

Defesa

Acostumados que estamos ao hábito nacional de torcer pelos atacantes e pelo jogo aberto, causa estranheza a primeira vez que alguém assiste a um jogo da NBA. Quando o time da casa é atacado, o ginásio levanta-se e grita compassadamente: defence, defence, defence.

Um fundo de ações com mandato 100% comprado, e VaR diário de 2% com IBOVESPA de benchmark deve inspirar-se neste mote em um cenário de risco assimétrico no carregamento de uma carteira de ações.

Nossa estratégia de defesa baseava-se em: a) opinião fortemente negativa em *consumer discretionary* e *real estate*; b) algo negativa em *financials* e *utilities*, ainda que por motivos diferentes; c) relativamente neutra em *energy*, *industrials* e *materials*; d) menos negativa em *consumer staples* e *information technology* e e) sem posição em *telecommunication services*.

Acreditamos que *consumer discretionary* sofrerá um forte ajuste de preços: seu 'valor' é baseado em premissas otimistas de crescimento e incorporação crescente de consumidores, com emprego formal recorde, financiados por crédito abundante, a prazo longo. Por conta deste cenário, têm múltiplos elevados e portanto baixa margem de segurança se premissas não confirmarem-se. É exatamente o contrário do tema global: valorização de fluxos de caixa previsíveis, e mais estáveis, descontinuidade na função de crédito, que leva a preservação da liquidez mesmo com spreads elevados, perda do protagonismo do consumo, desalavancagem de empresas e famílias, redução de pontos de venda e de vendas por metro quadrado, aumento importante dos spreads de juros. Esta combinação levará, em nossa opinião, a resultados substancialmente diferentes do incorporado pelos preços no futuro próximo e à uma contração de múltiplos.

Nosso pessimismo em *real estate* tem origem semelhante. Nos últimos anos, assumiu-se que comprar terrenos – melhor ainda se para baixa renda – era equivalente a imprimir dinheiro, como se a atividade não tivesse riscos. A incorporação imobiliária é muito arriscada: opera com fluxo de caixa negativo, requer financiamento abundante, longo e barato, as margens não são brilhantes, os custos de terreno, comercialização e edificação são pró cíclicos, a barreira à entrada é baixa, os episódios de super produção são recorrentes. Não é à toa que poucas companhias do setor no mundo sobrevivem no longo prazo. Na fase expansionista do ciclo a combinação de alavancagem abundante e a custo baixo – os bancos emprestam dinheiro para incorporadores com colateral há pelo menos 2 séculos e sempre repetem o mesmo “erro” - com economia forte induz à superprodução de metragem, construídas a custo certamente mais elevado que o projetado. Nesta hora, é provável que a economia esteja crescendo acima do potencial, a qualidade marginal do crédito deteriorando-se e uma combinação de choque de juros com restrição quantitativa de financiamento provoque forte ajuste no fluxo de caixa esperado das empresas de *real estate*. Evidente que esta análise não se aplica indiscriminadamente a todas as empresas e impacta menos ao sub setor de “property” que têm um ciclo de amplitude menos acentuado. Mas, a existência de empresas mais prudentes ou o caráter mais defensivo dos shopping centers e edifícios comerciais não altera a natureza do setor.

Também temos dúvida que o declínio das cotações poderia criar a imperdível oportunidade de comprar empresas por menos que elas valeriam em uma eventual liquidação. Como todos sabem, o valor intrínseco de um terreno é um conceito difícil, pois o valor do terreno depende de sua capacidade de gerar renda. Da mesma maneira, não é óbvio avaliar o valor de mercado de uma carteira de recebíveis exatamente quando a preferência por liquidez é extrema. E, é muito diferente se o fluxo de caixa positivo ocorrer em 12 meses ou se demorar 48 meses, sobretudo em um ambiente onde o Tesouro Nacional paga taxa de juros real ex ante superior a 9% a.a. e os spreads de crédito sobre este piso são e serão por um bom período substancialmente mais elevados que os vigentes em 2007.

Temos também opinião negativa sobre *financials*. Acreditamos que o ROE das instituições financeiras brasileiras vai situar-se próximo a 15%, em virtude de uma expansão menor dos balanços, da deterioração da margem de intermediação e do custo de crédito. Ademais, é nossa convicção que os fatores favoráveis que explicaram o incremento de múltiplos nos últimos anos - índice de eficiência melhor por efeito de escala, melhora substancial no índice de recorrência, ganhos extraordinários de Tesouraria, alienação de ativos contabilizados muito abaixo de seu valor de mercado - não se repetirão nos próximos anos. Finalmente, os bancos brasileiros apresentam múltiplos acima dos concorrentes nas economias centrais. A hipótese que a solidez dos bancos brasileiros explica este diferencial pode estar ancorada no passado. A pergunta crucial, olhando para o futuro, é saber se o preço dos bancos norte americanos e europeus já não incorpora a fragilidade dos balanços e a diluição dos atuais acionistas. Se afirmativa a resposta, é evidente que o custo de oportunidade substancialmente menor poderia levar os eventuais caçadores de barganha - se eles ainda sobreviveram - a uma realocação de risco em direção às instituições financeiras das economias centrais.

