

# Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACRO

Abril/2022



[www.spxcapital.com](http://www.spxcapital.com)

# Carta do gestor por Marcella Libardoni

## Falsa Precisão

*“So, we’re going to be looking at the effect of our policy moves on financial conditions—are they tightening appropriately—and then we’re going to be looking at the effects on the economy, and we’re going to be making a judgment about whether we’ve done enough to get us on a path to restore price stability. It’s that. (...) But, again, there’s a sort of false precision in the discussion that we, as policy makers, don’t really feel.”*

Jerome Powell, Presidente do Banco Central americano (maio/22)

Caros investidores,

É da natureza humana extrapolar tendências. Após um longo período de inflação baixa, volatilidade de mercado reprimida e preços de ativos inflados pela intensa atuação dos bancos centrais, é fácil acreditar que essa situação seja permanente. Da mesma forma, após vários meses de surpresas inflacionárias e bancos centrais acelerando o ritmo do aperto monetário, tende-se a acreditar que esse movimento continuará indefinidamente. É fácil esquecer que a situação corrente nada mais é do que o reflexo das políticas do passado e que, da mesma forma, o futuro será em grande parte um resultado das ações de hoje.

Com o benefício da visão retrospectiva, a forte recuperação econômica e a aceleração da inflação pós-COVID não são um mistério: elas são nada mais do que o resultado de um forte crescimento da demanda provocada por enormes estímulos monetários e fiscais associados a uma sucessão de choques de oferta. Como normalmente é o caso em momentos de grande volatilidade econômica e intervencionismo, o impacto final que essas políticas gerarão é difícil de ser previsto.

Há apenas um ano, o Banco Central americano esperava que a inflação ao final do ano de 2022 estivesse na sua meta de 2,0% e que os juros continuassem em zero até pelo menos o final de 2023. Hoje, projetam inflação acima de 4% e indicam sucessivas altas de juros de 50 pontos-base, além de uma redução de balanço em uma magnitude nunca vista. O Banco Central Europeu, por sua vez, esperava uma inflação de 1,2% em 2022. Atualmente, esperamos que esse número seja mais próximo de 7%.

O meu objetivo não é apontar os erros dos principais bancos centrais do mundo, mas sim destacar a dificuldade em se fazer projeções no cenário atual. Quando a política monetária e a fiscal são utilizadas em grandes doses, as consequências dificilmente são bem antecipadas. Some-se a isso o sempre presente risco de eventos não antecipados e temos uma receita para grandes surpresas.

Logo após o choque da COVID, o consenso era que viveríamos uma recuperação lenta, com a inflação permanecendo baixa por vários anos, ou seja, uma continuação da realidade observada na última década. Deu-se mais peso ao passado do que à enxurrada de dinheiro que estava sendo injetada nas economias. De forma semelhante, hoje vejo o mercado esperando que a realidade do último ano de crescimento forte e inflação extremamente elevada se perpetue eternamente, novamente não percebendo que vários dos principais vetores que nos trouxeram a essa situação estão novamente se movendo de forma rápida – agora na direção oposta.

A enorme expansão fiscal dos últimos dois anos está dando lugar a uma política contracionista. As economias emergentes, que em grande parte iniciaram seu processo de aperto monetário no ano passado, já estão com níveis de juros restritivos. As economias desenvolvidas, que demoraram para iniciar esse processo, agora estão se movendo em um passo acelerado, subindo os juros em uma velocidade não vista em décadas e, ao mesmo tempo, reduzindo o balanço também de forma agressiva.

Enquanto nos últimos anos a renda real dos consumidores viu um crescimento notável por causa das várias transferências governamentais, especialmente nos Estados Unidos, agora está sendo corroída pelos preços mais elevados de energia e alimentos. Se no último ano o choque de confiança foi positivo, com a vacinação e a remoção de restrições permitindo a recuperação acelerada do setor de serviços, agora o choque de confiança é negativo, com o aumento do custo de vida pesando no orçamento das famílias e a incerteza dificultando a tomada de decisão das empresas.

