego e na taxa de inflação, calibrando a política fiscal e, em particular, a política monetária.

O primeiro ataque contundente à ideia de uma relação estática entre inflação e desemprego veio de Milton Friedman [1] que sugere que, no longo prazo, é impossível haver um *trade-off* entre produto e inflação. A curva de Phillips no longo prazo seria vertical: a economia tem uma taxa "natural" de desemprego – aquela que não gera inflação. Qualquer tentativa de colocar os juros abaixo do "juro natural" (que é aquele que mantém a economia dentro da taxa natural de desemprego) levaria apenas a uma taxa maior de inflação.

Em seguida, Robert Lucas formulou a teoria das expectativas racionais. O argumento central é que os agentes econômicos aprendem o “modelo” que explica o funcionamento da economia, adaptam suas expectativas sobre a inflação e aprendem as funções de reação dos bancos centrais. Como são racionais, ao formular suas expectativas de inflação, levam em conta as prováveis reações dos bancos centrais a flutuações econômicas [ii].

Observamos que as expectativas de inflação nos últimos 30 anos estão mais ancoradas [iii]. A sensibilidade da inflação à atividade econômica corrente se tornou mais baixa: a curva de Phillips está menos inclinada, quase horizontal, nos EUA. Choques transitórios, como altas dos preços de *commodities*, podem levar a uma inflação persistente somente se acompanhadas por uma alta das expectativas de inflação de longo prazo e a uma espiral preços-salários. Sem isso, mudanças de níveis de preços do petróleo, por exemplo, levam apenas a mudanças de preços relativos.

Por que as expectativas de inflação estão bem ancoradas? Existe algum consenso de que a credibilidade adquirida pela ação e transparência dos bancos centrais nas últimas décadas é importante nesse processo, bem como sua independência na utilização de instrumentos para manter a inflação dentro de metas pré-estabelecidas, implicitamente ou não. Mas isso não significa que as expectativas de inflação são formadas apenas olhando para as metas estabelecidas pelas autoridades econômicas. Qual é a forma correta de se medir essas expectativas? Gorodnichenko e outros [iv] mostram que gerentes de compras de empresas, teoricamente mais informados, apresentam expectativas de inflação altamente correlacionadas aos preços praticados na sua indústria, aos seus insumos e aos preços finais. Mais importante, suas decisões corporativas são tomadas olhando essas expectativas. Em uma economia onde o banco central é crível, ajustes de preços específicos ou choques acabarão se dissipando pela ação, já esperada, do banco central, que agirá para trazer a inflação ao nível desejado, evitando uma espiral preços-salários. As expectativas de longo prazo permanecem ancoradas, facilitando o trabalho da política monetária. O ciclo se fecha.

Na prática tudo é mais difícil. Primeiro, o Banco Central opera, como todos, em um ambiente sujeito a incertezas e riscos. Como a política monetária opera com *leads e lags*, não é simples ligar, de forma precisa, a reação da inflação e do produto a ações monetárias tomadas no passado. Adicionalmente, para calibrar sua ação, precisa discernir choques temporários de choques permanentes e escolher qual o modelo (ou modelos) mais adequado para analisar os efeitos desses choques. Por exemplo, no cenário atual, deve o Fed focar mais nos modelos que incorporam fricções no mercado de trabalho, ou nos modelos que sublinham os efeitos das condições financeiras, dado o atual nível de endividamento nas economias desenvolvidas? A escolha não é trivial.

Na maioria das vezes, é como se o Banco Central estivesse apenas se olhando no espelho. As expectativas são formadas pelos agentes levando-se em conta a meta de inflação e as ações que se espera que o próprio Banco Central tome. Isso cria uma inércia nas expectativas, mas elas podem mudar sem aviso, seja por um choque de oferta ou de demanda, seja por um erro de condução, ou uma combinação desses fatores.

O que observamos hoje? Fortes estímulos fiscais no mundo todo e uma ação conjunta dos bancos centrais dos países desenvolvidos aplicando um grande impulso monetário, mantendo e prometendo manter juros baixos por um longo período e engajando-se em operações de injeção de farta liquidez pela recompra de títulos públicos e privados.

O Fed deve manter sua postura extremamente estimulativa, apesar da inflação corrente mais elevada, descartando-a como relacionada a choques transitórios e esperando pacientemente uma melhora sustentável no mercado de trabalho. Adotou-se um arcabouço de *“average inflation targeting”*, permitindo-se mirar taxas de inflação acima da sua meta de 2% por alguns anos, para compensar taxas abaixo de 2% observadas nos últimos anos. Os salários já estão crescendo em torno de 3% ao ano. As expectativas de inflação dos consumidores, em torno de 2,7% são as mais altas desde 2015. O plano, até agora, parece estar funcionando, mas os riscos trazidos pela expansão monetária e fiscal estão se acumulando.

De qualquer forma, nosso cenário macro de curto prazo para a economia global continua bastante positivo para o crescimento. Somam-se aos fortes estímulos monetários e fiscais, o otimismo com a vacinação mais acelerada nos EUA e em outros países desenvolvidos. A combinação de condições monetárias estimulativas, uma demanda agregada global sustentada e maiores gastos em infraestrutura e investimento para transformar a matriz energética dos países mais ricos beneficiam os países emergentes, por meio de elevados preços das *commodities* e fluxos financeiros.

