

Carta do Gestor

Julho/2021

$$\frac{6a\sqrt{x} - 2bx\sqrt{x}}{3b^2}$$

$$\frac{x\sqrt{x}}{(a \pm bx)^{m-1}} \pm \frac{3}{2H}$$



www.spxcapital.com

Carta do gestor

Sinais e Ruídos

Caros investidores,

A Teoria das Probabilidades e Processos Estocásticos é o campo da Matemática voltado ao estudo de fenômenos caracterizados pela incerteza. Ela fundamenta a Estatística e a Teoria Moderna de Finanças. Um processo estocástico é a evolução de uma variável de interesse que pode assumir valores aleatórios ao longo do tempo, sujeito a uma dada distribuição de probabilidades. Como investidores, devemos sempre nos questionar se a variação dos dados e dos preços de ativos decorre da aleatoriedade de sua distribuição probabilística ou de uma mudança em nosso cenário econômico base.

Em grande parte, interpretamos os movimentos recentes como desvios temporais e aleatórios da relação entre preço e fundamento diante de um cenário de recuperação econômica que, posteriormente, justificará um ajuste de política monetária ditado ao longo do tempo pelo cumprimento dos objetivos atribuídos aos bancos centrais.

No primeiro semestre, o consenso favorecia uma longa e robusta recuperação resultante de políticas monetárias e fiscais amplamente estimulativas, seguidas por um processo de reabertura da economia por conta da campanha de vacinação global. Recentemente, contudo, obstáculos à reabertura introduziram debate onde antes havia consenso. A recuperação no segundo semestre, presumida contínua, foi questionada por surpresas negativas frente às expectativas elevadas dos dados econômicos, pela proliferação da variante Delta do novo coronavírus, pela potencial redução de estímulo do Fed diante de processo inflacionário agudo e, recentemente, pela decisão do governo chinês de priorizar estabilidade financeira e política em sua atual estratégia de crescimento.

Uma parcela relevante da desaceleração dos dados econômicos e da pressão inflacionária recente é explicada por restrições de oferta. Empregados não estavam dispostos a retornar ao trabalho prontamente diante da reabertura e muitas empresas não estavam aptas a responder à demanda represada. Não acreditamos que tais fricções, decorrentes da reabertura após fechamentos sem precedentes das cadeias produtivas em tempos de paz, sejam perenes. Com a crescente sensação de segurança sanitária e a redução do seguro-desemprego nos Estados Unidos, a dissonância entre altos níveis de vagas em aberto e elevado desemprego será harmonizada. Os comentários recentes das empresas sobre as restrições na cadeia de produção ainda são conservadores, mas há sinais incipientes de abertura de gargalos e de uma forte reconstrução de estoques que sustentará a indústria. Esses fatores devem equalizar a relação de oferta e demanda por trabalho e bens, abrindo espaço para a aceleração da atividade.

O surgimento da variante Delta se tornou um outro obstáculo à recuperação, principalmente no setor de serviços. A experiência do Reino Unido, com mais de 70% dos adultos vacinados, conforta ao mostrar uma clara quebra da relação entre novos casos e hospitalizações. Espera-se que regiões e países com altas taxas de vacinação – como Europa e Estados Unidos – evitem novas medidas restritivas de mobilidade, enquanto esse risco permanece para países com programas menos avançados – como certas áreas da Ásia, da Oceania e da América Latina. Com a vacinação determinando a velocidade de reabertura – cerca de 40 milhões de pessoas ao dia estão sendo imunizadas no mundo, e essa taxa deverá crescer no segundo semestre –, o risco mais relevante seria o de quebra da eficácia das vacinas, seguido de novas restrições de mobilidade. Nesse momento, esse não nos parece o cenário mais provável.

O conservadorismo do governo chinês diante da desaceleração do crescimento doméstico passou a ser percebido como mais um risco para a atividade global. O recente aperto regulatório nos setores de tecnologia, de educação e imobiliário surpreenderam o mercado negativamente, validando receios de que as autoridades chinesas proveriam menos estímulos ao crescimento. Nesse contexto, o corte no depósito compulsório foi interpretado como um ajuste marginal, e não como o início de um ciclo de afrouxamento monetário agressivo. O Presidente Xi Jinping busca aproveitar os ventos favoráveis externos para reposicionar suas políticas públicas, buscando a *common prosperity*. Esperamos uma desaceleração controlada nos próximos meses, sem choques estruturais no sistema. Esses obstáculos não alteram decisivamente a recuperação global e a função reação de grande parte dos bancos centrais.

