

Carta do Gestor

Estamos frente a uma mudança de cenário estrutural para a bolsa brasileira?

Caros Investidores,

Desde o começo de 2013 argumentamos que o cenário macroeconômico do Brasil seria mais desafiador do que aquele que o mercado esperava, com crescimento menor e inflação maior. Ao longo do ano, e na medida em que os dados econômicos foram desapontando, as expectativas de crescimento para 2013 e 2014 continuaram sendo reduzidas, os prêmios de risco embutidos nas ações continuaram a aumentar e o Ibovespa continuou a ter um desempenho ruim.

Diante de uma queda acumulada de dois dígitos na bolsa brasileira em 2013, a pergunta que nos fazemos é: **já está na hora de comprar bolsa brasileira?**

Acreditamos que é preciso manter a cautela porque ainda não achamos que esse cenário esteja completamente refletido em todos os setores da Bovespa e a chance de um estresse maior nos mercados aumentou. Por outro lado, começamos a enxergar algumas empresas com bons preços e que podem ser beneficiadas no futuro próximo.

○ que parece estar mudando?

Desde a crise financeira de 2008, o incentivo ao consumo foi o principal veículo utilizado pelo governo visando a promover o crescimento econômico. Expansão fiscal, incentivos às classes de menor renda, aumento expressivo na concessão de crédito por parte dos bancos públicos, estímulos ao mercado imobiliário, redução de impostos para bens de consumo duráveis e uma agressiva redução da taxa básica de juros para um patamar historicamente baixo são exemplos das medidas tomadas nessa direção.

Até recentemente, o cenário macroeconômico global foi favorável para esse modelo, uma vez que as taxas de juros reais extremamente baixas nas economias desenvolvidas e a busca por *yield* mantiveram a moeda local apreciada, e fortes fluxos de capitais ajudaram a financiar a expansão do crédito doméstico e o crescimento do consumo.

Por outro lado, o setor exportador e, principalmente, o setor de bens comercializáveis foi muito prejudicado pelo nível de apreciação do câmbio real, pelo aumento de custos internos e pela nova realidade de crescimento global, com o surgimento de excesso de capacidade em várias indústrias no mundo.

No entanto, há sinais evidentes de que esse modelo econômico, focado quase exclusivamente na expansão do consumo esteja se esgotando:

I- O crescimento excessivo do crédito em alguns segmentos causou a elevação das taxas

de inadimplência, tanto no crédito corporativo quanto no crédito ao consumidor, o que levou os bancos privados a restringir o crescimento das suas carteiras;

2- O alto nível de endividamento atingido pelas famílias parece ter alcançado um limite no curto prazo;

3- A conta corrente do balanço de pagamentos se deteriorou rapidamente, chegando a 3% do PIB, enquanto os benefícios do choque positivo nos termos de troca observado nos últimos dez anos devido à demanda chinesa por *commodities* parecem estar arrefecendo;

4- Os problemas causados pela precária infraestrutura da economia brasileira têm se tornado mais evidentes;

5- O setor de serviços se encontra perto do pleno emprego, o crescimento da produtividade vem caindo, o que tem pressionado a inflação e os custos das empresas, deteriorando as margens das empresas e também a renda real do consumidor;

6- As sucessivas intervenções do governo na economia têm afetado a confiança dos agentes e prejudicado o nível dos investimentos.

Na parte externa, existem sinais de que o crescimento da economia chinesa será mais fraco do que o dos últimos anos e possivelmente menos concentrado em investimentos. Além disso, o cenário de ampla liquidez global dos últimos anos, principalmente nos EUA, começa a mudar.

Desde 2008, o governo chinês atuou de maneira agressiva sempre que a economia deu sinais de fraqueza, no que foi imitado por outros países emergentes. Mas o novo governo vem se mostrando mais tolerante a taxas de crescimento mais baixas, visando a atenuar os desequilíbrios atuais de sua economia, demonstrando a intenção de aumentar a participação do consumo no PIB em substituição ao investimento, e diminuindo a dependência da economia à demanda por exportações. Por outro lado, nos EUA, a consolidação do crescimento econômico e os movimentos recentes na curva de juros indicam que a liquidez global irá diminuir e a volatilidade dos mercados irá aumentar.