Nesse contexto, é uma tarefa difícil calibrar qual o aperto monetário necessário para se retornar a um ambiente de controle inflacionário sem provocar uma recessão. Certamente as políticas monetárias restritivas são necessárias, tanto para reduzir a demanda, quanto para evitar uma desancoragem das expectativas. Entretanto, definir esse grau de aperto é uma tarefa difícil. Os efeitos da política monetária são observados na atividade com alguns trimestres de defasagem e, ainda mais tarde, na inflação. A taxa de juro real neutra é uma variável não observada, e suas estimativas, sujeitas à grande incerteza.

Nesse momento, apegar-se a modelos teóricos para tentar definir com precisão o nível de juros que será capaz de levar a inflação novamente para a meta parece uma estratégia equivocada. Essa tarefa já seria difícil em um ambiente econômico com pouca volatilidade. Na situação atual, é quase uma missão impossível. É preciso reconhecer a ausência de precisão dos instrumentos de política monetária e as possíveis consequências dessa limitação para a economia e os mercados.

Definir o nível adequado de juros será muito mais uma arte do que uma ciência exata. Assim, como o grau de estímulo parece ter sido exagerado, corremos um sério risco de também dosar errado o aperto.

Seguem nossas alocações

## Juros

No *book* de juros, seguimos com posições favoráveis à alta nos países onde acreditamos ainda existir grande desequilíbrio entre as condições econômicas e os preços de mercado, com maior alocação de risco em nomes específicos em países emergentes.

No Brasil, estamos aplicados em juros reais na parte intermediária da curva.

## Moedas

Permanecemos com alocações compradas no dólar americano contra uma cesta de moedas.

## Ações

No *book* de ações, nos Estados Unidos temos um portfólio comprado em ações mais defensivas e de qualidade e vendidos em setores cíclicos. Na Europa, seguimos com exposição ao tema de transição energética e no setor de defesa, porém recentemente adicionamos uma posição direcional vendida com a deterioração do cenário macroeconômico. Na China, reduzimos nossa posição comprada com a deterioração do crescimento econômico.

No Brasil, após a correção, reduzimos nossas posições vendidas em empresas de tecnologia listadas no exterior. Continuamos com posições relativas no setor de consumo e transporte, vendidas no setor financeiro e posições relativas no setor de óleo e gás.

## Commodities

Nas *commodities*, seguimos com alocações compradas em crédito de carbono e grãos. Encerramos posição comprada em metais industriais, preciosos e energia.

## Crédito

No mercado de crédito americano, reduzimos nossas alocações em títulos de empresas *investment grade* para os menores valores dos últimos 2 anos, observando o deslocamento de preços causados pelo aumento da volatilidade.

Na América Latina, continuamos posicionados em nomes específicos, com maiores exposições no setor de óleo e gás, usando *hedges* para imunizar movimentos de juros nos mercados desenvolvidos.

## Atribuição de Performance

No mês de abril, o SPX Nimitz rendeu 3,54%, ante um CDI de 0,83% no mesmo período.

SPX Nimitz	Abril	2022
Ações	0,35%	0,47%
Commodities	-0,63%	0,37%
Crédito	-0,17%	0,05%
Juros	2,00%	13,21%
Moedas	1,90%	3,90%
Taxas e Custos	-0,74%	-4,13%
CDI	0,83%	3,28%
<b>Total</b>	<b>3,54%</b>	<b>17,15%</b>

**Rio de Janeiro**  
Rua Humaitá 275 • 6º Andar  
Humaitá • RJ • 22261-005  
+55 21 3203-1550

**São Paulo**  
Rua Prof. Alípio Innocenti 165 • 11º andar  
Itaim Bibi • SP • 04538-000  
+55 11 3508-7500

**Londres**  
1 New Burlington Place • 4nd Floor  
W1S 2HR • Mayfair • London  
+44 20 3911-0640

**Nova York**  
667, Madison Avenue • 4th Floor  
New York • NY 10065  
+1 212 386 5810

[ri@spxcapital.com.br](mailto:ri@spxcapital.com.br)  
[www.spxcapital.com](http://www.spxcapital.com)

Este material foi preparado em conjunto pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital") e SPX Equities Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Investimentos"), e SPX Crédito Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Crédito"), 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.

