

Carta do Gestor

FUNDOS DE AÇÕES

1º Tri 2023



www.spxcapital.com

Carta do gestor | Fundos de Ações

Caros investidores,

O desafio brasileiro é enorme. As medidas tomadas pelo governo Bolsonaro ao longo do ano eleitoral e pelo governo Lula durante a transição acabaram com o teto de gastos e implicaram uma expectativa inicial de déficit primário ao redor de 1,6% do PIB para 2023. Resultado este que é inaceitável para um país já bastante endividado como o Brasil, o que gerou grande preocupação nos mercados, vide as expectativas de inflação acima da meta perseguida pelo Banco Central e o juro real exigido por investidores para financiar o governo a longo prazo acima de 6%. Posto este ponto de partida frágil, o governo tem a difícil tarefa de reverter este déficit para um superávit da ordem de 1,5% do PIB, para tornar a dívida pública sustentável. O primeiro trimestre de 2023 foi marcado pela tentativa do governo de conciliar a vontade política de manter sua popularidade elevada, com a necessidade prática de evitar um desastre fiscal.

O PT calcula que a popularidade do governo é, principalmente, uma função da renda disponível dos eleitores. Por isso, a ala do governo mais ligada ao partido tem pressionado por medidas de geração de empregos, reajuste do salário mínimo, isenção de imposto de renda para faixas mais baixas, desoneração de impostos sobre combustíveis, renegociação de dívidas, limitação sobre juros do crédito consignado e rotativo do cartão, expansão do crédito por intermédio dos bancos públicos e fomento ao crescimento da atividade econômica de forma geral. Por outro lado, a parte do governo mais ligada à área econômica propôs medidas de redução do déficit no curto prazo, e tentou estruturar uma nova âncora fiscal que trouxesse previsibilidade para as contas públicas. Naturalmente, quem arbitra a disputa por influência entre essas duas vertentes do governo é o Presidente Lula, que, no entanto, tem se revelado mais impaciente e preocupado com o crescimento econômico do que com a austeridade fiscal.

Não obstante, o Ministro da Fazenda tem perseverado na tentativa de melhorar o quadro das contas públicas. Em janeiro, anunciou um pacote de medidas que implicam redução de 0,6% do PIB no déficit deste ano e recentemente divulgou o novo arcabouço fiscal junto de uma proposta para a trajetória do resultado primário nos próximos anos. No entanto, o arcabouço divulgado nos parece pouco austero, uma vez que sua única implicação prática é definir que o gasto do governo terá crescimento real entre 0,6% e 2,5% ao ano – salvo algumas exceções pontuais. Além disso, as metas de primário propostas para os próximos anos também parecem pouco críveis, pois a punição por não as atingir é muito branda e não

garante a obtenção da meta no ano seguinte. Apesar de reconhecermos o esforço, o problema é que o ajuste proposto é muito dependente de melhora na arrecadação por meio de redução de benefícios fiscais e do fim de brechas que permitem que alguns setores paguem menos – ou não paguem – impostos. Lembrando que, por mais que saibamos que historicamente seja difícil que um governo consiga cortar despesas, ajustes fiscais por meio de aumentos na carga tributária têm viés inflacionário e podem impactar negativamente a produtividade da economia. Ademais, na prática, achamos pouco provável que o Congresso aprove o fim de todas essas benesses, consequentemente tornando inalcançável a trajetória de primário inicialmente proposta pela Fazenda.

Em outras palavras, parece que o governo fará algum ajuste fiscal, mas não o ajuste fiscal necessário para estabilizar a dívida pública dentro deste mandato Presidencial. Portanto, apesar de termos atualmente um quadro fiscal prospectivo melhor e mais previsível do que vislumbrávamos no início do ano, essa melhora ainda não gerou uma revisão das expectativas de inflação para níveis condizentes com a meta, nem fez com que os investidores aceitem juros reais significativamente mais baixos para financiar o governo. Isto é relevante, pois a atual desancoragem de expectativas dificulta o trabalho do Banco Central, que não consegue reduzir os juros, apesar do crescimento econômico estar abaixo do potencial. O problema é que este cenário de juros persistentemente elevado é incompatível com os interesses do governo. Logo, surge o risco de tentarem compensar o aperto monetário com uma expansão do crédito subsidiado por meio de bancos públicos, o que seria um enorme erro e teria implicações muito negativas para o mercado. Vale lembrar que o aumento do gasto governamental e do crédito direcionado subsidiado elevam o juro neutro da economia. Dado este quadro complexo, uma solução para o governo seria alterar a meta de inflação e o horizonte relevante para o Banco Central, que, embora seja uma estratégia arriscada, pode ser a melhor alternativa possível.

