FRAM CAPITAL PREVIDÊNCIA RV20

FEVEREIRO 2009

Boa perspectiva para 2009

O PGBL seguiu beneficiando-se da queda da taxa de juros real em fevereiro.

Nosso julgamento é que este movimento terá continuidade em 2009 e constitui uma das melhores oportunidades de risco retorno no mercado brasileiro.

Parece-nos pouco provável que a taxa de inflação situe-se abaixo de 4% a.a. em 2009 e 2010. Ao mesmo tempo, a taxa SELIC deverá cair para níveis próximos de 9% a.a. nos próximos meses. Este cenário indicaria um custo de carregamento positivo em 200bps a.a., mesmo que a rentabilidade dos títulos permanecesse estável. Não é nosso cenário principal: temos firme convicção que a rentabilidade das NTN-Bs testará o piso observado em maio de 2007 e por efeito de fluxo comprador de arbitradores, sobretudo estrangeiros, buscará um patamar próximo de 5% a.a.

Em nossa análise, julgamos que o investidor estrangeiro preferirá carregar NTNs indexadas ao IPCA que pagam 600 bps sobre os TIPs a ter posições na dívida externa brasileira denominada em dólar, que paga 400 bps sobre os títulos do Tesouro norte americano.

Do ponto de vista dos investidores locais, sobretudo institucionais, é possível que seu interesse diminua para rentabilidades abaixo de suas metas atuariais (inflação + 6% a.a.).

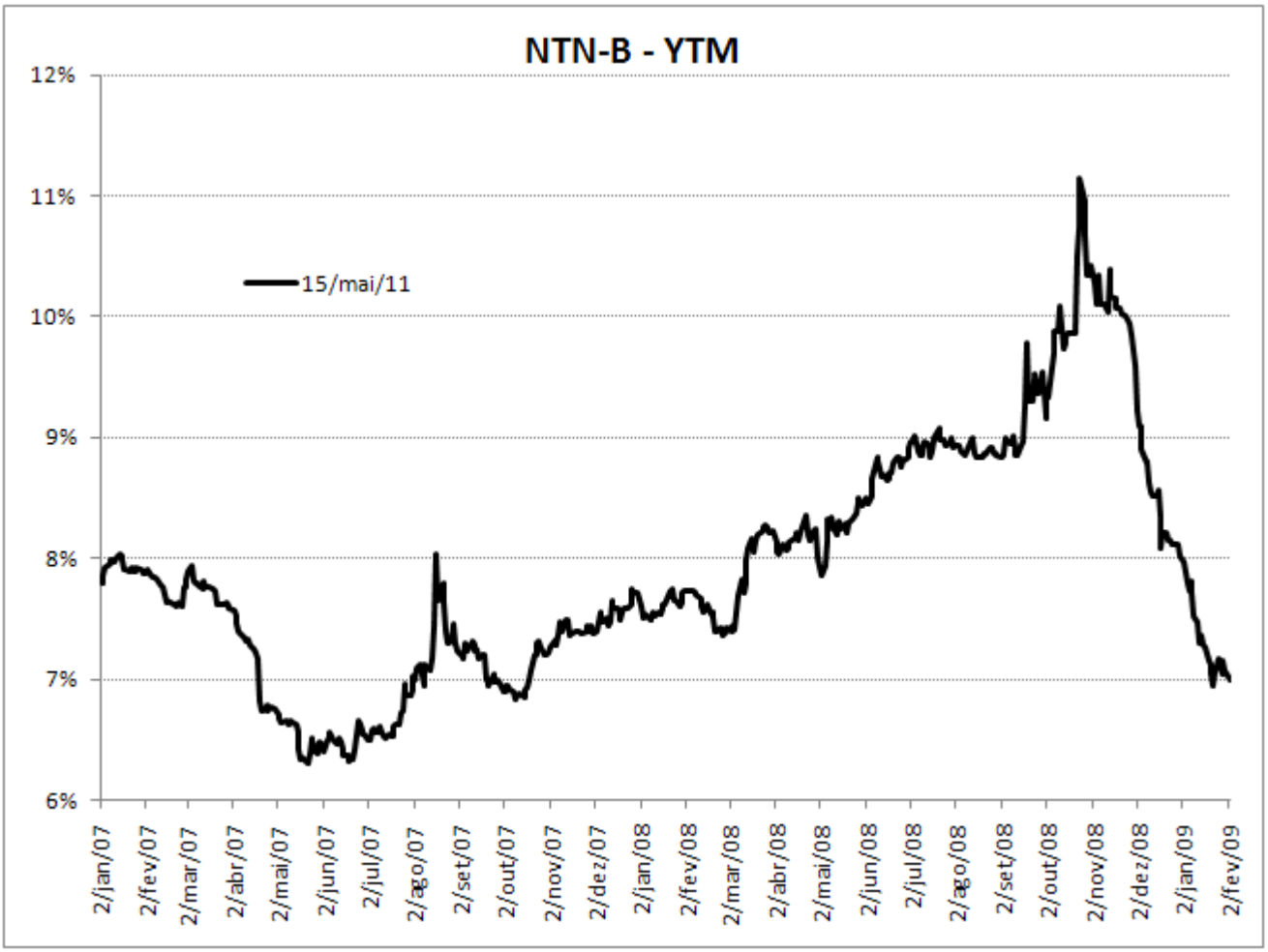
Contudo, que alternativas se apresentam? A taxa SELIC seguramente indicará um juro real ex ante ao redor de 5 % a.a.; o dinheiro prefixado para prazos superiores a 3 anos deve apresentar uma inclinação de 200 bps, que poderia ser atrativa na hipótese de uma nova rodada de queda da inflação. Atribuímos baixa probabilidade a este cenário. Acreditamos que o Brasil sairá da crise mais rápido e de maneira mais vigorosa que as economias centrais. Não vemos uma inflação substancialmente menor. Consideramos que, ao contrário, o principal risco existente nos mercados em 2009/10 é uma corrida contra os títulos prefixados, por temor dos detentores de riqueza líquida de uma deflação nas economias centrais, mesmo com atividade econômica abaixo do produto potencial.

