

# Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACROS

Fevereiro/2022



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

## Carta do gestor por Beny Parnes

### O inverno da alma

Caros investidores,

No mês passado, testemunhamos o evento geopolítico global mais relevante desde os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001. A Rússia invadiu a Ucrânia atacando simultaneamente alvos militares e civis. Apesar da dura retórica e da concentração de tropas nas fronteiras ucranianas, poucos esperavam uma agressão militar dessa magnitude. Muito já se escreveu sobre os verdadeiros objetivos de Putin; a expansão da OTAN em direção ao território russo já fora motivo de várias ameaças e atos do governo de Moscou. Mas nada justificaria, no atual ordenamento jurídico e de forças internacionais, essa invasão a uma nação soberana.

A reação do Ocidente foi imediata. Em uma rara demonstração de unidade, os países ocidentais mais ricos impuseram à Rússia duríssimas sanções econômicas. As reservas em dólares, euros, libras e ienes do Ministério das Finanças e do Banco Central russos foram congeladas. Os ativos estrangeiros dos maiores bancos foram bloqueados e grande parte dos bancos russos foi desconectada do sistema financeiro global. EUA, Japão e União Europeia proibiram exportações de vários insumos, principalmente componentes de alta tecnologia. O próprio presidente Putin e alguns de seus aliados sofreram sanções. O Rublo sofreu forte desvalorização; a economia deve entrar em uma profunda recessão, com retração do crédito e um forte choque inflacionário. Por outro lado, se a crise se prolongar, haverá forte efeitos deletérios para a economia global, e de qualquer modo, o risco de estagflação já está presente nos cenários econômicos e dos mercados.

Sob o benefício de podermos olhar para o passado, o mundo viveu nos últimos 30 anos uma era contínua de tranquilidade política e econômica. Com o início do processo de abertura da China ao mundo e a dissolução relativamente pacífica da URSS, observou-se um período de grande prosperidade para a economia global, sob a liderança política e militar dos EUA. A globalização acelerada, representada pela integração do mercado global de bens, serviços e de capitais e a incorporação de milhões de trabalhadores e consumidores nas cadeias de produção globais, tanto da Europa Oriental, libertada da "cortina de ferro", quanto de países emergentes de crescimento elevado, como China e Índia, resultou em um período de prosperidade e elevado crescimento global.<sup>i</sup>

Essa conjuntura benigna começou a ser contestada pelos enfrentamentos comerciais e políticos entre os EUA e a China, mas ainda dentro de um cenário de continuidade. É razoável supor que a invasão da Ucrânia poderia significar uma ruptura, não sabemos se temporária ou permanente, da continuidade dessa trajetória de desenvolvimento mundial sob a égide das instituições do Ocidente.

#### Algumas consequências para o cenário econômico

A Rússia responde por 2% do PIB global e, mesmo sofrendo uma recessão profunda, o efeito econômico direto na economia mundial seria pequeno. Mas, de forma alguma, podemos subestimar os efeitos na economia mundial que podem ocorrer com a suspensão de exportações da Rússia e da Ucrânia de *commodities*, ainda que de forma temporária.

Em um quadro de crise contínua na Rússia e na Ucrânia, tanto por decisão unilateral russa, quanto pelo aperto das sanções, haverá uma redução significativa na oferta de energia, alimentos, fertilizantes e metais – o que representaria uma pressão persistente sobre a inflação global, aumento nos custos das empresas e redução da renda disponível das famílias, com efeitos negativos para o crescimento global. Não há substituição imediata para um rompimento dessa magnitude da oferta. Neste cenário de estresse, a oferta e o PIB potencial global seriam prejudicados.

<sup>i</sup>Um dos achados que motivou bastante a literatura sobre crescimento econômico nas últimas décadas foi a evidência empírica de uma falta de convergência incondicional de crescimento, isto é, que países mais pobres tenderiam a crescer mais e se aproximar dos pares desenvolvidos. Em artigo recente Patel et al (2021) defendem que essa conclusão empírica não mais é válida para as décadas recentes. De fato, para diversas bases de dados, os autores encontram evidência que desde meados de 1990 esses países tem convergido. Adicionalmente, essa aproximação se deu mais por uma aceleração do crescimento dos países emergentes do que por uma perda de dinamismo das economias desenvolvidas. Esse artigo é um dos inúmeros que argumentam como a globalização beneficiou as economias periféricas. Para mais detalhes ver Dev Patel, Arvind Subramanian, and Justin Sandefur (2021). "The New Era of Unconditional Convergence" *Journal of Development Economics*, 152).