O Brasil é um exemplo de país que poderia ser beneficiado nesse cenário. No curto prazo, as perspectivas de crescimento econômico estão melhorando, ajudadas por um nível muito elevado dos termos de troca, e pelos efeitos defasados do agressivo estímulo monetário e fiscal como resposta à pandemia. A inflação se elevou e deve permanecer acima do teto da meta por algum tempo, e o BC vem reagindo, embora o nível de estímulo monetário permaneça alto.

Nosso maior desafio para se beneficiar dessa conjuntura externa favorável é fiscal. Como manter a dívida pública em uma trajetória sustentável? Existem três possibilidades para alcançarmos alguma sustentabilidade intertemporal das contas públicas. A primeira seria manter o arcabouço fiscal do teto de gastos por mais tempo, o que exigiria um nível de despesas discricionárias muito baixo por mais tempo. Essa estratégia de compressão gera enormes dificuldades de acomodação do sistema político frente à escassez de recursos e elevada rigidez orçamentária. O segundo cenário possível seria elevar a carga tributária ao redor de três pontos percentuais do PIB. Mas isso também nos parece extremamente desafiador no atual arranjo político, com predominância de forças de centro-direita no Congresso. Não fazer esses ajustes nos levará, na melhor das hipóteses, a um equilíbrio macroeconômico com inflação mais elevada, pois na ausência de uma política fiscal crível, será o nível de preços que irá equilibrar o orçamento intertemporal do governo.

Apesar de o cenário macroeconômico estar bastante incerto por conta dos efeitos da pandemia, existem forças no sentido de uma inflação global mais forte nos próximos anos. No curto prazo, a aceleração da atividade econômica, em conjunto com diversos gargalos na oferta, tende a pressionar os preços. No médio prazo, os enormes estímulos fiscais, em conjunto com posturas monetárias mais acomodatórias, tendem a pressionar as expectativas de inflação e os salários.

Parece-nos que o passado recente de inflação global baixa deixará os *policy-makers* mais lenientes, o que pode fazer com que a alta da inflação seja mais persistente. De qualquer forma, temos que ter em mente que o efeito inicial é positivo, com queda de juros reais e um grande estímulo à atividade econômica. Os efeitos negativos só aparecem mais à frente, quando os bancos centrais tiverem que acabar com a festa, ou quando os mercados, sempre de forma inesperada, não corroborarem as expectativas embutidas nos planos de ação das autoridades monetárias. Em economia, não há experimento controlado, como em um laboratório. Mas, como costumamos dizer aqui na SPX, “um curto prazo de cada vez”.

[i] Friedman, M. (Mar 1968) The role of monetary policy. AER.; [ii] Fischer, S. (1980) Rational Expectations and Economic Policy. Chicago: University of Chicago Press. Lucas, R. E. (1987). Models of Business Cycles. Oxford: Basil Blackwell. [iii] Bernanke, B. S. (2007) Inflation Expectations and Inflation Forecasting; [iv] Kumar S, Afrouzi, H., Coibion, O., and Gorodnichenko, Y. (2015) Inflation Targeting Does Not Anchor Inflation Expectations: Evidence from Firms in New Zealand. Disponível em: <https://voxeu.org/article/inflation-targeting-and-expectations>

Seguem nossas alocações.

Juros

Na parte internacional, 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, seguimos comprados em inflação implícita e aplicados em juros reais na parte intermediária da curva.

Moedas

Encerramos a posição vendida no euro e, atualmente, estamos seletivamente vendidos em moedas de países emergentes cujos fundamentos estão se deteriorando.

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 com a proposta de aumento de impostos corporativos.

Em relação à bolsa brasileira, estamos com alocações relativas, com destaque para posições compradas nos setores de consumo, mineração e serviços financeiros.

Commodities

Seguimos com posições compradas em grãos, metais industriais e energia. Também temos posições otimistas em crédito de carbono na Europa.

Crédito

Nos Estados Unidos, mantivemos posições em setores que devem se beneficiar da reabertura da economia, como hospitalidade e transportes, bem como posições no setor de energia.

Na América Latina, estamos posicionados em *bonds* com histórias específicas, além de uma carteira menos protegida visando a aproveitar uma boa janela para emergentes.

Atribuição de Performance


No mês de abril, o SPX Nimitz rendeu -0,06%, ante um CDI de 0,21% no mesmo período.

| SPX Nimitz Feeder FIC FIM | Abril | 2021 |
|---------------------------|---------------|--------------|
| Ações | 0,30% | 1,03% |
| Commodities | 0,81% | 0,68% |
| Crédito | 0,14% | 0,59% |
| Juros | 0,31% | 8,10% |
| Moedas | -1,73% | -1,48% |
| Taxas e Custos | -0,10% | -2,29% |
| CDI | 0,21% | 0,69% |
| Total | -0,06% | 7,32% |

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.