Neste sentido, mantemos nossa convicção que a dívida soberana brasileira é extraordinária combinação de rentabilidade atrativa, proteção contra risco inflacionário e crédito contra um emissor com muito boa capacidade de pagamento. Neste último requisito, o Brasil não depende de confiança abstrata ou da continuidade do pacto inter gerações como o crédito soberano das economias centrais. Não é pouco.

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3311 - 8º andar São Paulo - SP - Brasil Tel: +55 11 3513-3100

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. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante da sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

Prospecto de acordo com o Código de Auto-Regulação da ANBID para os Fundos de Investimento.



Dispersão de retornos e descolamento

A questão crucial nos mercados globais de ações é determinar se o patamar de preços observado no final de novembro incorpora o final do processo de desalavancagem e a deterioração da atividade econômica e consequente retração dos lucros das empresas.

Para deixar claro : a) não cremos que os mercados – nas economias centrais ou no Brasil - estejam em patamar de barganha ; b) acreditamos que os mercados de ações podem ter entrado em uma tendência de baixos retornos reais por um longo período.

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. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante da sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

ANBID Prospecto de acordo com o Código de Auto-Regulação da ANBID para os Fundos de Investimento.

Contudo, a dinâmica dos próximos meses estará condicionada ao êxito, mesmo que temporário, da maciça intervenção dos governos e à disposição da enorme massa de dinheiro remunerada a taxas de juros nominais extremamente baixas de realocar seu portfólio para o mercado de ações. A nosso juízo, ingressamos em uma fase muito mais difícil para posições vendidas e com boa assimetria de risco retorno para posições compradas de curto prazo

Se está correta nossa análise, o movimento iniciado em 21 de novembro pode estar formando uma base com piso no S&P ao redor de 750 pontos e topo ao redor de 1000 pontos.

