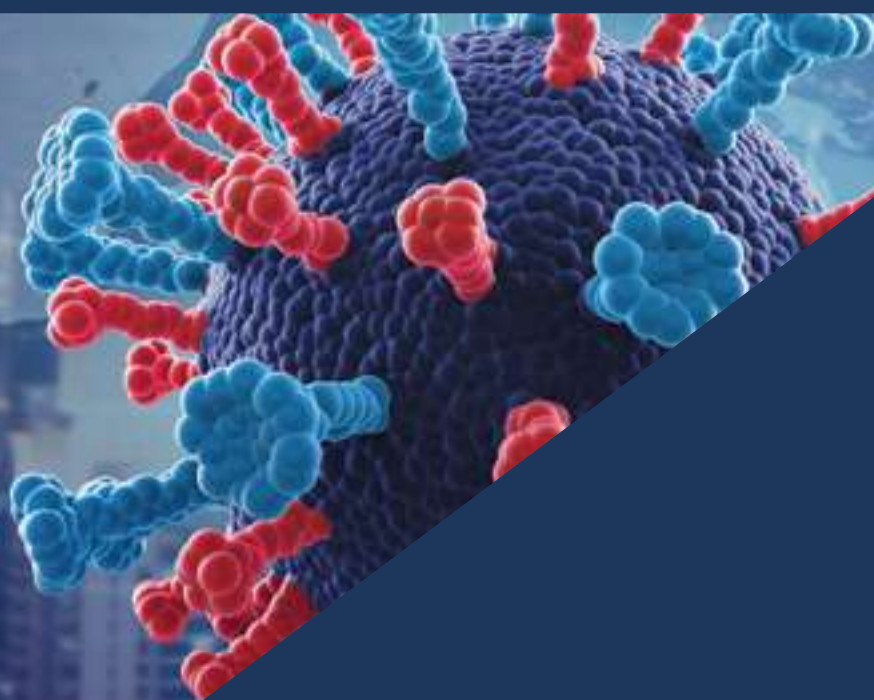


Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACROS

Janeiro/2022

56.2



www.spxcapital.com

Carta do gestor por Marcelo Castro

As consequências econômicas da epidemia

“Sonhou que o mundo inteiro estava condenado ao sacrifício de uma peste terrível, inédita e inaudita, que marchava das profundezas da Ásia para a Europa. Todos deveriam morrer salvo alguns escolhidos. Apareceram umas novas triquinhas, seres microscópicos que se instalavam nos corpos das pessoas. Mas esses seres eram dotados de inteligência e vontade. As pessoas que as recebiam tornavam-se endemoninhadas e loucas. Mas nunca, nunca as pessoas se haviam achado tão inteligentes e inabaláveis na verdade como se achavam os contaminados. (...) Todos estavam alarmados e não se entendiam, cada um pensava que nele e só nele se resumia a verdade, e atormentava-se ao olhar para os outros, batia no peito, chorava e torcia as mãos.” (Dostoiévski)¹

Caros investidores,

Nas linhas acima Dostoiévski utilizou a metáfora da epidemia para criticar as ideologias estrangeiras - socialismo, niilismo - que em sua opinião corromperiam a sociedade russa. Entretanto quando as lemos hoje, vem-nos à mente a pandemia dos últimos dois anos, com seus estranhos efeitos. De fato, parece que a Covid-19 deixou todo mundo exasperado, impaciente, e que acelerou o curso da história, reforçando tendências e provocando rupturas. A Organização Mundial da Saúde (OMS) caracterizou o SARS-CoV-2 como pandemia em março de 2020. Após dois anos de grande agitação, vislumbrando que o vírus se torne endêmico em breve², é um bom momento para refletir. Por que a pandemia desencadeou tantas mudanças? Que surpresas se encerram nas tendências atuais? Esta carta tenta responder a estas indagações.

Várias tendências estavam em curso nos vinte anos que antecederam a pandemia, três das quais eram insustentáveis - desigualdade, utilização de recursos escassos e 'Pax Americana' - e uma de trajetória incerta: inflação declinante.

1) Analistas³ já alertavam que o declínio dos ganhos de produtividade acarreta a estagnação da renda da classe média nos países desenvolvidos, e incentiva a adoção de tecnologias que tornam redundantes os trabalhadores de qualificação média. Isto aumenta a concentração da renda e induz o endividamento excessivo das famílias.

2) A utilização de recursos naturais sem levar em conta o custo das externalidades causou emissões excessivas de gases poluentes, exauriu rios, levou à desertificação de vastos volumes nos oceanos e coloca em risco a biodiversidade. Já se alertava para estes problemas desde a década de 60⁴.

3) O fim da Guerra Fria deu início a um período de hegemonia militar americana, um mundo unipolar. Entretanto eventos no Afeganistão, Síria e Líbia demonstraram que os Estados Unidos não seriam capazes de exercer a 'Pax Americana' sem custos enormes em sua política interna.

Caminhamos para uma ordem geopolítica baseada em esferas de influência⁵. Além disso, a emergência de uma nova potência mundial desafiando o poder hegemônico, como a China e os Estados Unidos hoje, resultou no passado em guerra⁶.

