

# Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACRO

Maio/2022



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

## Carta do gestor por Bernardo Meres

### Em Busca de um Novo Equilíbrio

*“À luz do alto grau de incerteza em relação ao cenário econômico, os participantes julgaram que considerações acerca da administração de riscos seriam importantes, ao longo do tempo, nas deliberações sobre a orientação adequada das políticas. Muitos participantes julgaram que acelerar a remoção das políticas acomodatórias deixariam o Comitê em uma melhor posição ao final deste ano para avaliar os efeitos de políticas mais restritivas e o quanto os desdobramentos econômicos irão requerer ajustes nestas políticas.”*

Ata da reunião de maio 2022 do Federal Open Market Committee.

Caros investidores,

O aperto das condições financeiras observado este ano foi significativo: reverteu-se todo o afrouxamento pós-covid em menos de um semestre. Se pensarmos o quão extraordinárias foram as políticas de salvamento da pandemia, bem como os impactos subsequentes nos mercados e nas economias ao longo de dois anos, é razoável temer o impacto econômico de uma reversão tão brusca.

O conflito com a Rússia intensifica as pressões de custos em todo o mundo, sobretudo das empresas europeias. O índice de preços ao produtor alemão trouxe nova surpresa em sua última divulgação, registrando 33,5% acumulado em 12 meses. Embora os índices de inflação ao consumidor já estejam elevados mundialmente, há pressões latentes que tornam o cenário ainda mais desafiador.

Os governos têm direcionado seus esforços fiscais para atenuar o impacto da alta inflação, sobretudo no setor de energia, no bolso dos consumidores. Cortes de impostos com o objetivo de redução dos preços finais é prática disseminada ao redor do mundo. Transferências diretas para grupos mais vulneráveis também. Cada vez mais comum, para financiar tais gastos, são os impostos temporários sobre lucros extraordinários de empresas do setor de energia. E não são apenas países emergentes e heterodoxos como Hungria, Bulgária ou Romênia que lançam mão de tais medidas, mas também desenvolvidos como Alemanha, Reino Unido, Itália e Espanha. E se entrarmos no campo de políticas realmente heterodoxas, vamos achar em um extremo a Índia, que, além de restringir exportações de alguns produtos, importa óleo bruto com desconto da Rússia, tem capacidade de refino doméstico via empresas estatais e com cortes de impostos na bomba acaba por vender gasolina para a população nos mesmos níveis de um ano atrás, antes da escalada do *Brent*.

Em tempos de guerra, cada país faz o que pode, e alguns o que não podem, para ajudar a população. Embora tais estímulos fiscais sejam necessários, vão empurrar a necessária destruição de demanda para outros setores e prolongar o período de alta inflação. O enorme desafio enfrentado pelos bancos centrais é amplamente conhecido. Alguns continuam atrasados e têm um longo caminho pela frente, como o Banco Central Europeu, com sua política de juros negativos. No entanto, a novidade está no número crescente de bancos centrais que já vislumbram uma nova etapa após o rápido aperto inicial – Chile, Hungria, Polônia e República Checa, para citar alguns. Na SPX, costumamos dizer que as árvores não crescem para o céu e que os níveis importam. Quando os juros estão próximos ao *lower bound* é fácil elevá-los de forma rápida. Uma vez que atinjam níveis superiores ao neutro, e sabendo que há muita incerteza, sobretudo no tipo de deflator utilizado nestas métricas, é compreensível que os bancos centrais sejam mais cautelosos. Some-se a isto o fato de a política de juros não ser a única contracionista, com reduções de balanços e condições financeiras atuando sob o mesmo vetor. Nesta nova etapa, cientes das defasagens da política monetária, os bancos centrais procuram um novo equilíbrio. Se por um lado, já entenderam que não podem ser complacentes com a inflação, por outro, conhecem as consequências de errar na dose ao focar excessivamente em inflações realizadas e não em prospectivas. As minutas da reunião de maio do *Federal Reserve* revelaram sinais incipientes nesta direção, ainda que o cenário seja de forte alta de juros nos próximos meses.

