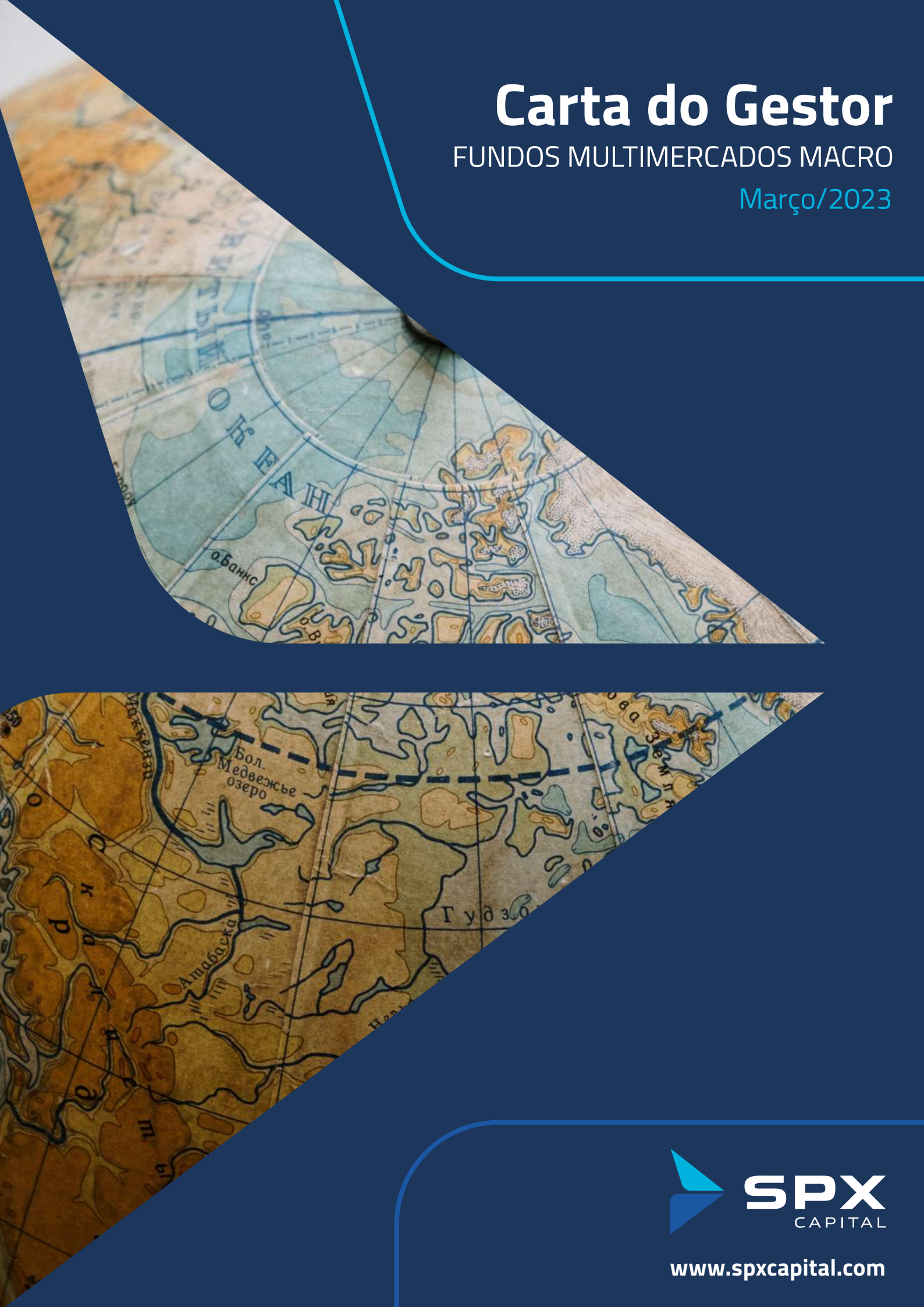


# Carta do Gestor

FUNDOS MULTIMERCADOS MACRO

Março/2023



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

## Carta do gestor por Tiago Fernandes

### Processo Corretivo em Curso

Caros investidores,

Vivenciamos no mês de março uma reviravolta no *status quo* dos mercados globais. O mundo estava aparentemente benigno nos últimos meses, víamos uma modesta retomada de crescimento global sem novos impeditivos, a China com sua reabertura em curso, os Estados Unidos apresentando dados de atividade muito acima do esperado e a Europa se recuperando de um choque de energia. Tudo parecia relativamente calmo quando, repentinamente, o décimo sexto maior banco por ativos norte-americano quebrou. Na sequência, tivemos outras falências e tensões financeiras que perduram até o momento.

Ao fazer um questionamento de curto prazo, pergunto por que logo em meio a uma modesta retomada de crescimento tivemos estes eventos? Não encontrando uma resposta crível de curto prazo, voltei no tempo: peguei uma carta do gestor escrita em 2021 e lembro que, na última década, o mundo passou pelo maior experimento monetário da história econômica.

Certamente, todos esses últimos anos de liquidez abundante geraram alocações de capital em muitos casos ineficiente, que funcionavam em um ambiente de juros extremamente baixos. No atual contexto, de juros mais altos, faz sentido termos entrado em um processo corretivo, no qual estas alocações de capital com retornos inadequados ao risco devem ser penalizadas. Eventos como os ocorridos no último mês devem se tornar mais frequentes, passando uma sensação de *déjà vu*, em relação a um pouco do que vimos ocorrer em 2008.

Em 2008, tínhamos problemas que, do ponto de vista de uma alocação ineficiente de capital, se assemelham aos problemas atuais. E, na época, o processo de correção foi gradual e contestado por muitos participantes renomados do mercado, até o momento da incontestável quebra. Em março de 2008, o Bear Stearns quebrou, mas a crise foi rapidamente contida. Os mercados voltaram depressa à animação. Participantes do mercado, muitas vezes com vieses otimistas, leram que o problema era pontual e tinha sido resolvido, em vez de pararem para entender o real problema das principais economias. Quase como se não quisessem enxergar o real problema, para continuar a girar as engrenagens de seus negócios. Meses depois, tivemos o evento no Lehman Brothers culminando na crise de 2008. O CEO do Lehman Brothers

