

Carta do Gestor

Outubro/2021



www.spxcapital.com

Carta do gestor

Transitória, enquanto dure

Caros investidores,

Outubro foi marcado por diversos acontecimentos relevantes no âmbito político, financeiro e fiscal: escândalos financeiros entre os membros do Fed, a propagação do estresse financeiro no setor de construção chinês e a rápida deterioração na expectativa fiscal do Brasil. Apesar da relevância desses temas, outro tema central dominou a discussão econômica: a inflação global.

Na última década, o mundo passou pelo maior experimento monetário já implementado na história econômica. Os principais bancos centrais do mundo escolheram testar um território desconhecido, com agressivos cortes de juros, que levaram as taxas para níveis jamais vistos e por intermédio de intensas compras de ativos, que levaram seus balanços a um tamanho sem precedentes. Vale destacar a expansão realizada durante a atual pandemia, período no qual os balanços dos bancos centrais pertencentes ao G-10 saíram de 35% para 55% do PIB agregado. Como comparação, na Crise de 2008, vimos um aumento de 10 pontos percentuais numa janela similar. Apesar de os bancos centrais terem sido muito criticados, eles também contaram com o apoio de diversos participantes do mercado. O balanço de críticas e chancelas, em um ambiente de baixa inflação, permitiu que essa política continuasse por um período extremamente longo.

Hoje, apesar de já vermos o início de alguma normalização da política monetária ao redor do mundo, ela permanece extremamente expansionista. Mas diferentemente da última década, dessa vez temos inflação. A literatura econômica atribuiu a inflação baixa dos últimos anos a diversos fatores que permanecem presentes até hoje. No entanto, a pandemia trouxe à tona novos fatores que devem ser considerados ao se avaliar a inflação. Houve um relevante choque nas cadeias de produção, uma política fiscal extremamente expansionista, uma escassez de mão de obra global e um forte choque de energia.

Seriam esses choques transitórios? Ou seriam choques mais permanentes? Hoje essas perguntas provavelmente são as que mais angustiam os diversos agentes financeiros e econômicos ao redor do mundo. No *World Economic Outlook* (WEO) publicado no mês de outubro pelo FMI, encontramos o capítulo 2, intitulado como "*Inflation Scares*". Esse capítulo dedicado à inflação aborda riscos relevantes à transitoriedade inflacionária que estamos vivendo e exemplifica a relevância deste tema que nos aflige atualmente. Hoje, na SPX, vemos os riscos inflacionários assimétricos para cima, ou seja, os riscos de que a inflação seja mais alta do que o esperado são maiores do que o caso oposto.

Com o aumento da inflação, seja ela transitória ou não, as críticas e as dúvidas começam a aumentar e os bancos centrais, conseqüentemente, começam a normalizar suas políticas monetárias. O passo de normalização ainda é bastante gradual, e o comportamento das expectativas de inflação revela a necessidade de um processo de normalização mais rápido do que tem sido indicado. Essa potencial mudança de regime monetário pode ser extremamente relevante e pode mudar os padrões de mercado que vimos na última década. A volatilidade do mercado será mais alta? Teremos uma maior penalização de ativos vulneráveis? A tão falada liquidez abundante será suprimida?

No mês de outubro, ocorreu um aumento relevante de volatilidade nas taxas de juros. Começamos a ver uma diferenciação peculiar no mercado de crédito; os títulos de qualidade de crédito inferior ao *high yield* (CCC) estão numa tendência de piora. Seus *yields* abriram nos últimos meses, enquanto os títulos de melhor qualidade não tiveram piora significativa. Em menor escala, vimos algum aumento de volatilidade e de diferenciação no mercado de moe-

das. Talvez esse seja um presságio do que está por vir: um mercado com riscos mais simétricos e, provavelmente, com uma precificação de ativos mais saudável, fruto de uma possível normalização da política monetária, motivada pela inflação global quiçá mais persistente.

Mesmo diante de uma evolução menos favorável dos mercados globais, o Brasil continua caminhando na direção de aumentar suas fragilidades, diminuindo, assim, sua resiliência para enfrentar um cenário global mais complicado. No mês de outubro, nossos governantes sinalizaram um possível abandono da nossa âncora fiscal. A possibilidade do rompimento do teto de gastos torna muito difícil a estabilização da razão dívida PIB à frente. Entramos em nosso período eleitoral de forma precoce: o curto prazo político parece estar prevalecendo sobre o médio prazo econômico. Teremos eleições, daqui a um ano, e as chances de mudança positiva parecem baixas. Mas, torcemos por um futuro melhor.

Seguem nossas alocações.

Juros

Na parte internacional, consideramos que as condições monetárias de hoje não estão calibradas para a recuperação econômica que vem sendo observada. Esperamos que esse desequilíbrio continue sendo corrigido e resulte em taxas de juros globais mais elevadas.

No Brasil, seguimos comprados em inflação implícita e posicionados em desinclinação da curva na parte curta, dada a postura mais incisiva do Banco Central na condução da política monetária.

Moedas

Seguimos com alocações compradas no dólar americano.

Ações

Na parte internacional, seguimos construtivos com a bolsa americana contra bolsas emergentes.

Em relação à bolsa brasileira, mantivemos nossas alocações do mês anterior: posições compradas nos Setores Financeiros, Consumo e Energia, contra o índice e posições relativas no setor de Transporte.

Commodities

Seguimos com alocações compradas em Energia, Metais Industriais e Crédito de Carbono.

Crédito

Na América Latina, conseguimos proteger a nossa carteira de dívida corporativa com CDS de Brasil e estamos leves em termos de posicionamento, mas avaliando o melhor momento para voltar a adicionar risco, pois acreditamos que o *valuation* do mercado de crédito na região voltou a ser atraente após as recentes quedas. Balanços saudáveis e bons resultados trimestrais também sustentam nossa visão.

Nos Estados Unidos, enquanto o mercado de ações continua a atingir máximas históricas, o crédito de baixa qualidade começa a sinalizar uma narrativa diferente. À medida que o Fed inicia a redução gradual de suas compras de ativos, os ativos que mais se beneficiaram, naturalmente, sofrerão mais, à medida que a liquidez for removida. Aproveitamos oportunidades pontuais que se apresentaram nos setores de energia e transportes, mas mantivemos o nível geral de risco baixo.

Atribuição de Performance

No mês de outubro, o SPX Nimitz rendeu 1,70%, ante um CDI de 0,48% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Outubro 21	2021
Ações	0,36%	1,80%
Commodities	0,01%	1,71%
Crédito	-0,03%	0,50%
Juros	0,89%	6,87%
Moedas	0,44%	-0,81%
Taxas e Custos	-0,45%	-3,41%
CDI	0,48%	3,00%
Total	1,70%	9,64%

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.