¹Dostoiévski, Crime e Castigo, epílogo, tradução de Paulo Bezerra.

²Ver discurso do diretor da OMS 19-22 Dezembro de 2021

<https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---22-december-2021>

³Ver Raghuran Rajan (2017), Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy e Tyler Cowen (2011), The Great Stagnation.

⁴Frank Herbert (1965) Dune, Carl Sagan (1980) Cosmos, Brundland Comission (1987) Our Common Future.

⁵Graham Allison, The New Spheres of Influence: sharing the globe with other great powers. Foreign Affairs magazine March/April 2020.

⁶Graham Allison, The Thucydides Trap: are the US and China headed for war? The Atlantic magazine September 2.

Finalmente, 4) a inflação declinante no mundo desde o final da década de 1980 tem origem na independência de bancos centrais, no contínuo declínio na taxa real de juros de equilíbrio e na globalização e digitalização, ambas facilitando a busca por preços mais baixos.

O que não pode continuar para sempre, um dia para: as tendências insustentáveis (1), (2) e (3) sofreram uma forte ruptura com a Covid, que expôs os problemas de desigualdade de forma macabra: os pobres e os grupos étnicos menos dotados exibiram maior taxa de mortalidade e sofrem bem mais com o confinamento, tanto no aspecto econômico, como no de saúde mental. O medo de outro cataclismo mundial, desta vez com o aquecimento global, agrega apoio político à agenda ambiental, o que acarretará custos para a exploração de recursos naturais. Na esfera geopolítica, em agosto de 2021, os Estados Unidos foram obrigados à humilhante evacuação de Cabul, provavelmente a segunda grande derrota militar na história do país. Neste caso, não há relação de causa entre a Covid e os eventos no Afeganistão, que já iam de mal a pior há muitos anos. Entretanto, em seguida eclodiu a crise na Ucrânia e o líder da China, Xi Jinping, continua o discurso beligerante em relação a Taiwan. Coincidência? Veremos a seguir.

A Covid opera como uma grande catalisadora, na medida em que força os países a tomarem decisões muito difíceis com recursos escassos. Deve-se gastar mais para proteger os vulneráveis, ou toleram-se mortes? Como financiar o confinamento? Como manter escolas abertas e garantir o funcionamento dos hospitais? Tais decisões colocam em teste o governo e as instituições de um país, e esgarçam o contrato social. Governos sem legitimidade tornam-se menos aptos a implementar políticas. Os setores prejudicados, vendo as injustiças, amotinam-se contra governantes corruptos, revoltam-se contra instituições moribundas e ineptas. Grupos sociais preocupados com a mudança climática aproveitam o momento para pressionar a aceleração da transição para energia limpa.

Rudolf Virchow, considerado o fundador da medicina social, observou que a epidemia é um fenômeno social; “se a doença é a manifestação da vida individual em circunstâncias desfavoráveis, então a epidemia é indício de distúrbios em grande escala”⁷ e, como as grandes guerras, a epidemia reforça a interferência do Estado na economia e nas liberdades individuais, determinando quando podemos sair de casa, como interagimos socialmente, aumentando a parafernália tecnológica para monitoramento do indivíduo. Ademais, o Estado transfere renda em larga escala e amplia gastos, tudo isto financiado com expansão monetária ou com o aumento da dívida pública, deixando em aberto a questão de quem pagará a conta.

A epidemia aumentou a interferência estatal em todas as dimensões e exacerbou as paixões, várias perniciosas como o medo e ira, esta revestida do manto da indignação, com maior apelo político. As paixões entrarão em séria contradição. Como na metáfora de Dostoiévski, cada lado do debate político estará plenamente convicto que detém a verdade. A urgência de evitar outra crise planetária acarretará uma transição energética em marcha forçada, um choque de oferta equivalente à crise do petróleo dos anos 70, possivelmente um decréscimo do consumo mundial da ordem de 10% até 2030, lembrando que taxaço de dióxido de carbono é regressiva⁸. A reação dos segmentos da população que perdem aumentará a pressão por políticas populistas e protecionistas, o que perturbará o comércio exterior e as cadeias globais de produção.

As injustiças sociais expostas pela Covid pressionarão por mais programas de transferência de renda, perpetuando as políticas emergenciais implementadas durante a fase mais aguda da epidemia. Países que carecem de um contrato social robusto – autocracias impopulares, democracias instáveis, países com grandes desigualdades sociais ou com economias de cartórios (*rent seeking*) – serão impedidos a continuar os déficits públicos, em alguns casos com financiamento monetário.

As consequências econômicas da epidemia decorrem da quebra das três tendências discutidas acima: mais políticas sociais e de transferência de renda, mais gastos para a transição energética sem contrapartida em aumento do consumo nem em aumento do estoque de capital (ou seja, mais demanda sem aumento de oferta), continuação dos distúrbios nas cadeias globais de produção e recrudescimento das tensões geopolíticas. Este último porque o mundo já caminhava para uma ordem global multipolar, com esferas de influência, e agora mais que nunca os governos com problemas de legitimidade buscarão capital político no medo, na indignação e no nacionalismo.

⁷Rudolf Virchow 1821-1902, considerado o fundador da medicina social.

<http://www.pathguy.com/virchow.html>

⁸Jean Pisani-Ferry, “Climate Policy is Macroeconomic Policy, and the Implications Will Be Significant”, Peterson Institute for International Economics August 2021.

A trajetória da inflação dependerá da reação dos bancos centrais a todas estas mudanças estruturais, sem dúvida inflacionárias. Mais transferência de renda para os grupos sociais mais pobres significa mais dinheiro para quem consome mais; barreiras ao comércio exterior e cadeias de produção mais robustas significam mais custos para as empresas multinacionais. A transição energética necessita de mais gastos (públicos e privados) sem contrapartida de oferta, o aumento da dívida pública acarreta maior prêmio nos títulos de renda fixa e, em alguns países, pressão por financiamento monetário. No pano de fundo, as tendências de longuíssimo prazo a juros reais mais baixos continuam: uma economia global com taxa de crescimento decrescente e o envelhecimento da população causando maior necessidade de poupança para aposentadoria. O que dominará? As mudanças estruturais dos próximos anos implicando juros mais altos e mais inflação, ou a tendência de longuíssimo prazo de juro real mais baixo? Neste ano de 2022, e possivelmente por mais algum tempo, tudo indica que as consequências econômicas da epidemia dominarão: preparemo-nos para maior pressão inflacionária e uma reação mais peremptória dos bancos centrais.

A história não se repete, porém, rima. Comentando em 1855 o cerco da fortaleza de Sweaborg, na guerra da Crimeia, um brilhante sociólogo escreveu um artigo para um jornal de Nova York: “assim é o aspecto revelador da guerra; ela submete uma nação ao teste. Como a exposição à atmosfera reduz todas as múmias à dissolução instantânea, também a guerra dá julgamento supremo às organizações sociais que viveram além de sua vitalidade”⁹. A epidemia também submeteu países e instituições ao supremo teste. Na SPX estamos alertas ao veredito.

⁹Karl Marx, New-York Daily Tribune, No. 4502, September 24, 1855.

<http://marxengels.public-archive.net/en/ME0948en.html>

Seguem nossas alocações

Juros

Na parte internacional, sobretudo nos mercados de países desenvolvidos, consideramos que as condições monetárias de hoje não estão calibradas para a realidade de rápida recuperação econômica e elevadas taxas de inflação. Esperamos que esse desequilíbrio seja corrigido e resulte em taxas de juros globais mais elevadas.

No Brasil, seguimos comprados em inflação implícita, posicionados em desinclinação da curva na parte curta e começamos a aplicar juros reais na parte intermediária da curva.

Moedas

Permanecemos com alocações compradas no dólar americano.

Ações

Na parte internacional, seguimos privilegiando os setores mais defensivos e mantivemos uma posição comprada na bolsa chinesa, fundamentada na flexibilização da política monetária e fiscal para impulsionar o crescimento.

Em relação à bolsa brasileira, estamos com posições vendidas em fintechs e no setor de Mineração e continuamos com nossas posições compradas nos setores de Transporte e Financeiro contra o índice e alocações relativas no setor de Consumo.

Commodities

Seguimos com alocações compradas em Energia, Metais Industriais e Crédito de Carbono, assim como posições compradas e de valor relativo em Grãos.

Crédito

Na América Latina, acreditamos que a cautela deva prevalecer nos próximos meses, à medida que nos aproximamos da primeira alta de juros do Fed. Nesse ambiente, seguimos concentrando nossas alocações em posições de valor relativo e mantendo alguns nomes idiossincráticos, que não são altamente correlacionados ao mercado de juros americanos.

No mercado de crédito dos EUA, começamos o ano com a visão de que a liquidez histórica que o Fed e os bancos centrais globais colocaram no sistema produziu uma grande expansão de múltiplos e compressão nos spreads de crédito. Com a meta de emprego do Fed agora alcançada, eles passaram a combater as pressões inflacionárias e nesse cenário estamos pacientes, para alocar com valuations mais atrativos.

Atribuição de Performance

No mês de janeiro, o SPX Nimitz rendeu 2,29%, ante um CDI de 0,73% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Janeiro 2022
Ações	-0,35%
Commodities	0,23%
Crédito	0,03%
Juros	2,46%
Moedas	-0,29%
Taxas e Custos	-0,11%
CDI	0,73%
Total	2,29%

Rio de Janeiro
Rua Humaitá 275 • 6º Andar
Humaitá • RJ • 22261-005
+55 21 3203-1550

São Paulo
Rua Prof. Atílio Innocenti 165 • 15º andar
Itaim Bibi • SP • 04538-000
+55 11 3508-7500

Londres
1 New Burlington Place • 4nd Floor
W1S 2HR • Mayfair • London
+44 20 3911-0640

Nova York
125 Park Avenue • 25th Floor 2520 & 2522
New York NY • US • 10017
+1 202 558-5900

ri@spxcapital.com.br
www.spxcapital.com

Este material foi preparado em conjunto pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital") e SPX Equities Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Investimentos"), e SPX Crédito Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Crédito"), 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.