

## Carta do gestor por Rogério Xavier

### A difícil Vida dos Banqueiros Centrais

Caros investidores,

Na última carta do gestor, meu sócio Marcelo Castro descreveu os desafios que um gestor tem diante dos cenários que são colocados à sua frente. No caso dos banqueiros centrais, a dificuldade não é tão diferente assim. Vejamos o caso do Fed e do seu presidente, Jerome Powell. Os dados econômicos até o final do mês de janeiro indicavam uma trajetória de inflação muito favorável, com a inflação acumulada em doze meses alcançando 6,5% em dezembro de 2022, vindo de 9,1% em junho. Dados de atividade econômica, expressos nos índices ISM, também apontavam para a direção correta, com a economia desacelerando tanto no setor manufatureiro, como no setor de serviços. Indicadores de salários também sugeriam moderação nos ganhos salariais. Ou seja, tudo mostrava que a economia americana estava esfriando, com a inflação desacelerando.

Esse cenário mais favorável permitiu ao Banco Central americano reduzir o passo dos incrementos na taxa de juros básica, os *fed Funds*. Em dezembro, ele já havia reduzido o ritmo dos aumentos dos juros de 75 pontos-base para 50. Agora, no início de fevereiro, reduziu ainda mais para apenas 25 pontos-base. Além disso, a mensagem do presidente do Fed foi lida como se o próximo movimento de alta em março pudesse ser o último deste ciclo de aperto monetário.

No entanto, no dia 3 de fevereiro, divulgações do mercado de trabalho conjugadas com o indicador de serviços mostraram uma economia resiliente e com um mercado de trabalho ainda mais apertado do que se previa. O mercado sentiu os efeitos imediatamente, elevando as expectativas para os juros terminais. Obviamente, outros mercados também sofreram os impactos dessa reversão de expectativas.

O que Jerome Powell fará agora? Seguirá apertando os juros até o mercado de trabalho dar sinais mais contundentes de fraqueza? E a inflação, continuará a desacelerar em direção à meta? E esta desaceleração permitirá ao comitê parar os aumentos das taxas de juros? É neste contexto que nos encontramos hoje. A expectativa de que o último aumento dos juros americanos fosse em maio pode não se materializar. Podemos ter o Banco Central americano estendendo o ciclo por mais tempo do que anteriormente previsto. O nível, obviamente, também seria maior do que o pensado. As consequências para o mercado seriam bem negativas.

Neste início de 2023, os mercados performaram de maneira muito positiva por conta de uma perspectiva de aperto de juros menos severo por parte dos principais bancos centrais do mundo desenvolvido. No entanto, os dados econômicos divulgados no início de fevereiro colocaram nuvens carregadas no cenário prospectivo.

No Brasil, voltamos para o mesmo tema do passado: os juros. Temos muita dificuldade de discutir o que realmente importa, que são as condições para que o país possa crescer a taxas mais altas e de maneira sustentada. Temos espasmos de discussões que melhoram a nossa produtividade e competitividade. De quatro em quatro anos, temos avanços e retrocessos. O país não consegue engrenar numa trajetória virtuosa que realmente mude a vida das pessoas de forma permanente. Agora, estamos de volta à discussão sobre as taxas de juros. Parece que estamos revivendo a mesma discussão do governo Lula-I, em que o finado vice-presidente José de Alencar questionava o tempo todo sobre o porquê de as taxas de juros serem tão altas no Brasil.

Muito se discutiu sobre as causas, mas o que fez efeito mesmo para chegarmos, duas décadas depois, a juros realmente baixos foi uma disciplina fiscal séria apoiada por um teto de gastos colocado na Constituição. Uma política fiscal crível foi capaz de trazer as taxas de juros para patamares iguais aos dos países desenvolvidos. Ou seja, perseverar na política fiscal não é panaceia, e sim passaporte para chegar a taxas de juros mais baixas. Não admitir isso é iludir-se.

Também se questiona o sistema de metas de inflação com um banco central independente. Aqui, tendo a achar que a discussão está mal colocada. O Banco Central é o guardião da moeda e tem um mandato posto em meta pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Cabe a ele a missão de usar os instrumentos que tem à disposição, primordialmente a taxa de juros, para a cumprir a meta. Porém, cumprir a meta utilizando os juros incomoda a classe política, pois impacta o crescimento do país. A função de cumprir a meta estabelecida é do Banco Central, mas quem estabeleceu a meta não foi o Banco Central, mas o CMN. Assim sendo, não cabe essa crítica ao Banco Central, ele está cumprindo o mandato que lhe foi concedido.

