

Carta do Gestor

Setembro/2021



www.spxcapital.com

Carta do Gestor

Caros investidores,

O mês de setembro foi bastante turbulento para as *equities* globalmente. O S&P 500 cedeu -4,7%, sua maior queda desde março de 2020, e os índices MSCI da Europa e da China também recuaram: 3% e 5%, respectivamente. Entendemos que as preocupações dos investidores podem ser ordenadas em três temas: (i) intervencionismo chinês na economia; (ii) choques de oferta e aumentos de preços de energia; e (iii) mudança na postura de política monetária dos principais bancos centrais.

O governo chinês vem intervindo na economia, pois pretende diminuir desigualdades socioeconômicas, tornar-se mais independente do ponto de vista de tecnologia e energia, além de reduzir a dependência do modelo de crescimento chinês ao investimento em infraestrutura e imóveis. Nesse sentido, nos últimos meses, inúmeras medidas foram anunciadas: retiraram o aplicativo da Didi do *App Store*, exigiram que todo o setor de tutoria acadêmica se tornasse “sem fins lucrativos”, impuseram restrições ao uso de videogames, limitaram a produção de aço, e restringiram o crédito ao setor imobiliário. Na prática, estas medidas vão diminuir o crescimento chinês tanto no curto, quanto no médio prazo. As medidas sobre o crédito, por exemplo, culminaram na quebra de algumas empresas relevantes do setor imobiliário, sendo a mais notável entre elas, a Evergrande. Embora o governo chinês já esteja atuando na reestruturação da empresa, a fim de limitar os efeitos colaterais de uma falência desorganizada, os efeitos negativos sobre o PIB serão inevitáveis.

Em relação aos choques de oferta que estão impactando a economia global, destacam-se três tipos: (i) a escassez de energia; (ii) os problemas nas cadeias de suprimento; e (iii) a escassez de mão de obra. A falta de energia tem atormentado principalmente a China e a Europa, por motivos diferentes. A China tem mais da metade de sua geração advinda de térmicas a carvão, enquanto a Europa é bastante dependente de gás natural. Mas tanto o carvão, quanto o gás natural estão em falta, gerando pressões sobre o custo de energia. Quanto aos problemas nas cadeias de suprimentos, inúmeras indústrias estão tendo dificuldades em se reorganizar após as interrupções nas operações fabris que ocorreram em função dos *lockdowns*, implicando falta de produtos em diversos setores. O agravante é que isto ocorre justamente em um momento em que existe excesso de demanda em função do movimento de reestocagem das empresas. Por último, a falta de oferta de mão de obra tem impactado principalmente os EUA, prejudicando a recuperação tanto do setor produtivo, quanto do de serviços. Em suma, o descompasso entre oferta e demanda globais de energia, produtos e mão de obra tem prejudicado a atividade e gerado pressões inflacionárias relevantes e generalizadas.

Essas e outras pressões inflacionárias nos leva ao terceiro ponto de preocupação do mercado: a mudança de postura dos bancos centrais. Recentemente, o BCE sinalizou que vai reduzir “moderadamente” o ritmo de compra de ativos. Já o Fed além de indicar que deve anunciar o *tapering* em novembro, projeta que o início do ciclo de alta de juros deve começar no final de 2022, e acelerar-se em 2023 e 2024. Diferentemente do princípio do ano, quando o mercado acreditava que a aceleração da inflação era consequência da forte recuperação da atividade e seria transitória, atualmente as economias estão se desacelerando e as expectativas de inflação começam a atribuir uma chance de as pressões serem mais permanentes do que se imaginava. Portanto, mercados já começam a precificar o risco de os bancos centrais terem que apertar a política monetária mais rapidamente do que era esperado.

De positivo, nos EUA, esperamos que até o final do ano tenha-se resolvido a questão do *debt ceiling* e se aprove um pacote fiscal de US\$ 2 trilhões. Enquanto isso, na China, esperamos que em algum momento o governo flexibilize parte das medidas recentes e, possivelmente, entreguem um corte de juros, visando a melhorar o cenário de atividade para 2022.

No Brasil, o contexto político se manteve em primeiro plano. Após se exaltar durante as manifestações a favor do governo no feriado de Sete de setembro, o Presidente da República recuou por meio de um pronunciamento por escrito em que reiterou seu “respeito pelas instituições da República”. Desde então, o Presidente tem, de fato, gerado menos atrito com os demais poderes.

No tocante às eleições, vale notar o fortalecimento recente de Eduardo Leite na disputa pela candidatura à presidência pelo PSDB. Uma eventual vitória de Leite nas prévias do PSDB em novembro seria vista positivamente pelo mercado, pois teoricamente seria o candidato mais capaz de atrair apoio de outros partidos e políticos para compor uma “terceira via”.

Outro assunto que evoluiu de forma positiva ao longo do mês foi o risco de racionamento de energia. Atualmente, nosso cenário base é de que não haverá racionamento em 2021 e as chances de que tal ocorra em 2022 são baixas.

