

Carta do Gestor

Leões sem dentes, Dragão de gelo e a Previdência no Brasil



Caros investidores,

Na SPX, nós fazemos um rodízio entre os gestores para escrever nossa carta mensal. A última que escrevi foi em janeiro deste ano, quando comentei sobre as perspectivas à frente para o crescimento econômico global e suas implicações para a política monetária nos principais centros financeiros.

Naquele momento, me questionava sobre a sinalização dada pelos bancos centrais de que a política monetária continuaria a ser apertada durante o ano de 2019. Acompanhando os dados naquele período, parecia muito improvável que isso viesse a acontecer. Nossos modelos indicavam um enfraquecimento adicional da economia global, principalmente no continente europeu. A China estava iniciando uma política estimulativa para dar suporte a sua economia, diante da clara tendência de desaceleração que víamos desde 2018.

No Brasil, o panorama era de euforia com a eleição de Jair Bolsonaro. As ações tiveram valorização expressiva, o real se apreciava e a perspectiva da agenda econômica comandada pelo novo Ministro da Economia era muito boa.

De lá para cá muita coisa aconteceu. De fato, a economia mundial continuou a enfraquecer. Os Estados Unidos impuseram novas tarifas sobre o México devido ao forte influxo de imigrantes ilegais (ação posteriormente revertida depois de um

acordo entre os dois países) e aplicaram uma nova rodada de tarifas na China, sob o pretexto de que a China não havia cumprido sua parte no acordo que estariam prestes a fechar. Além disso, continuou a ameaçar a Europa com as tarifas no setor automotivo.

Nesse ambiente, a indústria global continuou enfraquecendo. Os indicadores do PMI global (*Purchasing Managers Index*), que avaliam o ritmo e a confiança no setor manufatureiro, atingiram níveis de contração e indicam uma perspectiva negativa para o PIB mundial.

No Reino Unido, havia uma expectativa de que finalmente o Brexit fosse finalizado, mas isso não se concretizou. A Primeira Ministra Theresa May anunciou sua renúncia e estamos em um processo de escolha de um novo Primeiro Ministro, que, provavelmente, será Boris Johnson. Caso este evento se confirme, haverá uma alta probabilidade de não se chegar a um acordo entre a Europa e a Grã-Bretanha em relação ao Brexit, o que pode acabar ocasionando um colapso da economia britânica.

Neste cenário, os bancos centrais deram uma guinada em sua comunicação e passaram a sinalizar afrouxamentos em suas políticas monetárias. O Banco Central americano sinalizou queda dos juros já na próxima reunião em julho. O Banco Central Europeu, por sua vez, sinalizou uma possibilidade de corte nos juros e a possibilidade de voltar com o programa de compras de títulos. O Banco do Japão caminhou na mesma direção. O Banco do Canadá afrouxou o discurso de aperto monetário. O Banco Central da Austrália cortou os juros e avisou que pode cortar mais. E o Banco da Inglaterra, que estava sinalizando altas, também alterou sua trajetória. Ou seja, todos os principais bancos centrais dos países desenvolvidos mudaram seus discursos e agora estão sinalizando afrouxamento monetário.

Em algumas economias emergentes isso também aconteceu. Em uma decisão inesperada, o Banco Central do Chile reduziu os juros em meio ponto porcentual. O Banco Central da Índia também reduziu os juros; o Banco Popular da China reduziu compulsórios e injetou muita liquidez no sistema e, por último, o presidente do Banco Central do Brasil, Roberto Campos Neto, sinalizou cortes de juros em breve.

O motivo que levou a essa guinada dos bancos centrais obviamente é muito ruim, porque estamos falando de um menor crescimento global. Por outro lado, quando os bancos centrais afrouxam as condições financeiras, em um movimento que eu chamo de manipulação dos preços dos ativos financeiros, obviamente criam o paraíso do amante do risco. Quando o custo do capital cai, ele torna atraente o preço de ativos financeiros em geral, como ações, ouro, ativos de crédito, entre outros. E foi isso o que vimos nos últimos meses. A despeito de um cenário de desaceleração global, os preços dos ativos financeiros de maneira geral se valorizaram fortemente e, provavelmente, há espaço para se valorizarem ainda mais.

No Brasil não foi diferente. Com esse vento a favor do mercado financeiro externo, a melhora na perspectiva para a inflação e o baixo crescimento econômico, abriu-se a oportunidade de testarmos juros nominais e reais ainda mais baixos. É quase certo que já na próxima reunião do Copom o Banco Central reduza os juros em meio ponto porcentual e que faça isso mais duas vezes à frente, levando a taxa básica de juros para 5% ao ano, o menor patamar desde o lançamento do Plano Real.

Com a reforma da Previdência em fase avançada na Câmara dos Deputados, passaremos em breve para outras reformas como a tributária e a administrativa. Há também, um conjunto de medidas na esfera microeconômica que, se forem adotadas, permitirão que o Brasil tenha a possibilidade de voltar a crescer. Há muito a fazer, mas pelo menos viramos a página mais difícil, que era a da Previdência.