Já observamos impactos negativos tanto nas expectativas de inflação, quanto de crescimento, com aumento imediato da volatilidade e dos prêmios de risco. Houve perdas significativas de investidores em ativos russos, que era um país com grau de investimento. Os mercados sofreram movimentos importantes de preços e fluxos, e alguns, incluindo o de *commodities*, tiveram sua funcionalidade prejudicada. Mercados centrais de juros também apresentaram redução na liquidez e deslocamentos importantes. Mesmo em um cenário no qual o conflito e eventuais interrupções na oferta de *commodities* se mostrem temporários, teremos desdobramentos importantes.

O grande problema econômico que se apresenta, já no curto prazo, está nas ondas de inflação que essa crise fará reverberar pelo mundo. Além de ser uma superpotência militar, a Rússia é um dos principais fornecedores de energia para a economia global. Também é importante exportadora de metais e fertilizantes e, em conjunto com a Ucrânia, fornecedora de grãos, como trigo e milho.

Naturalmente, os preços internacionais de *commodities* estão aumentando devido aos riscos de uma possível redução de oferta. No setor energético, a Rússia responde por 10% da oferta global de petróleo, além de ser responsável por quase 40% das importações europeias de gás natural. Ambos os mercados já apresentam níveis baixos de estoques, sendo que não é possível descartar problemas de suprimento, por ataques na infraestrutura ou pelo fato de tradicionais consumidores evitarem os produtos russos por temor de não recebimento da entrega no futuro. Não há nenhum amortecedor de oferta nesses mercados. A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) já deixou claro que continuará conservadora na adição de novos barris no mercado, deixando como possíveis soluções de curto prazo apenas um eventual acordo nuclear com o Irã.

Rússia e Ucrânia também representam quase 30% das exportações globais de trigo e 20% de milho, além de serem grandes produtores de óleos vegetais e de fertilizantes. Com o fechamento de importantes portos na região, já vemos os fluxos de exportação sendo afetados. Por fim, no caso das *commodities* metálicas, ambos são importantes produtores de alumínio, níquel e paládio.

O início de 2022 já delineava um cenário que as economias desenvolvidas do Ocidente não vivenciavam há décadas: inflação elevada. Como consequência da reação de política econômica à pandemia de 2020-2021, a demanda em vários países foi excessivamente estimulada, em um cenário no qual a oferta global de bens foi, e ainda está, prejudicada pelos deslocamentos das cadeias de produção. São sobre essas condições iniciais de inflação elevada, seja pelo lado da demanda ou da oferta, que será somado o recente choque de oferta de energia, metais e alimentos.

As últimas leituras de inflação nos EUA, Alemanha e Reino Unido foram respectivamente 7,5%, 5,5% e 5,5%. São níveis de inflação muito mais compatíveis com países emergentes com baixa credibilidade de políticas monetária e fiscal do que com países desenvolvidos com metas de inflação ao redor de 2%.

Bem antes da crise na Ucrânia, já se acumulavam sinais de que uma parte relevante da inflação teria caráter persistente. Nos Estados Unidos, a taxa de desemprego está em 3,8%, 0,3% acima da mínima pré-pandemia, e a demanda por trabalho permanece em níveis muito elevados, com quase 11 milhões de vagas em aberto não preenchidas. O fator limitante para o crescimento do emprego nos EUA tem sido a oferta, que tem se recuperado apenas lentamente. Esse descasamento entre a oferta e a demanda por trabalho está se refletindo no crescimento dos salários, que avançaram 5,1% nos últimos 12 meses. Mesmo com um crescimento otimista da produtividade, esse ritmo de crescimento não é consistente com uma inflação de 2%. A demanda por trabalho precisa ser reduzida, e esse será um dos objetivos do ciclo de altas de juros que o Fed deve iniciar em março.