As tabelas abaixo ilustram uma mudança importante na natureza dos mercados nos últimos meses. A tabela 1 mostra um movimento geral de destruição de valor nos mercados acionários que indica amplitude - geográfica e de fundamentos - e sincronia. A tabela 2 sublinha a mesma tese examinando os retornos por setor para distintos países. Em resumo, desde o topo em 9 de outubro de 2007 até o piso em 20 de novembro de 2008, observamos um declínio "médio " de 54 % no índice global , afetando todos os países e todos os setores, com baixa dispersão de resultados. Mesmo os setores mais defensivos - *staples*, *telecom* ou *utilities* – ou países menos alavancados – Suécia, China, Índia ou Brasil – não escaparam do movimento de uma agressiva pressão vendedora.

Tabela1
Retorno (%) em US$ dos índices representativos do mercado de ações para uma amostra de países que representa 80 % da capitalização de mercado
9-out-07 a 20-nov-08

Commodities		Deficit Conta Corrente		G7	
Country	US$ Chg	Country	US$ Chg	Country	US$ Chg
Canada	-56,8%	Spain	-52,1%	Japan	-45,1%
Brazil	-63,9%	Mexico	-54,1%	US	-51,9%
Australia	-64,3%	Portugal	-56,0%	Germany	-52,8%
Norway	-69,7%	Italy	-58,5%	France	-54,7%
Russia	-73,5%	South Africa	-63,3%	Canada	-56,8%
		India	-63,7%	UK	-57,3%
		Australia	-64,3%	Italy	-58,5%
		Poland	-65,5%		
		Greece	-69,1%		
		Turkey	-74,5%		

Europe strong		Europe Weak		Asia	
Country	US$ Chg	Country	US$ Chg	Country	US$ Chg
Switzerland	-43,7%	Spain	-52,1%	Malaysia	-40,8%
Germany	-52,8%	Portugal	-56,0%	Japan	-45,1%
France	-54,7%	UK	-57,3%	Hong Kong	-56,4%
Finland	-61,4%	Italy	-58,5%	Taiwan	-58,6%
Sweden	-63,1%	Belgium	-63,1%	Singapore	-59,3%
Netherlands	-63,1%	Greece	-69,1%	China	-62,6%
Norway	-69,7%	Austria	-70,9%	India	-63,7%
				South Korea	-70,1%

Tabela 2
Retorno (%) em US$ dos setores para uma amostra de países
9-out-07 a 20-nov-08

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. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante da sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

ANBID Prospecto de acordo com o Código de Auto-Regulação da ANBID para os Fundos de Investimento.

Region Industry Price Performance									
Industry	Global	US	Europe	Japan	Canada	Australia	Asia	Latin America	Brazil
Consumer Discret.	-56,1%	-57,0%	-58,3%	-47,6%	-59,2%	-70,9%	-64,4%	-55,8%	-81,5%
Consumer Staples	-29,0%	-22,5%	-38,6%	-16,1%	-39,0%	-56,6%	-35,4%	-46,0%	-61,0%
Energy	-46,7%	-44,4%	-43,3%	-51,4%	-56,5%	-48,6%	-61,7%	-63,7%	-60,6%
Financials	-70,2%	-74,0%	-77,0%	-55,9%	-59,6%	-67,1%	-58,9%	-64,6%	-63,7%
Health Care	-35,8%	-37,7%	-39,5%	-28,0%	-62,4%	-36,8%			
Industrials	-56,7%	-55,0%	-61,5%	-49,3%	-50,0%	-64,3%	-67,7%	-61,5%	-79,3%
IT	-54,6%	-53,2%	-65,5%	-50,1%	-63,4%		-57,1%		-55,9%
Materials	-63,8%	-58,3%	-64,4%	-59,2%	-57,5%	-66,2%	-62,6%	-74,1%	-73,4%
Telecom	-43,8%	-48,9%	-44,0%	-10,8%	-42,6%	-41,8%	-44,9%	-52,9%	-56,5%
Utilities	-36,7%	-36,7%	-51,4%	12,7%	-38,7%	-38,3%	-31,4%	-29,9%	-46,1%
Total	-53,8%	-51,9%	-59,2%	-45,1%	-56,8%	-64,3%	-58,8%	-62,4%	-63,9%

Nossa tese é que o piso observado em 20 de novembro pode ter marcado o fim do processo de liquidação forçada de posições e que a atuação dos bancos centrais evitará a quebra dos bancos grandes. O comportamento dos mercados desde então reforça, em certo sentido, esta tese.

