

Carta do Gestor

Tempo de Imaginar

Caros investidores,

Foi o ano em que a máquina do mundo descarrilhou. Esta carta busca avaliar os processos em curso após este choque sem precedentes, traçar cenários e tendências.

A Covid-19 foi um teste extremo para os governos. Apontou sistemas e dirigentes incompetentes. Expôs injustiças sociais: mostrou que a desigualdade de renda está correlacionada com a desigualdade de saúde, e ambas se concentram em determinados grupos sociais.

Esgarçou os limites da política monetária, com a taxa de juros básica próxima do piso efetivo na maioria dos países desenvolvidos, além de operações de liquidez em larga escala, apesar de não haver consenso acadêmico de como estas afetam a economia e o preço dos ativos. Dada a necessidade premente de mais estímulo, os bancos centrais são levados a tomar mais risco e imitam decisões de outros bancos centrais, tal como juízes decidem com base em jurisprudência. Como efeito colateral, o mercado financeiro já não precifica claramente expectativas de inflação, solvência e crescimento econômico.

A pandemia acarretou um forte aumento das dívidas públicas e privadas. Segundo projeções do monitor fiscal do FMI e da SPX, em 2021 dezenove países terão dívida pública acima de 80% do PIB, dos quais onze são economias emergentes.

Há constantes históricas em eventos deste tipo. A humanidade demonstra enorme capacidade de adaptação e de progresso material face às catástrofes; entretanto a natureza humana não melhora com estas experiências, mantendo o egoísmo, o tribalismo e os demais vícios. Ou seja, convém moderar o otimismo com os avanços na questão ambiental e de bem-estar social como resultado desta crise. A história também mostra que eventos desta magnitude acarretam mudanças geopolíticas muito relevantes e que ninguém antevê. Por exemplo, o atentado às Torres Gêmeas do WTC (9/11) provocou um ataque ao Iraque (um país que não participara daquela agressão), o surgimento do Estado Islâmico, uma guerra civil na Síria e a crise de refugiados na Europa. É razoável esperar que a Covid-19 desencadeie eventos de importância semelhante, senão maior.

Como avaliar uma dinâmica de tamanha complexidade na ausência de precedentes em nossa geração? Analogias, padrões históricos e modelos econômicos não bastam. É necessário agregar tudo isto ao que David Hume denomina imaginação. “Nada é mais livre do que a imaginação do ser humano, e apesar de não poder exceder o estoque original de ideias fornecido pelos

sentidos internos e externos, ela tem o poder ilimitado de misturar, compor, separar e dividir estas ideias”.

Imagine que o final desta pandemia seguirá o padrão de epidemias e guerras passados. Podemos, então, esperar dois movimentos sociais muito fortes: fúria e euforia.

O primeiro é a revolta contra tudo aquilo que causou o sofrimento. O caso óbvio é a vilificação da China, apenas uma constatação, sem juízo de valor. A forte reação do Oeste contra aquele país acarreta ramificações em política comercial, padrões de tecnologia (Huawei, TikTok, WeChat) e geopolítica (tensões no Mar da China). As cadeias de produção mundiais serão realinhadas. Outra revolta menos óbvia, porém, mais importante no longo prazo, é contra o modelo econômico que criou as injustiças sociais expostas pela pandemia. Tudo indica que o Estado terá uma participação maior no ambiente regulatório, na área de saúde, em investimentos e programas sociais. Será um mundo com mais impostos, e naqueles países incapacitados de equilibrar as contas, maior incidência de crises fiscais e cambiais.

Há diversos relatos de euforia após epidemias e guerras, por exemplo o livro “Year Zero: A History of 1945” de Ian Buruma, as memórias do médico Axel Munthe (1857-1949), ou mesmo os relatos sobre o carnaval carioca de 1919, no final da gripe espanhola. Para quem medita sobre estes relatos, é possível imaginar um momento em 2021 onde o consumo será muito forte, especialmente vindo de uma situação em que a poupança das famílias está elevada e tanto a política fiscal, como a monetária são muito expansionistas. Nas palavras de Munthe, que vivenciou a epidemia da cólera em Nápoles (1884) e os horrores da Batalha de Verdun (1916): “onde a harmonia é abalada por um acidente natural, seja peste, terremoto ou guerra, a Natureza vigilante se põe a trabalhar imediatamente para restabelecer o equilíbrio, suscitando novos seres para tomar o lugar dos que se foram. Impelidos pela força irresistível da Lei Natural, mulheres e homens abraçam-se, cegos de volúpia, ignorantes de que é a Morte que governa sua união”.