Diferentemente do resto do mundo e do próprio passado, o Brasil tem praticado uma política econômica marcada por extrema ortodoxia. Um exemplo claro é a política de preços domésticos da gasolina, que segue a paridade de importação do mercado internacional quando apenas 5-8% do consumo doméstico foi importado nos últimos anos. Enquanto isso, 20% da produção doméstica vem de refinarias privadas, cuja alternativa ao rentável mercado interno seria exportar sua

produção a preços finais mais baixos. O restante é produzido pela Petrobras que, como empresa de capital misto e em setor estratégico, dificilmente seria isenta de regulação em qualquer outro lugar do mundo. No campo fiscal, as travas de gastos funcionam e, apesar das motivações eleitorais, não se vê excessos. Impulsionadas pelo choque dos termos de troca, e mesmo após pacotes de estímulo que somam 1% do PIB em 2022, nossas projeções de orçamento primário melhoraram 1,5% do PIB vis-à-vis o período pré-conflito. Novamente, teremos um superávit primário em 2022, bem como queda da razão dívida / PIB.

A discussão de política monetária é outro exemplo do rigor ortodoxo. Com a Selic caminhando para 13,25% na próxima reunião, é inegável que o grau de aperto já se encontra em terreno extremamente contracionista. Os juros reais *ex-ante*, atualmente acima de 8%, estão nos níveis mais altos da história. As surpresas inflacionárias atuais são frutos de políticas domésticas passadas e de choques externos. Nos últimos anos, o endividamento das famílias aumentou, elevando a potência da política monetária, que atuará com defasagem de alguns trimestres. Consideraríamos uma grande vitória se a inflação retrocedesse dos atuais 12% para algum valor dentro da banda de tolerância em 2023. Prender-se a modelos teóricos e projeções incertas para exigir uma convergência mais abrupta é falta de bom senso. Estimamos que seria necessário provocar uma recessão de 4% do PIB para promover uma convergência para o centro da meta já em 2023. Posteriormente, seria preciso cortar drasticamente os juros para não errar a meta de 2024 para baixo. Em política monetária, os extremos não costumam ser bons, e o papel dos bancos centrais deve ser suavizar os ciclos, e não adicionar volatilidade. Vemos um Brasil que caminha para o antigo equilíbrio dos juros altos, câmbio apreciado e baixo crescimento crônico.

Seguem nossas alocações

## Juros

Na parte internacional, 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

Seguindo o tema de desaceleração de crescimento global, estamos vendidos em setores cíclicos nos Estados Unidos e vendidos em índices na Europa. Continuamos com alocações compradas na China buscando aproveitar a reabertura da economia. No Brasil, aumentamos nossas posições direcionais vendidas no setor de tecnologia e no índice de ações. Continuamos com posições compradas nos setores de consumo e transporte.

## Commodities

Nas *commodities*, reduzimos as alocações de maneira geral e atualmente estamos sem posições relevantes.

## Crédito

No mercado de crédito americano, optamos por uma posição leve em risco diante das incertezas macro e a elevada volatilidade de juros. 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 maio, o SPX Nimitz rendeu 1,38%, ante um CDI de 1,03% no mesmo período.

SPX Nimitz	Maio	2022
Ações	-0,17%	0,27%
Commodities	-0,07%	0,28%
Crédito	-0,04%	0,01%
Juros	1,06%	14,62%
Moedas	-0,18%	3,72%
Taxas e Custos	-0,25%	-4,48%
CDI	1,03%	4,34%
<b>Total</b>	<b>1,38%</b>	<b>18,77%</b>

**Rio de Janeiro**  
Rua Humaitá 275 • 6º Andar  
Humaitá • RJ • 22261.005  
+55 21 3203-1550

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

**Londres**  
1 New Burlington Place • 4nd Floor  
W1S 2HR • Mayfair • Londres  
+44 20 3911-0661

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

**Cascais**  
Marina de Cascais, Loja 64  
CEP 2750.800 • Cascais  
+351 21 145 2180

[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.

Signatory of:

