

Carta do Gestor

Caros investidores,

Em julho, o ritmo de vacinação se manteve elevado no Brasil, aumentando a probabilidade do nosso cenário de imunização total dos grupos prioritários até o final do terceiro trimestre deste ano se confirmar. Neste mês, houve relevante queda no número de novos casos, utilização de UTIs e óbitos, o que permitiu a flexibilização adicional de medidas de restrição à mobilidade. Para frente, esperamos a disseminação da variante Delta da COVID e o aumento significativo de casos, mas com um impacto menor do que o passado sobre a economia.

Esta melhora do cenário epidemiológico tem dado suporte à recuperação de atividade. O que preocupa no tocante à economia é a inflação. Tanto os núcleos do IPCA de junho, quanto os do IPCA-15 de julho vieram acima do que estimávamos. Em sua última reunião, o Copom reconheceu tal surpresa na evolução do índice de preços, puxou o juro em 100bps, indicou um ajuste da mesma magnitude para a próxima reunião, e sinalizou que a fim de fazer a inflação convergir para a meta, o ciclo de alta nos juros deve ultrapassar o nível "neutro". Que fique claro: a política monetária, que vinha sendo estimulativa, em breve será restritiva.

Além do impacto do juro sobre a economia, deve-se destacar o efeito técnico que este pode ter sobre a bolsa de valores. No passado recente, o juro baixo incentivou uma migração de recursos, de investidores em busca de maiores retornos, para os mercados de *equity*. Acreditamos que o ambiente de juro mais alto irá reduzir os fluxos para a bolsa nos próximos meses. Para um cenário de saída de fluxos, achamos que os juros deveriam ser ainda mais altos e o cenário econômico, pior. Ainda na parte técnica, vale lembrar que mais de R\$ 100 bilhões de ofertas – primária e secundárias – vieram a mercado este ano, sendo que uma parcela relevante precificou recentemente, o que tem pesado sobre o mercado.

Para que a inflação convirja à meta em 2022, é essencial que as expectativas estejam ancoradas e que o câmbio não sofra depreciações relevantes e, portanto, é necessário que os agentes acreditem que a situação fiscal do país será equacionada. No que tange a arrecadação, as surpresas têm sido muito positivas ao longo desse ano, ainda que possam ser transitórias. O que preocupa são os gastos. A implementação de medidas populistas que agradem o eleitorado tem se tornado mais urgentes para o governo, visto que o saldo de aprovação do Presidente da República atingiu seu pior ponto do mandato no mês de julho. No sentido de melhorar sua aprovação – já totalmente focados na eleição de 2022 –, a principal aposta do governo é a ampliação do Bolsa Família, o que deve ocupar praticamente toda a "folga" que este teria no teto de gastos de 2022. Entretanto, esse espaço no teto para ampliar o programa social só existirá se o governo conseguir aprovar uma PEC para não pagar integralmente os precatórios previstos para o ano que vem (R\$ 89 bilhões), ou para excluir essa despesa do teto de gastos. Embora o mercado tenha "aceitado" tais manobras, por compreender que de fato seria infactível acomodar tal despesa dentro do teto, são sintomas da fragilidade fiscal na qual vivemos.

Outra proposta que interessa o Executivo é a reforma tributária, pois agrada boa parte do eleitorado, uma vez que aumenta a faixa de isenção do IRPF. O primeiro texto apresentado desagradou o mercado por ser evidentemente arrecadatário, onerar demasiadamente determinados setores e gerar ineficiências societárias. Já a nova redação da proposta teve melhor aceitação, pois endereçou algumas demandas do mercado, como por exemplo, maior redução de alíquota de IRPJ e isenção da tributação de dividendo para pessoa jurídica controladora. Vale dizer que, embora o cenário mais provável seja que a reforma do Imposto de Renda seja aprovada na Câmara dos Deputados, a aprovação no Senado ainda não parece certa. Olhando a bolsa como um todo, apesar da existência de ganhadores e perdedores, acreditamos que o impacto da aprovação desta reforma seria positivo se não ocorrer mudanças significativas no projeto, principalmente em relação a setores específicos.

Ademais, não se deve ignorar a atual tensão entre as instituições brasileiras. O Presidente da República tem flertado com o rompimento do regime democrático ao dizer que só haverá eleições em 2022 se houver voto impresso, e ao atacar Ministros do TSE e STF. Tal instabilidade institucional afasta investidores – principalmente os estrangeiros – tanto da bolsa, quanto da economia real.

No exterior, o impacto da variante Delta vem sendo bastante heterogêneo. Na Europa, depois de sofrerem um aumento vertiginoso de novos casos, diversos países já apresentam queda no número de infecções. Outros países como a Austrália, os EUA e a China tiveram piora nos dados epidemiológicos. A título de exemplo, as medidas restritivas impostas pela China para conter a nova variante devem impactar o PIB do terceiro trimestre, em termos anualizados, em 0,7 p.p.

Além do impacto que a nova cepa tem tido sobre a atividade global, duas medidas do governo chinês reduziram ainda mais a perspectiva de demanda por minério de ferro: a limitação da produção de aço em algumas províncias chinesas, visando a reduzir a emissão de poluentes, e a restrição de crédito ao setor imobiliário. A consequência prática deste contexto foi uma queda de mais de 20% no preço do minério nas últimas semanas.

Em julho, além das medidas que impactaram o mercado de *commodities*, o governo chinês também tomou decisões que afetaram outros setores de forma relevante. O primeiro movimento foi a retirada do aplicativo da Didi do *App Store*, dias depois do seu *IPO* nos EUA, por supostamente não estarem de acordo com as regras de proteção de dados chinesas. A segunda medida foi a exigência de que todo o setor de tutoria acadêmica, do jardim de infância até a nona série, se torne “sem fins lucrativos”. Além disso, recentemente, o governo tem sinalizado que deve impor restrições na parte de *videogames*, prejudicando algumas empresas de tecnologia. Tais medidas autoritárias, e em alguns casos nitidamente anticapitalistas, geraram enorme desvalorização das companhias impactadas – o MSCI China cedeu mais de 10%, por exemplo. Parece cada vez mais claro que os interesses do governo chinês em diminuir as desigualdades socioeconômicas, tornar o crescimento menos dependente do investimento, assegurar sua independência tecnológica e alcançar a autosuficiência econômica serão ainda mais valorizados.

Enquanto isso nos EUA, os dados de inflação – *core CPI* e *PPI* – vieram muito acima das nossas expectativas. Embora a maior parte da surpresa seja transitória, por estar relacionada a itens como preços de veículos e transporte, alguns componentes mais persistentes, como aluguéis, também surpreenderam. A despeito dessas surpresas, no FOMC, o Banco Central americano manteve o discurso de que a inflação será transitória, embora não saibam precisar quando ela vai desacelerar. Além disso, o Fed se mostrou bastante confiante com a recuperação do mercado de trabalho – e os dados recentes corroboram essa visão. Ademais, vale lembrar que a nova rodada de estímulos fiscais segue em discussão no Congresso Americano e deve ter um desfecho em breve.

Em suma, tanto a política monetária quanto fiscal americanas estão extremamente estimulativas, a economia está em franca recuperação, o mercado de trabalho está apertado e a inflação corrente está muito elevada. Posto esse cenário, chama a atenção que o Fed siga comprando bilhões de dólares em ativos por mês. A despeito disso, as expectativas de inflação continuam ancoradas e os juros reais permanecem em patamares extremamente baixos. Os riscos são: a economia sobreaquecer, a inflação se revelar mais persistente e elevada do que se esperava, e o FED ter que apertar a política monetária mais rapidamente do que o imaginado para contê-la.

Alocações Setoriais e Direcionais

Em resumo, o risco/retorno de curto prazo do mercado brasileiro piorou. Há três discussões relevantes em pauta – precatórios, Bolsa Família e reforma tributária – em que o risco de surgirem surpresas negativas é relevante, e dificilmente seremos surpreendidos positivamente. Além disso, o técnico do mercado está frágil e estamos no meio de um processo de aperto monetário que deverá levar os juros a um nível restritivo ao final do processo. A médio prazo, a boa notícia é o cenário de atividade e os riscos são a inflação e as eleições de 2022. Embora tenhamos reduzido um pouco o direcional para patamar levemente abaixo do que consideramos neutro, mantivemos uma postura relativamente construtiva com a bolsa brasileira, por acreditar que alguns ativos específicos já precificam boa parte dos riscos mencionados após a queda recente. Já no exterior, zeramos nossa exposição direcional, visto que o retorno esperado do mercado de bolsa não parece atrativo no curto prazo.

Ainda temos investimentos em empresas cíclicas, mas a maior parte do portfólio está diversificada entre teses “micro” específicas nas quais entendemos que o preço é atrativo e há catalisadores positivos para os próximos trimestres. Setorialmente, algumas movimentações merecem destaque. As principais reduções foram em nomes es-

-pecíficos de consumo discricionário, *e-commerce* e saúde. Já os principais aumentos de alocação foram em bancos e serviços financeiros, embora também tenhamos aumentado a exposição no setor industrial. Ademais, houve uma pequena redução da exposição agregada à parte cíclica, diminuimos as posições nos setores de aço e mineração, enquanto aumentamos a exposição ao agronegócio.


Performance

No mês, o SPX Patriot caiu 4,61% e o SPX Apache 4,71%, enquanto o *benchmark* IbrX-100 e o índice Ibovespa caíram 3,99% e 3,94% respectivamente. O SPX Falcon caiu 3,28%.

	Julho	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	Desde o	PL Atual (R\$)	PL Master (R\$)	Tx. Adm.	Ínicio
												Início	PL Médio (R\$)		Tx. Perf.	Status
SPX Falcon FIQ FIA	-3,28%	14,10%	1,38%	19,36%	10,82%	19,96%	39,14%	6,03%	6,32%	11,64%	9,16%	250,83%	516.584.367	3.371.055.817	2,0%	14/09/12
Retorno IPCA+6%	1,17%	8,43%	10,58%	10,05%	10,09%	8,96%	12,98%	17,16%	12,92%	12,31%	3,82%	175,83%	981.544.049		20,0%	Fechado
SPX Patriot FIQ FIA	-4,61%	9,72%	-0,92%	30,79%	16,18%	33,92%	45,14%	-6,42%	-0,42%	1,86%	7,31%	227,01%	77.668.497	267.176.746	2,0%	14/09/12
Retorno IBX	-3,99%	4,47%	3,50%	33,39%	15,42%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	0,52%	140,68%	147.021.734		20%	Fechado
SPX Apache FIQ FIA	-4,71%	9,94%	-3,23%	29,58%	15,68%	31,29%	41,51%	-5,89%	-0,83%	2,39%	6,63%	201,85%	171.265.053	302.089.461	2,0%	18/10/12
Retorno IBX	-3,99%	4,47%	3,50%	33,39%	15,42%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	2,86%	146,29%	168.452.170		20%	Aberto

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.