na época menciona que “Nenhum de nós esperava que os preços de casas caíssem com a violência que caíram. Com o benefício da retrospectiva, agora posso dizer que eu e muitos outros estávamos errados”<sup>1</sup>. Estavam errados por uma eventualidade completamente improvável? Ou realizaram uma má gestão de riscos em seus investimentos?

Atualmente, vimos um problema de gestão de risco no falido Silicon Valley Bank. Seus gestores, como se estivessem fazendo uma aposta nas taxas de juros, alongaram demais suas carteiras, objetivando ter mais lucro em detrimento de um risco adequado. Certamente, como numa aposta do CEO do Lehman Brothers de que os preços de casas não fossem cair, esses gestores do SVB também não apostavam que as taxas de juros fossem subir tanto, a ponto de descascar seus balanços e gerarem o que geraram. Como em 2008, hoje vemos diversos comentários e opiniões de pequena abrangência ou profundidade, de que o ocorrido foi contido e não se trata de algo sistêmico. Espera-se que estejam certos, mas o risco de estarem errados é evidente, dado o atual problema estrutural existente nas principais economias. O SVB quadruplicou de tamanho nos últimos anos, num ambiente de juros baixos e liquidez abundante no sistema. Seus depósitos foram de 50 bilhões para 200 bilhões de dólares, e sua carteira de ativos, crescendo na mesma proporção, foi alocado de forma arriscada, ou inadequada, na esperança de maior rentabilidade.

Aumentos de balanço, que não se limitam somente ao SVB, são em grande parte fruto do expressivo aumento de liquidez ocorrido no sistema. Na última década, o mundo passou pelo maior experimento monetário da história econômica, os principais bancos centrais do mundo escolheram testar um território desconhecido, com agressivos cortes de juros e intensas compras de ativos, que levaram seus balanços a tamanhos sem precedentes. Esse processo, sem dúvidas, incentivou investimentos com relação risco-retorno questionável.

