

Carta do Gestor

Por que todas as Bolsas sobem, menos a brasileira?

Caros Investidores,

Em abril, repetiu-se um movimento recorrente nos três últimos anos: apesar de os mercados acionários no G3, e principalmente nos EUA, terem tido um excelente desempenho, as bolsas de emergentes, e em especial a brasileira, não acompanharam. Movimentos como este nos anos de 2002 a 2010, usualmente garantiam uma alta consistente e até com maior força, devido à correlação entre a bolsa brasileira e os mercados globais. Mas, neste ciclo de alta iniciado em 2011, o Brasil, as bolsas de mercados emergentes e até mesmo as *commodities* têm tido um desempenho relativo significativamente ruim. Este desempenho replica outros ciclos de mercado, como na década de 80 e 90.

Esse movimento pode ser explicado, em parte, pela fase do ciclo econômico na qual se encontram os países emergentes, em comparação à situação dos países desenvolvidos. Enquanto as economias emergentes estão perto do limite de utilização dos fatores de produção, os países desenvolvidos ainda mostram ampla subutilização desses fatores.

A atual recuperação do setor privado nos EUA é provavelmente a força mais dinâmica no cenário de demanda global. Isso difere da década passada, em que a integração da China à economia global, e as surpresas recorrentes geradas pela força de seu crescimento, num mundo de restrições na oferta de *commodities*, eram fatores que determinavam, em momentos como esse, um forte desempenho do mercado de bolsa brasileiro.

As quedas dos *yields* nos mercados de juros e crédito do G3 têm causado uma expansão nos preços e múltiplos das ações das empresas nas bolsas internacionais e também um desempenho superior de empresas defensivas em relação às empresas em setores mais cíclicos. Diferentemente da década passada, o crescimento global não tem sido o fator mais importante no desempenho dos mercados de ações globais nos últimos anos, mas sim a queda dos prêmios de risco e a diminuição dos riscos de ruptura.

O fraco desempenho da bolsa brasileira foi agravado, nos últimos anos, pela situação em que se encontra a economia brasileira: perto do pleno emprego, com produtividade estagnada, custos unitários de trabalho em elevação constante e baixa competitividade, fatores que levam a seguidas decepções nos dados de crescimento econômico. Essa piora no lado macro foi alavancada pelo aumento das intervenções do governo na economia e nas empresas estatais, bem como pelos desapontamentos nos resultados e na entrega de projetos das empresas brasileiras. A queda na

qualidade das instituições e os erros de política econômica têm se acentuado de forma significativa.

Por que ainda acreditamos que pode continuar assim

Durante o mês de abril, os sinais de desaquecimento da economia global se intensificaram. Além da fraqueza já evidenciada na economia europeia, a atividade na China e nos Estados Unidos deram sinais de moderação. Por outro lado, a liquidez global manteve-se abundante e a posição técnica do mercado brasileiro continua muito favorável, uma vez que a exposição dos investidores estrangeiros permanece muito baixa e as alocações direcionais dos fundos locais se encontram em níveis historicamente baixos.

No Brasil, o consumo parece se recuperar do baixo nível que apresentou no início do primeiro trimestre, mas os verdadeiros problemas que impedem a economia brasileira de sustentar uma taxa de crescimento elevada continuam sem solução. Os sinais, por parte do governo, para estimular o investimento, melhorar nossa infraestrutura e aumentar o potencial de crescimento continuam fracos. Nesse contexto, apesar de sinalizar preocupação nos diferentes discursos e apresentações realizadas pelos diretores, o Banco Central optou por começar o aperto monetário com 25bps, o que parece tímido, diante do cenário inflacionário desafiador que o Brasil parece ter pela frente.

Os resultados das empresas foram mistos: por um lado, as companhias atreladas ao mercado interno apresentaram, em geral, um crescimento de receita fraco, junto com margens e lucros, em média, menores do que os estimados pelos analistas de mercado. Por outro lado, é importante realçar que tanto Petrobras como Vale, após muitos trimestres de decepções, conseguiram entregar resultados melhores do que os esperados e de uma qualidade relativamente robusta.

