

Carta do Gestor

Caros investidores,

A má notícia do mês de setembro foi o rebaixamento para *junk* da nota da dívida brasileira por parte da agência S&P e a consequente perda do grau de investimento da Petrobras. Frente ao evento, o governo apresentou um pacote de medidas fiscais que se mostrou tímido e de difícil implementação. Isso fez os mercados acelerarem a dinâmica já presente desde o mês passado, resultando em: uma queda de 3,4% no Ibovespa, uma grande depreciação do real e um forte aumento do custo de oportunidade, seja ele medido pelo juro real ou pelo CDS. Se alguém esperava que o *downgrade* da dívida pudesse servir para agilizar a tomada de decisões no governo ou no Congresso, o passar dos dias mostrou que isso não só não aconteceu, como a pressão sobre o governo Dilma aumentou.

Historicamente, o rebaixamento da nota de crédito por parte das agências de *rating* é visto como um ponto de compra no mercado de ações, uma vez que geralmente o mesmo antecipa o movimento e o evento é percebido como a última má notícia a ser precipitada. Acreditamos que esse não seja o caso hoje, pois: i) o *downgrade* veio antes do que o mercado esperava; ii) o cenário macro continuará piorando; iii) o *downgrade* deve ter impacto significativo no custo da dívida das empresas brasileiras que se encontram bastante alavancadas, especialmente a Petrobras.

A situação financeira da Petrobras nos preocupa muito, uma vez que uma demora na solução dos problemas financeiros da empresa pode levar a cenários mais drásticos, como uma reestruturação da dívida. O aumento recente da gasolina, apesar de pequeno e insuficiente em nossa opinião, foi uma notícia positiva, pois mostrou a preocupação da empresa com sua solvência e sua independência em relação ao governo. Observando tanto o preço atual do dólar, quanto os mercados futuros, novos aumentos de preços serão necessários para estabilizar a dívida da empresa. Se estas mudanças nos preços não forem suficientes, ou não ocorrerem, a empresa necessitará de uma capitalização, que é vista por nós como um cenário mais provável do que alguma outra solução mais drástica. Num cenário mais pessimista de reestruturação da dívida da empresa, os efeitos para os mercados seriam muito significativos: além do efeito sobre a atividade no Brasil, que pioraria ainda mais o desequilíbrio fiscal brasileiro, os bancos estatais, por serem um dos maiores credores, também apresentariam problemas em seus balanços. Partindo do princípio de que o principal causador do problema na Petrobras foi a corrupção endêmica que ocorreu na empresa nos últimos 10 anos, e sendo o governo brasileiro o controlador da empresa, os investidores iriam olhar com muita preocupação todos os outros ativos de crédito e de risco brasileiro. Para o acionista da Petrobras, dificilmente o cenário será positivo, pois toda geração de caixa nos próximos anos será utilizada para abater seu elevado endividamento e o custo financeiro mais alto irá piorar o resultado esperado da empresa.

Para complicar ainda mais o panorama doméstico, ao longo deste mês, aumentaram as preocupações com o nível de alavancagem das economias emergentes e com o crescimento econômico global. Enquanto isso, a economia da China continua sem demonstrar sinais de que as medidas tomadas para amenizar sua desaceleração tenham surtido efeito relevante e os sinais de esgotamento de seu modelo de crescimento se tornam mais evidentes.

Analisando o mercado brasileiro de ações, acreditamos que ou o nível de crescimento embutido para justificar os múltiplos atuais das empresas em bolsa nos parece muito otimista ou os prêmios de risco parecem muito baixos. Isto considerando: i) o patamar atual de juro real e risco de crédito das empresas; ii) a inflação embutida nas curvas de juros; iii) o histórico de rentabilidade das empresas. Apesar da queda recente, a bolsa brasileira não apresenta um retorno atrativo. Do lado positivo, a depreciação do real acumula quase 50% no ano, motivo que nos leva a continuar procurando aumentar posições em ações de empresas que apresentarão uma forte mudança de rentabilidade e ainda não precificaram tais ganhos esperados.

A não ser que ocorra uma mudança inesperada no cenário macroeconômico, para ficarmos positivos com a bolsa brasileira ou a mesma deveria apresentar um nível de *valuation* mais descontado, ou deveria haver uma mudança radical no cenário político, que criasse um governo com bases sólidas para viabilizar ajustes de curto prazo e reformas estruturais de longo prazo, o que ainda não vemos no horizonte, mesmo após a reforma ministerial recente. O elevado nível dos juros faz com que sejamos bem remunerados enquanto esperamos pelo melhor momento para investir na bolsa novamente.

Alocações Setoriais e Direcionais

Durante o mês de setembro, diminuímos nossa exposição líquida nos fundos. Continuamos acreditando que o setor de bancos parece ter descontado de forma significativa grande parte dos riscos do cenário e os dados recentes não vêm mostrando a deterioração esperada pelo mercado. Ainda nos mantivemos positivos com um grupo de empresas exportadoras cuja rentabilidade é positivamente afetada pelo novo patamar do câmbio, aumentando e diversificando essa carteira. Finalmente, montamos posições em nomes específicos dos setores financeiro, de *utilities* e de seguros.

Em relação às alocações vendidas, continuamos com posições nos setores de consumo discricionário e básico e em índices futuros do Ibovespa, enquanto zeramos as posições nos setores de mineração e óleo & gás. Na parte internacional, zeramos o direcional levemente comprado citado na carta do mês anterior.

Performance

No mês de setembro, o SPX Patriot rendeu -1,44% e do SPX Apache -0,49%, enquanto o benchmark IBrX-100 e o índice Ibovespa caíram -3,10% e -3,36%, respectivamente. O SPX Falcon apresentou alta de 0,52%.

Os destaques positivos entre as posições compradas foram os setores de papel e celulose e posições específicas no setor bancário e de *utilities*, enquanto os negativos ficaram por parte dos setores de serviços financeiros e telecom.

	SET 2015	2015	2014	2013	2012	Desde o Início	PL Atual PL Médio	PL Master	Tx. Adm. Tx. Perf.	Ínicio Status
SPX Falcon FIQ FIA	0,52%	0,87%	6,32%	11,64%	9,16%	30,7%	800.627.283	1.344.881.760	2,0%	14/09/12
diferencial do IPCA+6%	-0,34%	-11,63%	-6,60%	-0,68%	5,34%	-17,43%	964.061.681		20,0%	Fechado
SPX Patriot FIQ FIA	-1,44%	-7,76%	-0,42%	1,86%	7,31%	0,4%	90.567.624	164.667.248	2,0%	14/09/12
diferencial do IBX	1,66%	0,90%	2,35%	4,99%	6,79%	13,92%	156.094.017		20%	Fechado
SPX Apache FIQ FIA	-0,49%	-6,98%	-0,83%	2,39%	6,63%	0,7%	42.463.142	115.503.521	2,0%	18/10/12
diferencial do IBX	2,61%	1,68%	1,95%	5,52%	3,76%	12,22%	109.665.330		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. 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.