Em julho, o Banco Central Europeu revisou sua estratégia de política monetária. Definiu um objetivo de inflação simétrico de 2%, que tolera excessos temporários buscando consolidar o seu alcance – uma versão, ainda que mais consensual, muito menos incisiva do que o regime deliberado de inflação média de 2% estabelecido pelo Fed. Amparado pela nova estratégia, o BCE revisou o *forward guidance*, comprometendo-se a manter os juros inalterados pelo menos até 2024. A experiência japonesa sugere que as ações do BCE dificilmente serão suficientes para conquistar seu objetivo inflacionário. Apesar de os membros *hawks* do comitê do BCE terem se posicionado favoravelmente à nova estratégia, pressões contrárias à continuação do programa emergencial de compra de ativos permanecerão, principalmente se os impactos da variante Delta na atividade se confirmarem modestos.

As mudanças no comunicado de julho do Fed seguiram as expectativas, atribuindo pouco peso aos potenciais impactos negativos da nova variante. O comitê reiterou que a decisão de mudança da atual política monetária dependerá da evolução das taxas de desemprego e inflação. O comunicado é condizente com um anúncio de redução do programa de compra de títulos no quarto trimestre, quando se espera uma melhora considerável do mercado de trabalho e uma continuidade do nível elevado de inflação.

No Brasil, o Banco Central acelerou o processo de aperto monetário diante de um crescimento mais forte do que o esperado e inflação não adequada ao seu mandato. A elevada incerteza política tem impactado o prêmio de risco dos ativos financeiros. A reformulação do programa Bolsa Família sublinha o risco fiscal de médio prazo, reduzindo o espaço para gastos discricionários e elevando a pressão sobre o teto de gastos.

A conjuntura global apresentada é condizente com uma transição do momento mais agudo da recuperação pós-crise para a fase tipicamente mais longa do ciclo econômico, o *mid-cycle*. O ritmo de crescimento passará a ser mais moderado, mas o mundo ainda deverá experimentar crescimento acima do potencial. Processos estocásticos subsistirão, determinando o cotidiano dos dados e preços. Estruturalmente, os contínuos passos em direção à normalização monetária permanecerão ditados pela robustez do crescimento e pela natureza da inflação. Ausentes novos e inesperados choques, as fricções da reabertura darão lugar à redução da capacidade ociosa, desafiando a manutenção do atual estímulo monetário e os efeitos da ampla liquidez na precificação de diversas classes de ativos.

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, aplicados em juros reais na parte intermediária da curva e posicionados em desinclinação de 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

No mercado internacional, concentramos grande parte do portfólio nos Estados Unidos, onde o fator qualidade oferece melhor risco retorno. Depois da alta recente, estamos no curto prazo dando preferência a posições relativas entre setores.

Em relação à bolsa brasileira, aproveitando a correção no mês, adicionamos uma posição direcional comprada, com destaque para posições nos setores de consumo e mineração.

Commodities

Seguimos com alocações compradas em energia, metais industriais e crédito de carbono.

Crédito

Mantivemos posições compradas em setores que devem se beneficiar da reabertura da economia. Nos períodos de maior volatilidade, utilizamos proteções por meio de índices e adicionamos papéis do setor de energia e mídia.

Na América Latina, seguimos posicionados em créditos com dinâmica própria, além de uma carteira mais exposta à recuperação da economia na região. Buscamos adicionar risco com preços mais atrativos em função da abertura de spreads recentemente.

Atribuição de Performance


No mês de julho, o SPX Nimitz rendeu -2,87%, ante um CDI de 0,36% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Julho	2021
Ações	0,02%	1,35%
Commodities	-0,17%	1,21%
Crédito	-0,14%	0,62%
Juros	-3,32%	3,64%
Moedas	-0,20%	-2,74%
Taxas e Custos	0,58%	-1,76%
CDI	0,36%	1,63%
Total	-2,87%	3,95%

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.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.