

Carta do Gestor

A Estabilização do Crescimento Global

Caros investidores,

O ano de 2019 ficará marcado como um bom ano para os ativos financeiros. Porém, quando analisamos o cenário que atravessamos, dificilmente diríamos que a valorização dos preços dos ativos financeiros encontraria respaldo nos eventos que vimos ao longo do ano.

Começando pelo cenário internacional, vimos um aprofundamento das tensões comerciais entre os EUA e a China, um Brexit imprevisível, uma ruptura da coalizão do governo na Itália, uma reviravolta eleitoral na Argentina, um início de corrida bancária e crise cambial na Turquia, protestos nas ruas na França, Hong Kong e América do Sul, entre muitos outros problemas.

Com todos esses eventos, como explicar a valorização espetacular dos preços dos ativos financeiros? Bom, não tenho a pretensão de achar que tenho uma explicação única para isso, mas tenho minhas hipóteses. A principal razão foi a percepção correta dos bancos centrais de que algo não estava bem. Estes, a partir de uma constatação de que a economia global estava entrando em um período de desaceleração econômica maior do que a pronunciada, começaram a reduzir as taxas de juros e, em alguns casos, reimplantaram o programa de compra de títulos (QE). Essa reversão de política monetária por parte dos principais bancos centrais deu suporte aos mercados. Era o que o mercado precisava para afastar o risco e o medo de uma recessão global. Removido esse risco, abriu-se espaço para a valorização nos preços dos ativos financeiros, como foi observado.

No Brasil, não foi muito diferente. Também tivemos muitas dificuldades. Para começar, foi preciso se acostumar com a nova forma de fazer política e a nova relação com o Congresso Nacional. Essa alteração na maneira de governar exigiu uma mudança de hábito. Não é fácil deixar um modelo de governo de coalizão para trás e dar ao Congresso o protagonismo nas decisões do país.

Patinamos muito, mas acabamos avançando. A reforma da Previdência foi aprovada e, com ela, o abismo fiscal em que entrávamos foi mitigado. Com um menor risco fiscal, o BCB pôde reduzir mais a taxa Selic, que agora se encontra no menor patamar da história. Os juros menores, aliados a uma política fiscal austera, redução do crédito direcionado subsidiado, privatizações, instrumentos inovadores de crédito, teto de gastos, reforma trabalhista, e o início da tramitação da reforma tributária e de outras reformas no Congresso, fizeram com que o Brasil voltasse a respirar e ter um horizonte positivo para os negócios. Assim como a inovação na política, parte do empresariado brasileiro também está aprendendo a andar com as próprias pernas, sem a interferência governamental, para o bem e para o mal. Estamos no início desse processo de aprendizagem.

O importante é que a confiança entre empresários e consumidores voltou. Há sinais inequívocos de que saímos do fundo do poço e de que voltamos a crescer. A velocidade desse crescimento, obviamente, depende de nossa capacidade de aprofundar e aprovar a agenda das reformas estruturais no país.

Minha visão...

Os riscos globais são conhecidos, convivemos com eles durante 2019, então o que pode tirar a economia global dos trilhos e afetar de maneira relevante os preços nos mercados? A economia americana parece estar em final de ciclo. Será que o fim do ciclo ocorrerá esse ano e a economia entrará em recessão? Não parece ser o caso, porque não há sinais vindo dos dados econômicos. A economia americana se desacelerou, mas para um patamar ainda confortável e acima do seu produto potencial, estimado em 1,75%. Além disso, o Fed, o Banco Central americano, ainda tem espaço na política monetária para dar suporte à economia, assim como à política fiscal. No entanto, um risco que pode gerar alguma volatilidade e ruído nos mercados são as eleições presidenciais. Caso o vencedor seja um candidato democrata muito à esquerda, o cenário pode mudar. Hoje este não é o cenário base, uma vez que John Biden tem liderado as pesquisas das prévias do Partido Democrata. Mas como sempre pontuo, os ciclos econômicos terminam pela ação dos bancos centrais; como eles estão na ponta de afrouxamento, não creio que estejamos às portas do fim do ciclo de expansão neste ano.

Na Europa, após a Alemanha flertar com a recessão e as confusões na Itália, na França e na Espanha, o continente parece ter se estabilizado. Caso tenhamos uma nova rodada de piora, a escolha para apoiar a economia irá se dar por uma expansão fiscal dos países do Norte Europeu. Do lado monetário, há pouco ou nada que se possa fazer. Ou seja, a Europa não será protagonista; seguirá junto com a corrente global, mas provavelmente crescerá mais este ano e fechará a diferença em relação à economia americana.

No Reino Unido, conviveremos mais um ano com o Brexit. As negociações em relação aos acordos que ainda precisam ser fechados levarão os mercados a permanecerem voláteis.

Na Ásia, a China é a grande incógnita. Será que conseguirão estabilizar a economia e continuar crescendo ao redor de 6%? Parece improvável. As pressões das tarifas comerciais impostas pelos Estados Unidos continuarão pesando na economia. Esse modelo de alto investimento público vem perdendo cada vez mais fôlego. O consumo das famílias, por outro lado, não tem tido um desempenho que pudesse compensar a queda do investimento público e manter o nível de crescimento em torno dos 6%. Esta parece ser uma região muito alavancada no crédito com uma demografia desfavorável nos próximos anos. Vêm de lá minhas principais preocupações para este e para os próximos anos.