No caso de *utilities*, nossa opinião era que o potencial defensivo das utilities já havia sido largamente antecipado.

Consideramos que *consumer staples* e em menor escala *information technology* cumpriram um papel defensivo na carteira. Por que menos sensível ao declínio da atividade econômica, com múltiplos mais baixos e resultados muito mais previsíveis, as empresas de *consumer staples* com baixa alavancagem são a melhor alternativa de defesa. A alocação mais que proporcional em empresas de IT representa uma convicção que o gasto das empresas em tecnologia será mantido, mesmo com retração da atividade econômica.

Não temos posição em *telecommunications services*. A dinâmica do setor será dada por possíveis reorganizações societárias, de previsibilidade muito difícil. Parece-nos que o tema principal é a possibilidade da Telefónica adquirir os ativos da Telecom Itália no Brasil, vendendo sua participação na Vivo para a Portugal Telecom. Este movimento ajudaria a reduzir o astronômico endividamento da Telecom Itália. Ao mesmo tempo, resolveria as notórias dificuldades de gestão compartilhada na Vivo, constituindo uma plataforma extraordinária para a Telefónica e permitindo à Portugal Telecom o controle exclusivo da Vivo. A primeira dificuldade da operação é convencer a Telecom Itália que seus ativos no Brasil - que constituem a única fonte crível de crescimento da empresa - devem ser vendidos para aliviar o passivo financeiro. É uma situação onde a boa notícia para os credores pode ser má notícia para os acionistas. Segundo, não é óbvio que a PT consiga levantar, na presente

situação de escassez de crédito, o dinheiro para comprar as ONs da Telefónica na Vivo, com um prêmio substancial e para realizar a oferta aos acionistas minoritários, mesmo com um prêmio muito menor. Neste sentido, mesmo que a operação pudesse ser realizada parece-nos difícil prever, com boa margem de segurança, o impacto da oferta da PT nas PNs da Vivo.

Tabela 1

Setor	Atribuição da performance do Wisting - Outubro 08						
	Peso do setor no Wisting (w)	Peso do setor no Ibovespa (W)	Retorno do setor no Wisting (r)	Retorno do setor no Ibovespa (b)	Alocação Setorial (w-W)*b	Seleção de Ações W*(r-b)	Interação (w-W)*(r-b)
Consumer Discretionary	0,00%	4,51%	0,00%	-27,42%	1,24%		
Consumer Staples	13,98%	5,85%	-15,64%	-11,06%	-0,90%	-0,27%	-0,37%
Energy	23,51%	20,53%	-33,59%	-33,38%	-0,99%	-0,04%	-0,01%
Financials	13,58%	20,50%	-31,94%	-26,90%	1,86%	-1,03%	0,35%
Industrials	10,33%	5,11%	-10,03%	-21,90%	-1,14%	0,61%	0,62%
Information Technology	5,49%	0,84%	-17,33%	-3,54%	-0,16%	-0,12%	-0,64%
Materials	28,69%	26,03%	-27,51%	-24,57%	-0,65%	-0,76%	-0,08%
Real Estate	0,00%	2,83%	0,00%	-38,63%	1,09%		
Telecommunication Services	0,00%	5,55%	0,00%	-16,33%	0,91%		
Utilities	4,42%	8,24%	-2,70%	-12,06%	0,46%	0,77%	-0,36%
Total			-24,42%	-24,79%	1,7%	-0,8%	-0,5%

A tabela mostra os retornos dos distintos setores no IBOVESPA (coluna b) e no Wisting (coluna r) e o desempenho total de ambas 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 seleção de ações apresenta o impacto da escolha específica de ações dentro de cada setor na performance do Wisting. Finalmente, a coluna interação registra de que maneira a alocação setorial incrementou ou amenizou o resultado atribuído à seleção de ações.

Como pode-se observar, o Wisting apresentou performance muito similar ao IBOVESPA.

A coluna alocação setorial mostra uma performance no Wisting de 170bps superior ao IBOVESPA. Revelaram-se acertadas a ausência de alocação em *consumer discretionary* e *real estate*, a menor alocação em *financials* e a maior alocação em *consumer staples* e *information technology*. Em sentido oposto, prejudicaram o desempenho do Wisting a alocação algo superior em *energy* e baixa exposição à *utilities* e ausência de *telecommunication services*.

A coluna seleção de ações indica que a escolha específica dentro de cada setor teve um impacto negativo de 80bps no desempenho do Wisting. Nosso "stock picking" mostrou-se equivocado em *financials* e *materials* e, em menor escala, em *consumer staples*.

A última coluna indica que a boa escolha específica em *industrials* foi potenciada pelo maior peso setorial, enquanto o oposto ocorreu em *financials*, onde uma má escolha de papéis foi amenizada por um peso menor.