Portanto, parece que estamos no mundo perfeito, certo? Não, não estamos. Estamos em um mundo perigosíssimo. Os ativos financeiros estão se valorizando de forma importante, mas em um cenário onde a economia global afunda. Das duas uma: ou a economia global vai reagir e alcançar o cenário de preços do mercado financeiro, ou ela não conseguirá reagir e os ativos financeiros passarão por uma importante correção de preços à frente. Eu fico com a segunda opção. Por mais que eu acredite que ainda há espaço para os ativos financeiros se valorizarem no curto prazo, não penso que sairemos dessa tendência de desaceleração da economia global. O nível de incerteza está muito elevado e é provável que vejamos os investimentos se desacelerarem de forma relevante. As tensões entre os EUA e a China vieram para ficar. A imposição de tarifas no setor automotivo europeu por parte dos EUA é uma questão de tempo, além de todos os conflitos geopolíticos que estamos presenciando. Ou seja, nada bom para a perspectiva de crescimento mais adiante.

Outro fator preocupante é a sinalização de perda de autonomia e independência dos dois principais bancos centrais do mundo: o Fed e o BCE. Temos dois profissionais sem formação técnica liderando a política monetária global. Dois agentes políticos, o que sinaliza que os governantes terão permissão para interferir na política monetária. Em função de tudo o que foi dito anteriormente, as taxas de juros globais alcançaram níveis inacreditáveis. Hoje em dia, está difícil achar taxas de juros positivas no mundo desenvolvido. Isso mostra como o sistema capitalista está em risco no longo prazo. As pessoas aceitam investir em títulos de 10, 20, 30, 50 anos e receber menos do que investiram. Isso não me parece razoável. Novos experimentos já estão no forno, como novas teorias monetárias (MMT, *Modern Monetary Theory*). Isso não acabará bem.

Outra decisão importante veio da Comissão Europeia, que indicou linha dura em termos de disciplina fiscal para a presidência do bloco. Isso significa que, na prática, não haverá avanços na agenda europeia de reformas. É uma sinalização de "mais do mesmo". Os problemas vão continuar caindo no colo do BCE para serem resolvidos. O problema é que chegamos neste estágio do ciclo econômico com instrumentos esgotados e com a potência dos mesmos muito reduzida.

É o que eu chamo aqui de “Leões sem Dentes”. Os bancos centrais são como leões: procuram rugir alto e mostrar dentes afiados para obterem o respeito do mercado. Agora, praticamente sem instrumentos e sem potência, quando rugem e abrem a boca, não há dentes e os efeitos sobre os agentes econômicos tendem a ser cada vez menores.

Da mesma forma, o grande dragão chinês não cospe mais o mesmo fogo de outrora. Está esfriando e pode até congelar. O governo continuará insistindo em medidas de estímulo para reaquecer a economia, mas a tendência de desaceleração é inequívoca. E se o dragão chinês de fato congelar, os efeitos sobre a economia global serão devastadores. Ainda não estamos nesse ponto, mas esse é um risco que deve ser monitorado de perto.

Concluindo, estamos no momento em que o mercado financeiro descola do mundo real. A grande questão é em que ponto ou momento ocorrerá a convergência. Viveremos os próximos meses nessa aparente calma e alegria com os preços dos ativos se valorizando, mas não se esqueçam dos leões sem dentes e do dragão gelado.

Seguem nossas principais alocações.

Juros

Na parte internacional, apesar de o risco permanecer modesto no direcional, aos poucos estamos incrementando nossas posições aplicadas, tanto em países desenvolvidos como em alguns emergentes.

No Brasil, um cenário mais favorável do ponto de vista inflacionário e uma atividade econômica estagnada, justificam as nossas alocações aplicadas na parte intermediária da curva. A votação da reforma da Previdência foi um evento importante e deverá ter impacto positivo na percepção de risco da dívida interna brasileira, com a consequente diminuição dos prêmios de risco na curva como um todo. O cenário externo, com perspectivas de juros menores, ajudam nessa percepção positiva.

Moedas

Seguimos comprados no dólar americano.

Ações

Na parte internacional, estamos comprados em bolsas de ações de países emergentes e no setor de energia europeu contra a bolsa americana. A exposição líquida da carteira encontra-se vendida.

Em relação à bolsa brasileira, iniciamos uma alocação direcional comprada, com destaque para empresas dos setores de óleo e gás, mineração, *utilities* e financeiro.

Commodities

Nos metais industriais, continuamos vendidos em zinco e comprados em cobre e alumínio, de modo que a exposição direcional na classe segue vendida. Já nos metais preciosos, adicionamos uma posição comprada em ouro. No setor de energia, continuamos comprados em petróleo. No mercado de agrícolas, iniciamos uma posição vendida em milho.

Atribuição de Performance

No mês de junho, o SPX Nimitz rendeu 1,49%, ante um CDI de 0,47% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Junho 2019	2019
Ações	0,06%	0,35%
Commodities	0,17%	0,33%
Crédito	0,00%	0,00%
Juros	1,78%	3,47%
Moedas	-0,84%	-1,07%
Taxas e Custos	-0,15%	-1,00%
CDI	0,47%	3,07%
Total	1,49%	5,15%

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.