Nosso cenário continua inalterado. Enxergamos um ambiente econômico desafiador para as companhias brasileiras, com baixo crescimento econômico e inflação mais elevada do que o consenso de mercado. A perda de competitividade do Brasil está se refletindo mês a mês em uma deterioração da balança de pagamentos e esperamos que a moeda brasileira rume para um patamar mais desvalorizado do que o mercado parece embutir nas projeções da maioria das empresas no médio prazo. Dessa forma, estamos aumentando alocações em companhias que além de possuir *valuation* atrativo, se favoreçam de um câmbio mais desvalorizado. Ao longo do mês, aproveitamos a expressiva queda do Ibovespa para diminuir alocações vendidas em contratos futuros de índice e em algumas empresas de consumo. Apesar de ainda acharmos o *valuation* delas muito elevado, aproveitamos a queda de algumas e o fato de os eventos que esperávamos terem ocorrido (ex: a decepção nos resultados trimestrais e o início, ainda que tímido, de um ciclo de puxada de juros) para, de uma forma disciplinada,

diminuir nossa posição vendida nas mesmas. Assim, aumentamos marginalmente a posição direcional para um nível mais perto do neutro.

Alocações Setoriais e Direcionais

Os fundos SPX Patriot e SPX Apache mantiveram uma alocação direcional mais defensiva do que no mês passado, com uma exposição comprada média próxima a 83% no mês de abril. Em termos setoriais, mantivemos posições compradas no setor de *commodities* (especificamente em empresas beneficiadas pela alta do dólar), transporte & logística, educação e *shoppings & properties*.

No caso do SPX Falcon, a exposição bruta média foi de 130% ao longo do mês e a alocação líquida média foi de 50%. Na alocação vendida, destacam-se as posições no setor de consumo local, que foram diminuídas ao longo do mês, assim como em empresas de consumo de outros países da América Latina. Zeramos nossa posição vendida em índice futuro, devido ao seu desempenho negativo recente e à alta posição vendida existente no mercado e iniciamos uma posição vendida no real.

Atribuição de Performance

No mês de abril, o fundo SPX Patriot subiu 0,86% e o SPX Apache 1,01%, enquanto o *benchmark* IBX subiu 0,78%. O SPX Falcon teve, no mês, um resultado positivo de 0,70%. Os destaques positivos foram as alocações compradas em *commodities* e educação. Na parte negativa, se destacaram as posições compradas em óleo & gás, e *shoppings & properties*. As alocações macro no SPX Falcon geraram um resultado negativo, enquanto as estratégias vendidas em ações renderam ganhos, concentrados em alocações específicas nos setores de bancos, *industrials* e empresas de consumo de outros países.

	Abr. 2013	2013	2012	Desde o Início	PL Atual PL Médio	PL Master	Tx. Adm. Tx. Perf.	Início Status
SPX Falcon FIQ FIA	0,70%	3,90%	9,16%	13,4%	1.024.847.733	1.233.439.545	2,0%	14/09/12
diferencial do IPCA+6%	-0,33%	-0,75%	5,34%	4,77%	561.295.380		20%	Fechado
SPX Patriot FIQ FIA	0,86%	1,66%	7,31%	9,1%	223.859.576	365.988.299	2,0%	14/09/12
diferencial do IBX	0,08%	2,94%	6,79%	9,85%	126.372.300		20%	Fechado
SPX Apache FIQ FIA	1,01%	2,17%	6,63%	8,9%	149.736.207	223.859.576	2,0%	18/10/12
diferencial do IBX	0,22%	3,45%	3,76%	7,39%	103.839.966		20%	Fechado

Este material foi preparado em conjunto pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital") e SPX Equities Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Investimentos"), 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. Os fundos mencionados neste material têm menos de 12 (doze) meses, e 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.

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.