Na Europa, o desemprego também alcançou a mínima histórica de 6,8% e a discussão sobre reajustes de salários em ritmo mais acelerado têm tomado corpo. Também já observamos uma discussão sobre um aumento expressivo dos gastos militares, como resposta à agressão russa. Isso terá consequências negativas para os balanços fiscais, colocará maior pressão na política monetária e terá um efeito estrutural importante: exércitos demandam soldados, logo, mão de obra. Assim, maior pressão sobre o mercado de trabalho futuramente.

Deste modo, era consenso que os bancos centrais precisavam começar a reduzir o grau de estímulo monetário para evitar que a alta inflação se perpetuasse. A comunicação nos meses recentes fora nessa direção, tanto do Fed, quanto do BCE. O Fed, em particular, parecia estar atrasado para começar o ciclo de aperto e, tendo deixado a economia sobreaquecer, já tinha pela frente uma tarefa difícil, de estabilizar o mercado de trabalho sem causar uma recessão. A redução da inclinação da curva de juros desde o início do ano é uma indicação de que aumentava a probabilidade subjetiva da recessão para alguns agentes de mercado: o prêmio a termo de um *bond* de 10 anos *versus* um de dois anos recuou, por exemplo, de 80 pontos-base para 20 pontos-base nesse período.

Já esperávamos que a reação da política monetária, dado o nível elevado de estímulos ainda vigentes e a persistência cada vez maior da inflação, fosse mais forte do que os mercados antecipavam. Após os eventos recentes, o trabalho das autoridades monetárias será ainda mais duro: é essencial combater a onda adicional de inflação, para que se evite uma deterioração das expectativas e a contaminação para os salários. Isso tornaria esses choques inflacionários ainda mais persistentes. Sem dúvida, o *trade-off* inflação-produto piorou significativamente.

Em teoria, bancos centrais com grande credibilidade poderiam tratar esses eventos como choques de oferta, reagindo de uma forma mais moderada, de maneira a combater apenas os efeitos secundários do aumento de preços. O problema é o elevado ponto inicial da inflação nos países mais desenvolvidos, tanto a inflação corrente quanto suas expectativas, com o mercado de trabalho aquecido. Isso torna muito arriscada qualquer operação de acomodação deste choque inflacionário adicional, sem que se comprometam ainda mais as expectativas e se aumente a probabilidade de repasses de preços a salários.

Impactos Adicionais: riscos financeiros, reservas internacionais e fluxos comerciais

Podemos também estar entrando em um cenário de elevada incerteza política global, acentuando a fragilidade potencial nos mercados financeiros, causado por aumentos súbitos de prêmio de risco e da volatilidade embutidos nos preços dos ativos.

Aparentemente, o sistema bancário dos países ocidentais está pouco exposto a problemas causados por um eventual, embora ainda incerto, *default* dos títulos e créditos russos; as autoridades monetárias e bancárias detêm ampla experiência e tecnologia para lidar com eventuais problemas.

A fragilidade potencial nos mercados financeiros, afetados pelo aumento da incerteza geral, é mais um fator a complicar a vida das autoridades monetárias. O protocolo operacional tradicional seria aumentar juros e reduzir balanços dos bancos centrais, encarecer o crédito e, na linguagem moderna, “apertar as condições financeiras”. Mas um aumento rápido da incerteza e dos prêmios de risco, por fatores alheios à política monetária, por si só representaria um forte aperto nessas condições financeiras. Isso vai em parte de encontro à necessidade de desaquecer a economia para refrear a inflação. Mas esse não é um processo controlável, o que também complica a atuação das autoridades, se no limite surgir uma contradição entre estabilidade financeira e combate à inflação.

Por fim, uma consequência potencial da dura reação ocidental, sem precedentes no campo financeiro e econômico, merece ser destacada. Ela pode ter impactos profundos para os mercados globais, tanto de ativos, quanto os de bens e serviços. Cortar o acesso da Rússia ao sistema SWIFT poderá levar à busca por sistemas de pagamento alternativos em outras moedas de negociação. Isso pode complicar o comércio mundial, que usa o dólar americano, por exemplo, como unidade de preço dos principais fluxos de mercadorias.

Mais importante, o congelamento das reservas do Banco Central da Rússia afeta outro pilar da ordem econômica recente. Quão estáveis, sólidas e úteis são as reservas acumuladas em dólar e no euro, as principais moedas de reserva, e em menor escala também em libras esterlinas e iene?