Julgamos que o atual contexto requer cautela e uma postura defensiva em termos de alocações na bolsa brasileira. No entanto, vale salientar que o cenário fiscal ainda está em aberto, uma vez que o arcabouço proposto ainda pode ser alterado pelo Congresso e ainda não sabemos oficialmente quais serão as propostas do Ministério da Fazenda para aumentar receita. Mas, mesmo que sejamos surpreendidos positivamente a nível macroeconômico e mudanças legislativas tragam maior arrecadação, provavelmente isso significará uma

piora de lucros para muitas empresas listadas em bolsa. Portanto, considerando que existe este risco nas expectativas de lucro, que diversas empresas estão fragilizadas e precisam acessar o mercado em breve para se capitalizar, que a indústria de fundos de ações está sofrendo resgates e que não têm tido fluxo de compra por parte dos investidores estrangeiros, é natural que exijamos retornos bastante elevados para investir em empresas brasileiras. Dito isso, o posicionamento de investidores na bolsa local está leve e os *valuations* das empresas bastante descontados, logo podem oferecer oportunidades extremamente atrativas, caso o cenário macroeconômico melhore.

No exterior, os dois principais polos político-econômicos vivem momentos completamente distintos. Enquanto a China, que amargou anos de atividade fraca em função dos *lockdowns* oriundos da política de tolerância zero à Covid-19, passa por um processo de reabertura e recuperação econômica, os Estados Unidos e Europa sofrem com crises bancárias e recessões que se avizinham.

No início deste ano, discutia-se se o Fed havia cometido um erro ao desacelerar o ritmo de altas nos juros para 0,25% na reunião de fevereiro, uma vez que o mercado de trabalho americano ainda estava extremamente aquecido e a inflação elevada. O risco parecia ser de o Banco Central americano ter que voltar a acelerar o aperto monetário ou estender o ciclo para níveis de taxas terminais mais elevadas. Na Europa, constatava-se que o inverno foi menos rigoroso do que se temia, não faltou energia no continente, e dados de atividade mostravam uma economia muito mais resiliente do que os analistas esperavam. Dado este cenário, o Banco Central Europeu planejava aumentar o juro em incrementos de 0,5% por reunião até ter evidências claras de que a taxa já era suficientemente restritiva para conter a inflação. Tudo mudou...

No início de março, o mercado percebeu que um banco regional americano sediado na Califórnia com mais de US\$ 200 bilhões em ativos, tinha um portfólio bastante exposto a títulos longos americanos que acumulava prejuízos oriundos da abertura da curva de juros extremamente relevantes e que não estavam marcados a mercado no balanço do banco. Como uma parte significativa dos depósitos do banco não era segurada, depositantes correram para sacar seus recursos, o que gerou uma crise de liquidez. Consequentemente, os reguladores tomaram controle do banco e visando evitar que o medo se alastrasse, o FDIC anunciou que honraria a totalidade dos depósitos. Não obstante, na sequência, outros bancos regionais também sofreram saques de depósitos em massa, e também foram assumidos pelo regulador, tendo seus depósitos garantidos. No mais, o Fed anunciou programas de liquidez para que bancos pudessem honrar seus depósitos sem precisar liquidar seus ativos. As medidas por parte do FDIC e do Fed

parecem ter sido suficientes para evitar uma crise bancária sistêmica, mas não muda o fato de que para conseguir reter seus passivos, os bancos terão que aumentar significativamente a remuneração dos depósitos, o que em parte impactará negativamente os seus resultados e, em parte, será repassado para clientes, encarecendo o crédito. Também não muda o fato de que os bancos serão mais reticentes na concessão de crédito no curto prazo dada a instabilidade dos depósitos e provavelmente reduzirão o risco de *duration* dos seus ativos. Logo, haverá um aperto significativo no crédito, a principal incerteza é a magnitude desse aperto e suas implicações para a atividade econômica.

Concomitante aos problemas dos bancos regionais nos Estados Unidos, na Europa, o Credit Suisse sofreu uma crise de confiança e ataque especulativo após um acionista de referência dizer que não aportaria mais capital no banco. Por medo de que o banco quebrasse, as autoridades suíças articularam uma fusão com o UBS para salvá-lo. A operação foi bem-sucedida, e apesar de os acionistas e credores do CS terem sofrido perdas devastadoras, evitou-se uma crise sistêmica na Suíça e, potencialmente, internacional.

Em função dos acontecimentos recentes, o cenário externo prospectivo, principalmente nos Estados Unidos, mudou expressivamente. Hoje nos parece que o Fed está próximo de encerrar o ciclo de alta de juros, pois a probabilidade de haver uma forte desaceleração à frente aumentou – e alguns dados recentes já apontam nesta direção. Dito isso, não acreditamos que iniciarão um ciclo de corte tão cedo, pois a inflação corrente ainda está muito distante do mandato da autoridade monetária e deve demorar até que o mercado de trabalho arrefeça. Ademais, os juros longos também devem continuar pressionados, dada a enorme oferta de títulos que virá a mercado em função do déficit do governo americano, do programa de *Quantitative Tightening* do Fed, e da redução do risco de *duration* por parte dos bancos.