Tais acontecimentos, no entanto, não foram suficientes para acalmar os mercados, que continuam muito preocupados com o cenário econômico. Na parte fiscal, a PEC dos precatórios ainda não foi votada e ainda paira a incerteza quanto ao impacto fiscal da ampliação do programa Bolsa Família. Além disso, surgiu mais uma ideia populista de grande impacto fiscal negativo: a extensão do Auxílio Emergencial para 2022. O tamanho do gasto com essa extensão depende do tamanho do auxílio e do prazo, mas estimamos que implicaria pelo menos R\$ 50 bilhões a mais de gasto “por fora do teto”. Como sempre, o risco é que medidas populistas, supostamente “temporárias”, acabem se tornando permanentes e comprometam a trajetória fiscal do país.

Tal descomprometimento com a sustentabilidade fiscal contribui para desancorar as expectativas de inflação de médio prazo, em um momento em que a inflação corrente já excede significativamente a meta. Ainda assim, o Banco Central decidiu adotar um discurso mais *dovish* ao sinalizar que não pretende alterar seu “plano de voo” a cada dado econômico, efetivamente tirando da mesa uma chance de acelerar o ritmo de alta dos juros no curto prazo. Isso efetivamente representou uma mudança na função de reação do BC e revelou implicitamente que estão cada vez mais atribuindo uma relevância maior à inflação de 2023 do que à de 2022. Consequentemente, o mercado de juros precifica que a Selic terminal desse ciclo de alta será superior a 9%, o que tem impactos negativos tanto para a economia real, quanto para os *valuations* da bolsa.

Em suma, a grande questão é se a responsabilidade fiscal será mantida, possibilitando que a inflação convirja para a meta, viabilizando um afrouxo monetário no médio prazo. O problema é que, para isso, é necessário que um candidato comprometido com a sustentabilidade das contas públicas seja eleito em 2022, o que nos parece bastante incerto. Portanto, hoje atribuímos uma probabilidade significativa a um cenário em que tenhamos juros altos, inflação alta e prêmios de risco elevados por mais tempo do que o mercado precifica.

Alocações Setoriais e Direcionais

No mês de setembro, reduzimos um pouco mais a exposição em comparação com o mês anterior, portanto o direcional está razoavelmente abaixo do que consideramos neutro. Embora acreditemos que, após a queda dos últimos meses, certos ativos específicos já precifiquem boa parte dos riscos mencionados, ainda preferimos manter uma postura um pouco mais cautelosa em termos de exposição agregada à bolsa brasileira até que vislumbremos alguma melhora no cenário macroeconômico. Já no exterior, mantivemos uma pequena posição direcional comprada, concentrada no setor de energia.

Recentemente no Brasil, reduzimos ainda mais os investimentos no setor de *commodities* – principalmente no setor de Óleo e Gás –, e aumentamos a exposição ao Setor Bancário, Serviços Financeiros e *Utilities*. Não obstante, a maior parte do portfólio está diversificada entre teses “micro”, nas quais entendemos que o preço é atrativo, os fundamentos de médio prazo são sólidos e há catalisadores positivos para os próximos trimestres.

Performance

No mês, o SPX Patriot caiu 4,87% e o SPX Apache, 5,73%, enquanto o *benchmark* IbrX-100 e o índice Ibovespa caíram 6,99% e 6,57% respectivamente. Já o SPX Falcon caiu 1,38%.

	setembro	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	Desde o Início	PL Atual (R\$)	PL Master (R\$)	Tx. Adm.	Ínicio
													PL Médio (R\$)		Tx. Perf.	Status
SPX Falcon FIQ FIA	-1,38%	10,23%	1,38%	19,36%	10,82%	19,96%	39,14%	6,03%	6,32%	11,64%	9,16%	238,94%	483.458.595	3.364.624.065	2,0%	14/09/12
Retorno IPCA+6%	1,55%	11,80%	10,58%	10,05%	10,09%	8,96%	12,98%	17,16%	12,92%	12,31%	3,82%	184,42%	972.278.455		20,0%	Fechado
SPX Patriot FIQ FIA	-4,87%	1,44%	-0,92%	30,79%	16,18%	33,92%	45,14%	-6,42%	-0,42%	1,86%	7,31%	202,33%	71.804.663	308.558.475	2,0%	14/09/12
Retorno IBX	-6,99%	-5,99%	3,50%	33,39%	15,42%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	0,52%	116,57%	145.648.147		20%	Fechado
SPX Apache FIQ FIA	-5,73%	0,35%	-3,23%	29,58%	15,68%	31,29%	41,51%	-5,89%	-0,83%	2,39%	6,63%	175,52%	162.259.008	312.580.920	2,0%	18/10/12
Retorno IBX	-6,99%	-5,99%	3,50%	33,39%	15,42%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	2,86%	121,61%	168.397.084		20%	Aberto

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.