No Brasil, saímos da beira do abismo. Mas fizemos apenas uma parte de um trabalho bem maior ao realizarmos a reforma da Previdência. Ainda há muito por fazer. A agenda é extensa e densa. Particularmente, não creio que o Governo aprove nenhuma Proposta de Emenda Constitucional (PEC) em 2020. Basicamente por efeito calendário e falta de vontade parlamentar de aprovar maldades em ano eleitoral. Os assuntos que têm alguma chance de avançar são a autonomia do Banco Central e, com muita sorte, a PEC paralela dos estados. Por outro lado, em 2020 poderemos finalmente ter alguma boa notícia em relação à privatização.

Vejo o Brasil crescendo ao redor de 2,5% em 2020, com a inflação ao redor do centro da meta e o câmbio se depreciando em relação à moeda norte-americana, o dólar. A conta corrente do balanço de pagamentos tem se deteriorado e a tendência é de continuidade nesse processo, uma vez que a economia irá se acelerar. A bolsa continuará a receber fluxo da migração dos investidores da renda fixa para a renda variável. Finalmente, os juros subirão até o final do ano, provavelmente no final do terceiro trimestre. A inflação deixará de surpreender para baixo e começará a surpreender para cima, exigindo que o Banco Central comece a retirar parte do grande estímulo monetário que foi dado nos últimos anos. Portanto, não vejo mais espaço para quedas adicionais, como também trabalho com um cenário de alta no fim do ano.

Muito obrigado pela confiança de estarem conosco e desejo a todos um excelente 2020.

Seguem nossas alocações.

Juros

Após os estímulos monetários do ano passado e com a redução de alguns riscos, a economia global vem dando sinais de estabilização. Porém, as incertezas permanecem, os estímulos fiscais ainda são limitados na maior parte do mundo e as pressões inflacionárias seguem contidas. Nesse contexto, esperamos que os principais bancos centrais continuem mantendo políticas acomodatórias e buscamos alocações onde os preços ofereçam vantagem nessa estratégia.

No Brasil, a atividade econômica continua em recuperação gradual, conforme anteriormente previsto. No lado inflacionário, a alta de preços foi bastante intensa no mês de dezembro. Apesar de ter sido concentrada, ela levou a inflação anual para um nível acima do centro da meta, o que pode fazer com que os agentes econômicos remarquem seus preços com base nesse novo patamar. Levando-se em consideração que a política monetária já se encontra bastante acomodatória e que a economia doméstica se encontra em clara recuperação, avaliamos que o risco/retorno de o Copom cortar mais os juros é ruim. Com isso, decidimos encerrar as nossas alocações aplicadas na parte curta da curva.

Moedas

Estamos comprados no dólar americano contra moedas de países desenvolvidos e temos posições relativas em moedas de mercados emergentes.

Ações

Na parte internacional, seguimos comprados em bolsas europeias e de países emergentes e vendidos na bolsa americana. Também temos posições compradas no setor de energia na Europa.

Em relação à bolsa brasileira, seguimos com posições compradas em empresas dos setores de *utilities*, bancos e consumo.

Commodities

Nos metais industriais, estamos com o direcional comprado na classe por meio de posições em cobre e níquel, além de uma alocação vendida em zinco. Nos metais preciosos, voltamos a ter alocações otimistas no ouro. Com relação ao mercado de agrícolas, iniciamos uma posição comprada na soja. Já no setor de energia, possuímos posições favoráveis à alta do preço do petróleo.

Crédito

O mercado local parece ter saído do mau momento vivido nos últimos meses. Não nos parecia haver fundamento por trás do *selloff*, apenas razões técnicas, portanto iniciamos a nossa carteira buscando títulos de primeira linha em setores onde temos boa previsibilidade de resultados.

No mercado de crédito *offshore*, o otimismo também ajudou a impulsionar os preços, mas ainda enxergamos algumas oportunidades, se olharmos *spreads* de crédito em títulos corporativos na América Latina, evitando países onde a situação político/econômica segue conturbada.

Atribuição de Performance

No mês de dezembro, o SPX Nimitz rendeu 0,65%, ante um CDI de 0,38% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Dezembro 19	2019
Ações	0,76%	0,52%
Commodities	0,09%	0,07%
Crédito	0,01%	0,01%
Juros	0,38%	3,73%
Moedas	-0,80%	-0,44%
Taxas e Custos	-0,17%	-2,16%
CDI	0,38%	5,97%
Total	0,65%	7,70%

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.



Rio de Janeiro

Rua Humaitá 275 • 6º Andar
Humaitá • RJ • 22261.005
+55 21 3203-1550 / 1900

São Paulo

Rua Prof. Atílio Innocenti 165 • 15º andar
Itaim Bibi • SP • 04538.000
+55 11 3508-7500

Londres

1 New Burlington Place • 4th Floor
W1S 2HR • Mayfair • London
+44 (0)20 3911-0661

Washington D.C.

900 19th Street NW, suite 203
Washington DC 20006
+1 202 558 5900

ri@spxcapital.com.br

www.spxcapital.com