

Melhora de curto prazo

É provável que novembro marque o esgotamento da primeira onda do processo de desalavancagem que se manifesta desde outubro de 2007.

É evidente que esta possível melhora nada tem a ver com a atividade econômica, que caminha a passos céleres e seguros para uma contração em escala global e sincronizada, como não ocorria desde 1982. Tampouco responde a uma melhora nas condições de crédito ou nos resultados das empresas. A volatilidade segue alta em qualquer ativo, dificultando uma tendência sustentada.

Indica, antes de tudo, um esgotamento da liquidação forçada, uma vez que os Bancos Centrais deram um passo decisivo em novembro ao garantir que havia um piso para o preço dos ativos de qualquer natureza. Nesta situação, a posição dos vendedores agressivos tornou-se extremamente perigosa: evidente que o nível de preços arbitrado pelos Bancos Centrais está acima do patamar de preços necessário para encontrar comprador voluntário.

Estamos entre aqueles que desconfiam que os Bancos Centrais possam ao mesmo tempo administrar preços e quantidades e mais ainda garantir prosperidade.

Contudo, no curto prazo, a ação dos bancos centrais pode criar uma situação onde a deterioração da economia e do balanço dos bancos e de muitas empresas *não pode* manifestar-se nos preços.

Em novembro, mantivemos nossa posição nas NTNBS. Julgamos que a taxa de juros real ex ante prevalecente na dívida indexada brasileira é totalmente inconsistente com a boa situação fiscal.

Ademais, devemos assistir nos próximos meses uma combinação de inflação corrente em um ritmo de 5% a.a. enquanto parece evidente que o custo de carregamento vai cair, mesmo que o Banco Central do Brasil comporte-se como o último dos ortodoxos.

Acreditamos que a primeira onda de desalavancagem que caracterizou o mercado de ações desde outubro de 2007 pode ter se esgotado em novembro.

De um lado, parece evidente que não há limites para a intervenção dos Bancos Centrais e dos Tesouros, que têm como conseqüência um suporte simultâneo de preços e quantidades de diferentes classes de ativos. Este é um mundo muito difícil de operar, sobretudo para aqueles que acreditam que um novo equilíbrio dinâmico não foi encontrado. O vendedor forçado não precisa reduzir preços para encontrar um comprador, pois o emprestador de última instância converteu-se em comprador de última instância a preços acima do mercado.

De outra parte, a crescente convicção que haverá forte retração da atividade econômica em escala global começa a incorporar-se à opinião média nos últimos meses. Este cenário pode indicar um mercado onde frustração com lucros, revisão agressiva de objetivos de preço pela comunidade de analistas, ausência de

aquisições deprimindo o preço da empresas potencialmente alvo e prêmio de risco elevado não atraem novos vendedores.

Finalmente, o custo de oportunidade caiu nas economias centrais para um patamar próximo de 2% a.a. e há literalmente centenas de bilhões de poupança financeira sob forma líquida. Esta combinação pode motivar correções importantes em um mercado baixista, tornando ainda mais arriscada a posição vendida.

Neste cenário de baixo potencial baixista de curto prazo, mas risco relevante de longo prazo para ações como ativo, mantivemos nossa posição defensiva em termos de alocação setorial.

Confirmou-se nossa análise pessimista em relação a *Real Estate* e *Consumer Discretionary* e otimismo em relação a *Consumer Staples*. Mostrou-se errada nossa neutralidade em *Industrials* anulando os ganhos nos outros setores. Perdemos oportunidades ao ficarmos fora de Telecom e ao mantermos uma participação menor em *Utilities*.

Mantivemos participações expressivas em *Energy*, *Materials* e *Financials*, buscando uma variação pequena em relação ao Índice, e por acreditarmos que uma possível recuperação se dará através de papéis mais líquidos. Tínhamos ponderações maiores que o Ibovespa em *Consumer Staples*, *Industrials*, e IT e, por outro lado, menor que o índice em *Utilities*.

A tabela 1 procura resumir a performance do Wisting em 2 dimensões, sempre tomando o IBOVESPA como benchmark. A primeira dimensão – top down - captura a performance que pode ser associada à escolha setorial. A segunda dimensão – bottom up – captura a performance devida à seleção de ações dentro setor.

A tabela mostra os retornos dos distintos setores no IBOVESPA (coluna b) e no Wisting (coluna r) e o desempenho total de ambas as carteiras. Indica também os pesos setoriais no Ibovespa (W) e no Wisting (w). A coluna alocação setorial resume a diferença de retornos que pode ser atribuída à decisão de ponderar o Wisting de maneira distinta do IBOVESPA. A coluna alocação setorial mostra uma performance no Wisting de 95 bps inferior ao IBOVESPA. Foram acertadas as decisões de continuarmos sem investimentos nos setores de *Consumer Discretionary* e *Real Estate*, e a de alocação em *Consumer Staples* superior àquela do Ibovespa.

Por outro lado, o desempenho da carteira foi prejudicado pela alocação em *Energy* e *Financials*, a ponderação maior em *Industrials* e menor em *Utilities*, e a ausência de Telecom.

A coluna seleção de ações apresenta o impacto da escolha específica de ações dentro de cada setor na performance do Wisting. Indica que a escolha específica dentro de cada setor teve um impacto negativo de 163 bps no desempenho do Wisting. Nosso “stock picking” mostrou-se equivocado em *Financials*, *Utilities*, *Industrials* e *Materials* e, em menor escala, em IT. E foi acertada em *Consumer Staples*.