

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 consequência 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 prestador 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*.

**Tabela 1**

Atribuição da performance do Wisting - 1 mes								
Setor	Composição		Retorno Setorial		Alocação Setorial	Seleção de Ações	Interação	Total I + II + III
	Wisting (w)	Ibovespa (W)	Wisting (r)	Ibovespa (b)	(w-W)*(b-Ibov)	W*(r-b)	(w-W)*(r-b)	
					I	II	III	
Consumer Discretionary	0,00%	4,35%	0,00%	-0,38%	0,16%	n.a.	n.a.	0,16%
Consumer Staples	15,61%	6,92%	14,77%	8,77%	0,48%	0,41%	0,52%	1,41%
Energy	20,57%	18,19%	-13,94%	-14,42%	-0,42%	0,09%	0,01%	-0,33%
Financials	12,15%	19,93%	0,71%	5,98%	-0,21%	-1,05%	0,41%	-0,85%
Industrials	12,46%	5,31%	-16,51%	-9,84%	-0,94%	-0,35%	-0,48%	-1,77%
Information Technology	6,12%	1,07%	4,84%	10,67%	0,37%	-0,06%	-0,29%	0,02%
Materials	27,24%	26,11%	-7,52%	-6,54%	-0,11%	-0,26%	-0,01%	-0,38%
Real Estate	0,00%	2,31%	0,00%	-32,24%	0,82%	n.a.	n.a.	0,82%
Telecommunication Services	0,00%	6,18%	0,00%	17,85%	-0,90%	n.a.	n.a.	-0,90%
Utilities	5,83%	9,64%	4,27%	8,54%	-0,20%	-0,41%	0,16%	-0,45%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>-4,04%</b>	<b>-1,77%</b>	<b>-0,95%</b>	<b>-1,63%</b>	<b>0,32%</b>	<b>-2,26%</b>

Finalmente, a coluna interação registra de que maneira a alocação setorial incrementou ou amenizou o resultado atribuído à seleção de ações. Esta indica que a boa escolha específica em *Consumer Staples* foi potencializada pelo maior peso setorial, enquanto o oposto ocorreu em *Industrials*, onde uma má escolha de papéis foi potenciada por um peso maior.

O excesso de retorno de 226 bps do Ibovespa em relação ao Wisting é explicado, então, por uma posição 95 bps menor do Wisting devido à alocação setorial, 163 bps menor devido à seleção de ações e um excesso de retorno de 32 bps devido à interação entre as duas decisões.