Após a crise de 2008, diversos países emergentes, inclusive a China e a própria Rússia, acumularam um volume maciço de reservas internacionais como forma de comprar um seguro contra novos choques ao sistema financeiro global. A China continua sendo um país com capacidade de geração de superávits elevados em conta corrente. Como exportadora de poupança, ela continuará demandando na mesma magnitude as moedas de reserva internacional, como o dólar e o euro?

Note-se que há um problema contábil insolúvel: em um exemplo em que há comércio entre dois países, é impossível manter superávits em conta corrente em um país sem a acumulação simétrica de ativos do país deficitário. No caso limite de um país não aceitar acumular ativos financeiros de outros, o balanço de bens e serviços entre eles deveria ser sempre equilibrado. O fluxo de capitais (de recursos de poupança e investimento) entre esses países tenderia a zero, como um modelo de autarquia. Generalizando, mesmo em um modelo com mais países, em que houvesse alguma forma de compensações, os fluxos de poupança e investimento internacionais seriam muito prejudicados. Uma consequência possível pode ser o surgimento de blocos comerciais e financeiros estanques, com grande perda de eficiência na economia global.

Nas próximas semanas e meses, o mundo estará focado na evolução desse conflito. Mas esse é potencialmente o início de um realinhamento ainda mais profundo da ordem global: geopolítica, comércio internacional, fluxos de capital. Durante

esses períodos tumultuados de transição, muitos deslocamentos são gerados nos preços de ativos. Depois da pandemia da Covid, e agora o conflito na Ucrânia, o fato é que o mundo ficou ainda mais complexo.

Seguem nossas alocações

## Juros

Na parte internacional, sobretudo nos mercados de países desenvolvidos, consideramos que as condições monetárias de hoje não estão calibradas para a realidade de rápida recuperação econômica e elevadas taxas de inflação. Esperamos que esse desequilíbrio seja corrigido e resulte em taxas de juros globais mais elevadas.

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

## Moedas

Permanecemos com alocações compradas no dólar americano.

## Ações

Na parte internacional, nos Estados Unidos, seguimos privilegiando os setores mais defensivos em relação a ativos mais cíclicos. Na Europa, aumentamos nossa exposição ao tema de transição energética e iniciamos uma posição no setor de defesa, além de seguirmos com uma posição comprada na bolsa chinesa.

Em relação à bolsa brasileira, seguimos com posições vendidas em fintechs e no setor de Mineração e continuamos com nossa posição comprada no setor de Transporte contra o índice e alocações relativas nos setores de Transportes e Consumo.

## *Commodities*

Seguimos com alocações compradas em Metais Industriais, Grãos e Crédito de Carbono. E iniciamos uma posição comprada em metais preciosos.

## Crédito

A tensão geopolítica e as preocupações sobre as consequências para os mercados globais em relação à inflação, o comércio e o crescimento econômico pesaram sobre os mercados de crédito na América Latina. Nesse ambiente, seguimos concentrando nossas alocações em posições de valor relativo e mantendo alguns nomes idiossincráticos, que podem se beneficiar desse novo ambiente.

No mercado de crédito dos EUA, nos vemos em tempos únicos para os participantes do mercado, em que o evento geopolítico atual pode ou não afetar os valuations, o que confirma nossa postura conservadora em relação aos spreads de crédito no médio prazo. Ao mesmo tempo, abre-se uma janela para que o crédito volte a entrar no mercado de capitais, e vamos buscar oportunidades nas novas emissões de mercado, mas permanecemos cautelosos até que os valuations retornem às suas médias históricas.

## Atribuição de Performance

No mês de fevereiro, o SPX Nimitz rendeu 3,05%, ante um CDI de 0,75% no mesmo período.

SPX Nimitz	Fevereiro	2022
Ações	0,18%	-0,18%
Commodities	0,65%	0,90%
Crédito	0,12%	0,15%
Juros	1,85%	4,38%
Moedas	0,22%	-0,07%
Taxas e Custos	-0,71%	-1,26%
CDI	0,75%	1,49%
<b>Total</b>	<b>3,05%</b>	<b>5,41%</b>

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

**São Paulo**  
Rua Prof. Atílio Innocenti 165 • 15º 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**  
125 Park Avenue • 25th Floor 2520 & 2522  
New York NY • US • 10017  
+1 202 558-5900

[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 a 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.