A tabela 3 mostra um evidente aumento da dispersão de retornos entre os distintos países que pode ser interpretado como possível formação de uma base de preços por que indica que os vendedores não precisam mais vender, que estão diferenciando entre as distintas geografias aquelas com possibilidade de sair mais rapidamente da severa contração econômica. É uma substancial mudança de sentimento e poderia indicar - impensável heresia há 3 meses – um descolamento em favor dos países com maior potencial de crescimento, que tenham desvalorizado suas moedas frente as moedas centrais e que são produtores de commodities, que poderia cumprir uma tarefa de proteção contra o risco inflacionário.

Tabela 3:
Retorno (%) em US$ dos índices representativos do mercado de ações para uma amostra de países que representa 80 % da capitalização de mercado
21 – Nov – 08 a 27-fev-09

Commodities		Deficit Conta Corrente		G7	
Country	US$ Chg	Country	US$ Chg	Country	US$ Chg
Brazil	26,7%	Turkey	13,7%	Canada	6,4%
Norway	18,0%	South Africa	8,7%	US	-2,3%
Canada	6,4%	Australia	5,0%	UK	-4,3%
Australia	5,0%	India	3,2%	Japan	-5,2%
Russia	-4,2%	Portugal	1,5%	Germany	-7,8%
		Spain	-3,5%	France	-8,3%
		Mexico	-12,7%	Italy	-19,1%
		Greece	-14,5%		
		Italy	-19,1%		
		Poland	-27,6%		

Europe strong		Europe Weak		Asia	
Country	US$ Chg	Country	US$ Chg	Country	US$ Chg
Norway	18,0%	Portugal	1,5%	China	10,7%
Sweden	-0,2%	Spain	-3,5%	South Korea	9,4%
Netherlands	-2,4%	Austria	-4,1%	Taiwan	6,6%
Switzerland	-7,4%	UK	-4,3%	Hong Kong	4,1%
Germany	-7,8%	Belgium	-7,8%	India	3,2%
France	-8,3%	Greece	-14,5%	Malaysia	0,7%
Finland	-14,8%	Italy	-19,1%	Singapore	-2,2%
				Japan	-5,2%

A tabela 4 ilustra o mesmo fenômeno: dispersão de retornos entre distintos setores, perda relativa dos setores defensivos, discriminação entre geografias. Este comportamento parece indicar que a baixa generalizada, agressiva pode ter chegado ao fim. Ainda assim, a falta de sustentação de *financials* impõe uma atitude mais cautelosa, ainda que pareça evidente que há um descolamento em curso, que beneficiará, em termos relativos, o mercado brasileiro.

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. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante da sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

ANBID Prospecto de acordo com o Código de Auto-Regulação da ANBID para os Fundos de Investimento.

Tabela 4
Retorno (%) em US$ dos setores para uma amostra de países
21-nov-08 a 27-fev-09