Hoje vivemos uma tentativa de saída desse ambiente de política frouxa, em um processo que se iniciou em torno de doze meses atrás. Os diversos bancos centrais ao redor do mundo, motivados por um nível de inflação muito acima do observado na última década, elevaram suas taxas de juros e começaram a reduzir seus balanços. Dadas as prováveis defasagens no impacto da política

<sup>1</sup> Tradução de Quotes du Crise, Financial Times, September 11, 2009.

monetária, faz sentido começarmos a sentir os efeitos desse aperto atualmente<sup>2</sup>. É natural que, neste processo de ajuste, tenhamos correções de exageros, como os ocorridos recentemente, que possivelmente podem resultar numa crise, como a ocorrida em 2008, caso as autoridades competentes não consigam, de forma veemente, suavizar a sequência de eventos.

Os mercados são um reflexo desse processo corretivo que está em curso. Neste mês, tivemos um aumento expressivo das volatilidades dos principais mercados, com destaque para o movimento das taxas de juros americanos, que apresentaram o maior movimento em um único dia desde 1987. A curva de juros americanos em poucos dias deixou de precificar mais de 100 pontos-base de aumentos de taxas de juros nos próximos meses, passando a precificar cortes de juros de mesma magnitude. Ações de bancos das principais bolsas globais exibiram quedas percentuais de dois dígitos, são as maiores quedas históricas de ações de bancos fora de períodos de recessão. É importante ressaltar que movimentos dessas magnitudes foram vistos nas últimas crises globais.

No Brasil, não vemos uma situação promissora, em meio à nossa própria crise de crédito infligida pelas Lojas Americanas poucos meses antes do evento no SVB. Nosso mercado de crédito brasileiro segue relativamente fechado. E, por hora, nosso governo não dá sinais de um suporte crível à economia e aos mercados.

Estamos em um processo corretivo que requer muita atenção dos gestores. Eventos de curto prazo solucionados podem enevoar o problema maior da liquidez. Uma crise pode ser evitada, mas não devemos negar que os riscos que podem gerá-la são atualmente expressivos. Com crise ou sem crise, já é possível enxergar um resultado comum de relativa desaceleração nos principais blocos econômicos.

## Seguem nossas alocações

No mercado de juros, estamos com posições relativas explorando a posição cíclica idiossincrática de diferentes países. Nos mercados de moedas, seguimos com posições compradas no dólar americano. No *book* de

ações, estamos com alocações relativas em Estados Unidos e direcionais em Brasil refletindo uma visão negativa com o cenário macro e posições relativas em China e Europa. Nas *commodities*, iniciamos posições de valor relativo nos metais industriais. Nos mercados de crédito desenvolvidos, optamos por reduzir parte do portfólio de papéis *investment-grade* após o movimento favorável dos juros e papéis *high-yield* após a recuperação do mercado de crédito vista no final do mês, enquanto mantendo a exposição a papéis de curta duração. No mercado de crédito emergente, continuamos reduzindo as posições para ficarmos menos expostos à volatilidade do mercado de juros global.

## Atribuição de Performance

No mês de março, o SPX Nimitz obteve um retorno de -0,68%, ante um CDI de 1,17% no mesmo período. As contribuições negativas para a performance do fundo vieram dos mercados de moedas e crédito, enquanto a contribuição positiva veio do mercado de ações. Os *books* de juros e *commodities* apresentaram contribuições neutras no mês.

<sup>2</sup> Milton Friedman, *The Lag in Effect of Monetary Policy*. *Journal of Political Economy*, Vol. 69, No. 5 (Oct., 1961), pp. 447-466

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

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.

Signatory of:  
**PRI** Principles for Responsible Investment  
**ANBIMA** Autorregulação  
Gestão de Recursos