Considerando este cenário de juros elevados ao longo da curva, a provável revisão das expectativas de lucros das empresas em função da piora de atividade econômica, e o fato do *equity risk premium* da bolsa americana estar baixo – ou seja, *valuations* estarem elevados –, a relação de risco-retorno da bolsa americana não nos parece atrativa quando comparada, por exemplo, à bolsa chinesa, que além de ter preços menos esticados, vive um momento de melhora de lucros em função da reabertura da economia e dos estímulos econômicos implementados. Além disso, vale dizer que os investidores chineses estão com muita liquidez disponível, em função do aumento da poupança durante os anos de *lockdown*. Parte desses recursos podem voltar a ser investida na bolsa local, o que seria relevante do ponto de vista técnico.

Seguem nossas alocações

Mantivemos a exposição direcional à bolsa brasileira abaixo do que consideramos neutro ao longo de todo o trimestre, apesar de termos aumentado ou diminuído taticamente sempre que os ruídos ofereceram oportunidades. Setorialmente, as principais reduções foram na parte doméstica da bolsa, principalmente em Bancos, Consumo e Distribuição de Combustíveis, apesar de termos aumentado posições em empresas de serviços financeiros. No exterior, apesar de termos rodado levemente comprados no início do ano, voltamos a ficar vendidos quando a crise bancária começou nos Estados Unidos. Atualmente, continuamos vendidos na bolsa americana e europeia, mas estamos comprados nas bolsas chinesas, logo a exposição direcional está zerada.

Atribuição de Performance

No trimestre, as posições que mais contribuíram positivamente para a performance dos fundos foram nos setores bancário e industrial, por outro lado, o maior detrator de performance foi o setor de consumo. As alocações em ações internacionais também apresentaram retornos positivos, enquanto tivemos perdas no *book* de crédito, especificamente no SPX Falcon.

	MAR 2023	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	Desde o Início	PL Atual (R\$) PL Médio (R\$)	PL Master (R\$)	Tx. Adm. Tx. Perf.	Início Status
SPX Falcon FIQ FIA	-1,31%	-1,47%	20,25%	6,49%	1,38%	19,36%	10,82%	19,96%	39,14%	6,03%	6,32%	11,64%	9,16%	287,98%	400.593.377	3.516.618.953	2,0%	14/09/12
Retorno IPCA+6%	1,42%	3,54%	12,15%	17,81%	10,52%	9,61%	10,12%	8,86%	13,16%	17,11%	12,97%	12,15%	3,66%	245,73%	895.613.119		20%	Aberto
SPX Long Bias Prev FIQ FIA	-1,54%	-2,27%	17,52%	-5,94%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,03%	19.806.522	394.897.898	2,0%	13/04/21
Retorno IPCA+IMA-B	1,42%	3,56%	12,42%	8,51%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30,76%	8.854.208		20%	Aberto
SPX Patriot FIQ FIA	-1,66%	-2,37%	5,68%	-4,83%	-0,92%	30,79%	16,18%	33,92%	45,14%	-6,42%	-0,42%	1,86%	7,31%	192,68%	51.557.649	203.622.875	2,0%	14/09/12
Retorno IBX	-3,07%	-7,27%	4,02%	-11,17%	3,50%	33,39%	15,42%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	0,52%	97,36%	132.960.808		20%	Aberto
SPX Apache FIQ FIA	-1,45%	-2,36%	4,59%	-5,46%	-3,23%	29,58%	15,68%	31,29%	41,51%	-5,89%	-0,83%	2,39%	6,63%	165,07%	199.986.737	235.929.246	2,0%	18/10/12
Retorno IBX	-3,07%	-7,27%	4,02%	-11,17%	3,50%	33,39%	15,42%	27,55%	36,70%	-12,41%	-2,78%	-3,13%	2,86%	101,96%	171.198.143		20%	Aberto
SPX Falcon Inst FIQ FIA	-1,39%	-1,60%	19,55%	-9,78%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,13%	170.175.257	317.242.027	2,0%	25/06/21
Retorno IPCA+IMA-B	1,42%	3,56%	12,42%	8,51%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26,34%	101.969.598		20%	Aberto

1 Os veículos do SPX Falcon, abertos para aplicação, têm como benchmark de performance IPCA + Yield do IMA-B e alocam no mesmo fundo Master dos demais FICs de benchmark IPCA+6%.

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 • 4th Floor W1S
2HR • Mayfair • Londres
+44 20 3911-0661

Nova York
450, Park Avenue • 28th Floor
Nova York • NY 10022
+1 212 386 5810

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

Singapura
88 Market Street
CapitaSpring, Level 39
Singapore • 048948

ri@spxcapital.com.br
www.spxcapital.com

Signatory of:

PR | Principles for Responsible Investment

ANBIMA
Autorregulação

Gestão de Recursos

Este material foi preparado pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital"), empresa 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.

Moody's LOCAL
MQ1.br
Avaliação referente a
SPX Capital.