	Region Industry Price Performance								
Industry	Global	US	Europe	Japan	Canada	Australia	Asia	Latin America	Brazil
Consumer Discretionary	1,8%	7,3%	-6,5%	1,7%	1,4%	-1,0%	19,3%	3,8%	21,2%
Consumer Staples	-5,3%	-6,2%	-2,6%	-22,2%	4,2%	9,9%	3,0%	-5,1%	3,1%
Energy	3,7%	0,9%	0,6%	26,3%	15,0%	12,4%	12,4%	61,6%	63,0%
Financials	-14,7%	-19,2%	-19,4%	-13,5%	-11,0%	-4,1%	2,1%	14,9%	13,7%
Health Care	-3,1%	1,5%	-10,9%	-13,1%	21,3%	11,5%			
Industrials	-7,2%	-13,5%	4,4%	-2,5%	-2,0%	-21,2%	10,2%	-3,5%	8,6%
Information Technology	6,2%	8,3%	-6,5%	-1,2%	-5,1%		15,8%		15,3%
Materials	12,5%	3,8%	5,4%	1,3%	54,1%	29,7%	-11,2%	40,9%	32,9%
Telecommunication Services	-0,7%	5,8%	-3,1%	0,9%	-17,1%	-6,9%	1,5%	-7,8%	22,5%
Utilities	-8,6%	-4,1%	-13,1%	-9,7%	-2,5%	-4,6%	4,6%	1,3%	1,5%
Total	-2,9%	-2,3%	-7,0%	-5,2%	6,4%	5,0%	7,2%	18,3%	26,7%

Mercado de ações no Brasil

Depois de atingir um pico de 42,755 pontos durante Fevereiro, representando alta de 45% em relação ao pior dia da crise em outubro de 2008, o IBOVESPA recuou com a renovada onda de preocupação com o setor financeiro, acumulando queda de 2,84%. Os setores que lideraram e ficaram positivos no mês foram *Telecom, Energy* e *Utilities.* A maior queda foi em *Consumer Discretionary/Real Estate*, acompanhados de *Materials* e *Industrials*.

Em *Telecom,* houve grande dispersão de retornos, com melhores desempenhos ligados a eventos (Telemar, Tele Norte Leste Participações e Vivo). Vivo é também a empresa com melhores fundamentos entre as operadoras de telefonia móvel. Petrobras continua a ser beneficiada pela procura por papéis com maior liquidez e boas perspectivas futuras, sendo uma das poucas empresas de petróleo mundiais com crescimento de reservas, de produção e resultados positivos. Em *Utilities,* a preferência foi por empresas com dividend yield alto (Eletropaulo foi o melhor desempenho, com + 12,6%), ou influenciadas por eventos, como a CESP e a volta do tema de renovação das concessões.

O pior desempenho do mês foi o setor de *Real Estate*, com queda de 21,7%. As três empresas do setor no índice tiveram fraco desempenho, afetadas pelo processo de desalavancagem e restrição de crédito ao consumidor.

A dispersão de retornos foi grande entre os setores e entre as ações dentro de cada setor, mesmo naqueles que tiveram alta. O volume médio diário negociado na Bovespa no mês foi R$4,1 bi, acima do volume de Janeiro (R$ 3,6bn), mas ainda abaixo do volume médio diário negociado em 2008 (R$5,5 bi).

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. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante da sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

ANBID Prospecto de acordo com o Código de Auto-Regulação da ANBID para os Fundos de Investimento.

No atual nível de preços, o mercado não parece barato. Contudo, insistimos que em termos relativos os múltiplos brasileiros são algo mais atrativos, em um cenário de queda da taxa de juros nominal e perspectiva de crescimento claramente superior às economias centrais.

Tabela 5
Estimativas de resultados e múltiplos para o Ibovespa

Setor	EPS Estimado		P/E 2009
	2008	2009	
Consumer Discretionary	36	54	30
Consumer Staples	(3)	153	17
Energy	1.061	728	11
Financials	887	823	9
Industrials	(101)	100	16
Real Estate	1.318	1.059	9
Materials	93	81	7
Telecommunication Services	199	272	10
Utilities	447	442	8
Ibovespa	3.938	3.712	10

Em fevereiro de 2009, a carteira de ações do PGBL apresentou retorno suerior ao IBOVESPA. A seleção de ações explica o melhor retorno em 72 bps e a alocação setorial, em menor escala, explica a melhor performance em 21 bps.