Para complicar, seja pela mudança que está ocorrendo no cenário global, seja pela piora no cenário brasileiro, a moeda brasileira tem se enfraquecido. Adicionalmente, o Banco Central aumentou a intensidade no combate à inflação, surpreendendo novamente os mercados e causando um movimento relevante de reprecificação na curva de juros.

Consequentemente, acreditamos que o mercado ainda não tenha precificado completamente esse cenário adverso, apesar dos movimentos recentes irem nessa direção. Por isso, continuamos com posições vendidas numa cesta de ações ligadas ao consumo doméstico, cujas expectativas de resultados parecem exageradamente positivas e as expansões de múltiplos não parecem condizer com os fundamentos. Da

mesma forma, aproveitamos as correções do mercado para aumentar posições em empresas que se favorecem neste cenário, uma vez que acreditamos que o câmbio real continuará se depreciando.

Após as quedas recentes, começam a aparecer algumas oportunidades em ações específicas, mas considerando o deflacionário cenário brasileiro e as mudanças que estão ocorrendo no cenário global, achamos que é razoável que se verifique um aumento nos prêmios de risco. Dessa forma, qualquer aumento gradual das nossas exposições somente será feito com redobrada atenção aos fundamentos das empresas e tendo extremo cuidado na alocação do risco.

Alocações Setoriais e Direcionais

Os fundos SPX Patriot e SPX Apache mantiveram uma alocação ainda mais defensiva do que nos meses anteriores, com uma exposição comprada média próxima a 83% no mês de maio. Reduzimos a posição direcional ao longo do mês, quando terminamos comprados em 76%, sendo parte dessa redução feita pelo uso de derivativos, que zeramos recentemente.

Em termos setoriais, mantivemos posições compradas em empresas do setor de *commodities* que se beneficiam da depreciação do real, transporte & logística e educação, enquanto aumentamos a exposição aos setores de bancos e seguros. Além disso, reduzimos consideravelmente a alocação nos setores de *shoppings & properties* e de serviços financeiros.

No caso do SPX Falcon, a exposição bruta média foi de 125% e a alocação líquida média de 50%. Da mesma forma, reduzimos a exposição direcional ao longo de maio, terminando o mês comprados em 36%.

Na alocação vendida, aumentamos as exposições ao setor de consumo local e a empresas de consumo de outros países da América Latina, além de termos zerado uma posição específica no setor de bancos. Adicionalmente, iniciamos posições vendidas no setor de infraestrutura, acreditando que a abertura dos juros reais de longo prazo teria efeito consideravelmente negativo na avaliação dessas empresas.

Atribuição de Performance

No mês de maio, o fundo SPX Patriot subiu 1,1% e o SPX Apache 0,8%, enquanto o *benchmark* IBrX-100 caiu 0,9%. O SPX Falcon apresentou um resultado positivo de 3,5%.

Os destaques positivos nas posições compradas foram dispersos, tendo contribuído as alocações nos setores de bancos, *industrials*, educação, óleo & gás, seguros e transporte & logística. Na parte negativa, se destacaram as posições compradas no setor de *commodities*.

Nas alocações vendidas, os destaques foram uma posição específica no setor de *commodities*, juntamente com a estratégia vendida no setor de consumo no Brasil e na América Latina.

As alocações macro no SPX Falcon também contribuíram positivamente no mês de maio, rendendo 1,3%, pois nossa alocação vendida na moeda brasileira se beneficiou da recente depreciação do câmbio local. Após a forte alta do dólar, decidimos diminuir metade da posição.

	MAI 2013	2013	2012	Desde o Início	PL Atual PL Médio	PL Master	Tx. Adm. Tx. Perf.	Início Status
SPX Falcon FIQ FIA	3,49%	7,53%	9,16%	17,4%	1,055,302,939	1,282,873,938	2,0%	14/09/12
diferencial do IPCA+6%	2,55%	1,85%	5,34%	7,66%	620,386,511		20%	Fechado
SPX Patriot FIQ FIA	1,14%	2,81%	7,31%	10,3%	226,190,254	372,087,905	2,0%	14/09/12
diferencial do IBX	2,01%	4,96%	6,79%	11,96%	138,667,374		20%	Fechado
SPX Apache FIQ FIA	0,80%	2,98%	6,63%	9,8%	150,934,422	226,190,254	2,0%	18/10/12
diferencial do IBX	1,67%	5,13%	3,76%	9,15%	110,662,321		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.