Agora, há uma outra discussão: as metas de inflação que o Banco Central tem que cumprir estão adequadas ou não para este ano e os próximos dois anos? Neste ponto, tendo a pensar que as metas estabelecidas para o cumprimento pelo Banco Central não são adequadas. As metas são estabelecidas com uma antecedência de aproximadamente três anos. No próximo mês de junho, será estabelecida a meta de inflação de 2026. A verdade é que muito tempo decorre entre hoje e 2026. Quando a meta de inflação de 2023 e 2024 foi estabelecida, não sabíamos que teríamos uma pandemia como a Covid-19, uma guerra na Ucrânia, problemas nas cadeias de suprimentos e a crise dos chips. Todos esses choques de oferta e demanda foram muito intensos e de duração prolongada. O próprio regime fiscal foi completamente alterado nos últimos três anos. Portanto, seria razoável que o CMN fizesse uma reavaliação da meta fixada e do custo de o Banco Central persegui-la. De que adianta ter uma meta que já se sabe que não poderá ser cumprida? Não seria mais razoável uma reavaliação das metas inflacionárias estabelecidas? Colocando-as numa trajetória crível, assim como fizemos em 2003? Sei que o debate é polêmico e que existem riscos inerentes a mudar os objetivos estabelecidos. Além disso, existe um custo importante: ao alterar a meta de inflação para os próximos anos, as pessoas vão considerar que existe um risco de novas alterações nas metas de inflação no futuro, o que afeta as expectativas. O sistema de metas de inflação foi criado justamente para coordenar as expectativas e reduzir o risco de os governos irem alterando seus objetivos de forma casuística.

O equilíbrio fiscal é um ponto crucial para que a mudança de meta ocorra de forma organizada e sem gerar uma desancoragem de expectativas. O governo precisa ter um plano crível de estabilização da dívida. Vale analisar o exemplo de 2003: no início daquele ano, o Banco Central estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003, e 5,5% para 2004. Apesar de todos os choques que a economia sofreu no biênio 2001/2002 e de uma mudança muito grande nas metas, o Banco Central foi capaz de colocar a inflação em trajetória cadente. É importante lembrar que o Banco Central teve uma ajuda importante do Tesouro nesse processo, com o resultado primário do setor público acima de 3,5% do PIB nesses dois anos. Com isso, a razão entre a dívida pública e o PIB entrou em trajetória cadente e as expectativas dos agentes melhoraram bastante.

No sentido oposto, vale lembrar a mudança de meta de inflação feita pela Argentina durante o governo Macri. Essa mudança foi feita num momento em que o país tinha sucessivos déficits primários e sem nenhum plano crível de estabilização da dívida pública. A única âncora para a moeda argentina era a política monetária. Quando o governo resolveu aumentar a meta para reduzir os juros, o país ficou simultaneamente sem âncora fiscal e com dúvidas sobre a âncora monetária. O resultado foi uma depreciação forte do peso argentino, com uma piora grande das expectativas de inflação, o que naturalmente gerou um processo de aceleração inflacionária.

Dessa forma, o equilíbrio fiscal é a variável crucial para que o plano de mudar a meta seja bem sucedido. Esse ano teremos um déficit primário ao redor de 1% do PIB. Se nada for feito, o déficit primário vai aumentar em 2024, porque parte das receitas geradas esse ano são pontuais e o plano de gastos sugeridos pelo governo até agora indica um gasto público que tende a crescer mais do que o PIB em 2023 e em 2024. Por isso, é muito importante que seja anunciado, o mais rápido possível, um novo arcabouço fiscal, que indique um déficit primário em queda nos próximos anos. Sem isso, a ideia de mudar a meta de inflação pode acabar tendo efeitos bem negativos sobre expectativas, câmbio e inflação.

Para o sistema de metas de inflação funcionar, precisamos ter metas factíveis e as atuais são ambiciosas demais. Nesse sentido, acho um erro o CMN não revisitar o tema e reavaliar o custo para sociedade de perseguir uma meta de inflação tão difícil de ser alcançada. Será que realmente a sociedade quer buscar uma inflação de 3% ao ano com um custo tão elevado? Eu acho que não. É hora do conselho se reunir e reavaliar os objetivos colocados ao Banco Central. O ideal é que o CMN não espere até junho para alterar a meta de inflação. Essa alteração deveria ser feita logo. Não podemos ter um Banco Central fazendo política monetária mirando uma meta que as pessoas sabem que será alterada. Quanto mais tempo o governo demorar para definir as novas metas, mais difícil será para ancorar as expectativas em torno desse novo valor.

## Seguem nossas alocações

No mercado de juros, estamos aplicados nos países onde acreditamos que o próximo grande movimento será de queda dos juros, mantendo algumas posições tomadas em taxas nos países atrasados no ciclo de aperto monetário. Nos mercados de moedas, estamos com posições relativas em moedas de países emergentes e desenvolvidos. No *book* de ações, nossas alocações estão concentradas em posições relativas em mercados emergentes. Nas *commodities*, estamos sem posições relevantes. Nos mercados de crédito desenvolvidos, zeramos as posições vendidas em índices corporativos dos EUA e permanecemos comprados em papéis de duração curta e em papéis *High Yield* de alta qualidade. No mercado de crédito emergente, aumentamos nosso risco via *bonds* com *valuation* atrativo. Continuamos focando nos setores de energia/petróleo. Também reduzimos nossa posição vendida utilizando instrumentos líquidos como índices, movimentos que levaram a uma maior exposição direcional no mês.

## Atribuição de Performance

No mês de janeiro, o SPX Nimitz obteve um retorno de 1,81%, ante um CDI de 1,12% no mesmo período. A contribuição positiva para a performance do fundo veio do mercado de juros, enquanto as contribuições negativas vieram dos mercados de ações, crédito, *commodities* e moedas.

**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**  
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

**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)

Signatory of:



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.