Há muita pesquisa acadêmica sobre liquidez, porém nada ainda incorporado no processo formal de decisão dos bancos centrais. Ou seja, os bancos centrais fazem vasto uso de um instrumento monetário sem ter uma ideia precisa de como funciona. Há também elevada incerteza sobre a curva de Phillips, a principal equação na previsão da inflação. O problema é que a pandemia aumentou a instabilidade de seus parâmetros. Em primeiro lugar, a formação de preços em competição monopolística (base microeconômica para esta equação) baseia-se no custo marginal das empresas; como este parâmetro é difícil de observar, os economistas utilizam desemprego como uma aproximação. Isto pode levar a erros de avaliação, pois a Covid-19 desarrumou o mercado de trabalho. Segundo, a relação entre inflação e custo marginal mudou com o choque nas cadeias de produção. Finalmente, as expectativas de inflação podem se alterar com o alto grau de endividamento e interação entre política monetária e fiscal. Estamos diante de uma situação de múltiplo equilíbrio onde

para cada país o resultado pode ser qualquer coisa em um espectro que começa com deflação crônica à *la* Japão após 1995, passa pela experiência dos Estados Unidos no pós-guerra e termina em cenários mais inflacionários. Esta questão se torna mais delicada em alguns países emergentes que se defrontam com o risco de descontrole fiscal, como o Brasil, infelizmente.

Para concluir as conjecturas em uma nota otimista, esta crise acelerou progressos tecnológicos no âmbito da informação, digitalização da saúde, *big data* aplicado à medicina preventiva e progressos nas relações de trabalho. Estes avanços independem de quem será o presidente dos EUA em 2021 e talvez contrabalancem a perda de produtividade causada por um mundo com mais dívida e regulamentação. A China é a Arábia Saudita do *Big Data*, já é líder em várias tecnologias de ponta, poupa bastante e com isso deve apresentar crescimento robusto nesta década. A Europa continuará com crescimento e inflação anêmicos, porém o projeto do mercado comum prossegue e avança por meio de crises, e esta crise não foi desperdiçada. Apesar do alto endividamento de alguns países, como a Itália, o projeto europeu conclui o ano fortalecido.

A máquina do mundo descarrilhou, porém tudo indica que a primeira metade de 2021 será de forte crescimento, com eventuais crises. É tempo de imaginar cenários e de focalizar nas oportunidades de investimento e de arbitragem, pois como cantou Carmen Miranda celebrando o fim da gripe espanhola: “Anunciaram e garantiram que o mundo ia se acabar (...) beije na boca de quem não devia, peguei na mão de quem não conhecia, dancei um samba em traje de maiô, e o tal do mundo não se acabou.”

Seguem nossas alocações.

Juros

Esperamos que as políticas monetária e fiscal continuem provendo suporte para a economia global. Buscamos alocações em países onde enxergamos espaço para a acomodação adicional ou onde acreditamos que haja distorções nos preços.

Com a sinalização do BCB de que o ciclo de queda da Selic foi encerrado, o mercado voltou sua atenção para a fragilidade fiscal do Brasil e para a falta de consenso no avanço nas reformas estruturais que o país tanto necessita. Com o destaque para o programa Renda Cidadã, em detrimento de um avanço na equação fiscal, o mercado passou a precificar um maior risco de elevação dos juros no curto prazo. Acreditamos que a pressão pela extensão do estado de calamidade pública em 2021 ou mesmo manobras criativas para financiar o Renda Cidadã, continuarão a pesar sobre o risco dos títulos públicos e sobre a curva pré-fixada. Por este motivo, seguimos com posições tomadas na parte curta da curva.

Moedas

Encerramos a alocação comprada em euro e seguimos vendidos em moedas de países emergentes.

Ações

No mercado internacional, aproveitamos a queda do setor de tecnologia americano para comprar seletivamente. Continuamos comprados em setores mais cíclicos, como setor industrial e de consumo discricionário. Mantivemos a alocação que se beneficiaria de uma reforma tributária nos Estados Unidos.

Em relação à bolsa brasileira, estamos comprados em empresas dos setores de *utilities*, telecomunicações e mineração contra o índice Ibovespa.

Commodities

Seguimos comprados em metais preciosos e industriais.

Crédito

Nos Estados Unidos, mantivemos nossas posições em títulos de empresas de *investment grade* protegidas contra oscilações das taxas de juros e adicionamos proteções utilizando índices de crédito. No mercado de *high yield*, permanecemos com posições protegidas em índices de crédito.

Na América Latina, reduzimos nossa carteira de *bonds* com o aumento recente da volatilidade relacionada tanto aos eventos locais quanto às eleições americanas.

Atribuição de Performance

No mês de setembro, o SPX Nimitz rendeu -0,16%, ante um CDI de 0,16%, no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Setembro	2020
Ações	0,37%	-5,18%
Commodities	-0,27%	1,31%
Crédito	-0,03%	0,72%
Juros	0,12%	0,94%
Moedas	-0,33%	6,98%
Taxas e Custos	-0,18%	-1,56%
CDI	0,16%	2,29%
Total	-0,16%	5,50%

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.

