

Carta do Gestor

Maio/2021



www.spxcapital.com

Carta do gestor

Desequilíbrio Estável

Caros investidores,

A forte recuperação da economia global segue em curso. O sucesso das campanhas de vacinação vem permitindo a reabertura em vários países, e mesmo aqueles que sofreram novas ondas da epidemia este ano viram o impacto sobre a atividade econômica ser menor do que o esperado. Após sucessivas revisões positivas, projetamos o crescimento mundial em 6,5% para 2021, com o PIB global em nível atingindo a tendência pré-crise já no final deste ano.

A velocidade da aceleração tem gerado diversos gargalos e consequentes pressões nos preços. Alguns exemplos de itens básicos que permeiam toda a cadeia, causando impactos diretos e indiretos sobre os preços, são as *commodities*, o custo do frete, os semicondutores e alguns setores do mercado de trabalho. As pesquisas sobre preços no atacado e intenções de repasse mostram que estes índices estão próximos das máximas históricas em diversos países. As expectativas de inflação de mercado e aos consumidores também se elevaram substancialmente. Vimos surpresas inflacionárias ao redor do mundo, com destaque para o CPI americano de abril, que evidencia como é elevada a incerteza sobre o processo de formação de preços num contexto de tamanhos desequilíbrios econômicos. Atentos à mudança dos ventos, alguns bancos centrais já modificaram o discurso e caminham incisivamente para uma redução de estímulos monetários. No entanto, apesar de existentes, as alterações no *Federal Reserve* são ainda muito incipientes. Permanece a convicção de que as altas de preços são temporárias e a preferência por errar na direção de mais, e não menos, estímulos.

A formação de preços de ativos financeiros está ainda mais desequilibrada. Toda a precificação de ativos do mundo deriva da trajetória de juros reais negativos embutida nos títulos americanos. Subtraindo as compras do *Federal Reserve*, a emissão líquida de títulos governamentais indexados à inflação tem sido negativa e o estoque em poder do público retrocedeu a níveis de 2015. Não é à custa das expectativas de “mercado” que os juros reais estão tão negativos, mas sim porque o *Fed* quebrou o termômetro. Com base em termômetros quebrados, os participantes de mercado traçam cenários base mirabolantes e aprofundam suas alocações, espremem todo o prêmio vislumbrado caso o cenário, nada básico, se realize. Dificilmente os juros reais irão se realizar em níveis tão negativos quanto os implícitos nos títulos americanos, seja porque as pressões de preços atuais serão mais persistentes e a normalização de juros nominais mais abrupta, ou porque serão realmente temporárias e a inflação implícita no mercado se mostrará alta demais. Precisamos ver mais dados positivos de emprego e inflação para que o *Fed* mude sua postura, e isto requer tempo. Por hora, ele continua oferecendo amplo suporte e provendo um desequilíbrio estável nos mercados.

Além do *Fed*, outros bancos centrais do mundo fazem promessas descabidas. O banco central da Austrália indica que manterá os juros a zero por mais três anos, embora todo o hiato econômico já tenha sido superado e a inflação esteja retomando. O banco central indiano colocou um *cap* nas taxas dos títulos governamentais de 10 anos e, para tanto, comprou 80% da emissão líquida neste ano fiscal. Como posicionar o portfólio num mercado desses? Um gestor que apenas descreve o consenso parece ter sempre coisas inteligentes a falar, e o viés da confirmação oferecido pelos preços de curto prazo o convence disso. No entanto, é importante lembrar que o único compromisso dos bancos centrais é com suas metas. Quando os objetivos forem atingidos, a postura mudará – não faltam exemplos disso na história. É preciso imaginação para se antecipar ao mercado, avaliando preços e explorando assimetrias.

Países emergentes, sobretudo os exportadores de *commodities* como o Brasil, têm se beneficiado desta janela positiva de curto prazo. O choque positivo dos termos de troca impulsiona a arrecadação fiscal e o deflator do PIB. No Brasil, a atividade do primeiro trimestre foi também melhor do que a esperada e projetamos um crescimento nominal perto de 15% para 2021. Com isso, a dívida bruta como proporção do PIB deve terminar o ano próxima de 80%, uma melhora

expressiva se comparada aos quase 100% projetados no pior momento da crise. O cenário eleitoral polarizado para o próximo ano estimula atitudes populistas do governo e, ao primeiro sinal de folga no orçamento, já surgem ideias para novos gastos. Apesar da situação complexa de médio prazo, o país se afastou do precipício fiscal e ganhou mais tempo para endereçar seus problemas econômicos. Em contraste aos mercados globais, a boa performance dos ativos brasileiros nos últimos meses reflete melhora dos fundamentos e um equilíbrio mais otimista. É preciso aproveitar a oportunidade e aprofundar as reformas, para que este não seja um equilíbrio instável.

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

Estamos com posições relativas em moedas de mercados desenvolvidos e emergentes, sem exposição direcional relevante no dólar americano.

Ações

No mercado internacional, seguimos com alocação comprada em Europa e Japão, dentro da temática de recuperação econômica. Nos Estados Unidos, mantivemos 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 compradas, com destaque para posições compradas nos setores de consumo, mineração e serviços financeiros.

Commodities

Encerramos as posições compradas em grãos. Seguimos com alocações compradas em metais industriais, energia e em crédito de carbono na Europa.

Crédito

Nos Estados Unidos, reduzimos nossas posições no setor de energia e aproveitamos uma correção do mercado em meados do mês para adicionar posições em setores que devem se beneficiar da reabertura da economia, como hospitalidade e transportes.

Na América Latina, continuamos posicionados em *bonds* com histórias específicas, além de uma carteira mais exposta à recuperação do risco de crédito na região, se comparado aos outros mercados emergentes.

Atribuição de Performance

No mês de maio, o SPX Nimitz rendeu -0,57%, ante um CDI de 0,27% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Maio	2021
Ações	0,10%	1,14%
Commodities	0,41%	1,14%
Crédito	0,12%	0,72%
Juros	-0,74%	7,31%
Moedas	-0,76%	-2,31%
Taxas e Custos	0,03%	-2,25%
CDI	0,27%	0,96%
Total	-0,57%	6,71%

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.