Os destaques positivos na alocação setorial foram o maior peso dado à *Energy,* a menor alocação relativa em *Financials* e a ausência de alocação em *Real Estate*, que foi o pior desempenho do período no Índice. Na seleção de ações, os destaques positivos foram em *Financials, Consumer Staples, Consumer Discretionary, Industrials.*

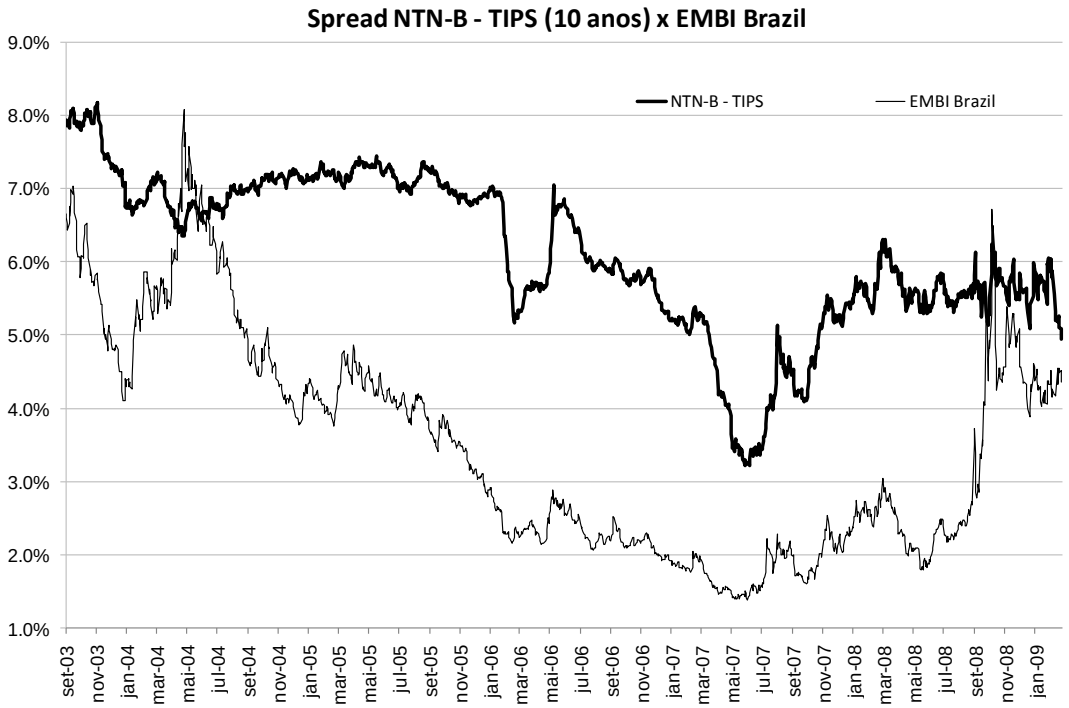
Por outro lado, a persistência em não alocar nenhuma posição no setor de *Telecom* mostrou-se equivocada, já que o setor apresentou a melhor performance do Ibovespa no mês. Continuamos lendo o setor de *Telecom* como fortemente atrelado a eventos, muitos já precificados, e muito menos ligado a fatores fundamentalistas. A decisão de manter as posições maiores que o Ibovespa em *Industrials* também mostrou-se negativa, pois o setor continuou com performance inferior à do Ibovespa no mês. Contudo esta decisão está muito mais ligada aos papéis em que estamos investindo do que em uma percepção positiva em relação ao setor. Isso porque o setor é muito heterogêneo e composto de subsetores que possuem características e drivers diversos.

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. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante da sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

ANBID Prospecto de acordo com o Código de Auto-Regulação da ANBID para os Fundos de Investimento.

FRAM CAPITAL PREVIDÊNCIA RV20

FEVEREIRO 2009



Av. Brigadeiro Faria Lima, 3311 - 8º andar São Paulo - SP - Brasil Tel: +55 11 3513-3100

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. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante da sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

Prospecto de acordo com o Código de Auto-Regulação da ANBID para os Fundos de Investimento.