

## **Esgotamento do ímpeto baixista de curto prazo**

O início das atividades do Wisting em setembro de 2008 coincide com uma expressiva deterioração dos mercados de ações no mundo. Nossa convicção era que a desalavancagem em curso desde outubro de 2007 se manifestaria em duas dimensões complementares, constitutivas de um mesmo processo de ajuste dos preços a um estoque de capital substancialmente menor.

A dimensão “financeira” combinaria liquidação forçada de posições, desvalorização acentuada das empresas de serviços financeiros e elevação substancial do custo de dívida e do prêmio de risco para a fração mais júnior do capital. A dimensão “produtiva” apareceria sob a forma de retração importante da atividade econômica, impactando os resultados das empresas.

No caso brasileiro, estes riscos estavam magnificados pela forte presença de *Materials*, *Energy* e *Financials* que representam 65% do IBOVESPA. Com este espírito, buscamos uma alocação defensiva acreditando que a descontinuidade na função de crédito e a desalavancagem do sistema financeiro, das empresas e famílias levaria à deterioração dos resultados incorporados aos preços e à contração de múltiplos.

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 Telecom.

Neste período os setores defensivos (*Utilities*, *Telecom* e *Consumer Staples*) foram os únicos com retorno melhor do que o do Ibovespa. O Wisting foi um pouco melhor que o Índice devido aos benefícios da alocação setorial, principalmente em *Consumer Staples* (alocação superior àquela do Ibovespa). A seleção de ações foi neutra no período.

Como mostra a tabela 1, a alocação setorial foi muito positiva no período de 29.09.08 a 27.10.08. O melhor setor no período foi *Consumer Staples*, e os piores setores foram *Real Estate*, que não está na carteira, e *Financials*, que tem menor peso relativo. A seleção de ações foi neutra neste período (negativa em *Financials* e *Materials*, mas compensada por *Industrials* e *Utilities*).

**Tabela 1**

Atribuição da performance do Wisting - de 29/09 a 27/10								
Setor	Composição		Retorno Setorial		Alocação Setorial (w-W)*(b-Ibov)	Seleção de Ações W*(r-b)	Interação (w-W)*(r-b)	Total I + II + III
	Wisting (w)	Ibovespa (W)	Wisting (r)	Ibovespa (b)	I	II	III	
Consumer Discretionary	0,00%	4,5%	0,00%	-37,50%	-0,14%	n.a.	n.a.	-0,14%
Consumer Staples	14,10%	5,9%	-21,21%	-23,26%	1,43%	0,12%	0,17%	1,72%
Energy	23,60%	20,5%	-48,40%	-48,33%	-0,24%	-0,02%	0,00%	-0,26%
Financials	13,47%	20,5%	-46,44%	-45,37%	0,34%	-0,22%	0,07%	0,19%
Industrials	6,87%	5,1%	-31,53%	-42,05%	-0,03%	0,54%	0,18%	0,70%
Information Technology	5,55%	0,8%	-20,22%	-28,86%	0,55%	0,07%	0,41%	1,03%
Materials	28,26%	26,0%	-43,38%	-40,46%	0,00%	-0,76%	-0,07%	-0,82%
Real Estate	0,00%	2,8%	0,00%	-54,39%	0,39%	n.a.	n.a.	0,39%
Telecommunication Services	0,00%	5,6%	0,00%	-30,25%	-0,57%	n.a.	n.a.	-0,57%
Utilities	4,57%	8,2%	-22,62%	-26,26%	-0,53%	0,30%	-0,13%	-0,36%
<b>Total</b>	<b>96%</b>	<b>100%</b>	<b>-37,25%</b>	<b>-40,59%</b>	<b>1,21%</b>	<b>0,04%</b>	<b>0,63%</b>	<b>1,88%</b>

No período de recuperação do mercado (de 28.10.08 a 30.12.08), quando entendemos que risco de ações permaneceu elevado, mantivemos nossa posição defensiva em termos de alocação setorial. Desta maneira, o Wisting teve performance inferior à performance do Ibovespa (+24% vs. +18%). A recuperação do Ibovespa neste período foi liderada por Financials (+40%) e Telecom (+38%). Materials e Energy (que representam 44% do Ibovespa) não apresentaram performance melhor do que o Índice - foram responsáveis por apenas 33% do retorno total. Perdemos oportunidades ao ficarmos fora de Telecom e ao mantermos uma participação menor em Utilities e Financials. O maior peso em Consumer Staples também foi negativo, mas em menor escala. O efeito positivo de não ter alocação em Real Estate e Consumer Discretionary compensaram em parte os efeitos negativos citados acima.

A seleção de ações prejudicou significativamente a performance da carteira. O pior setor foi Financials, seguido de Utilities. Materials teve uma boa seleção de ações, porém não conseguiu compensar o impacto negativo dos outros setores.

**Tabela 2**

Atribuição da performance do Wisting - 27/10 a 30/12								
Setor	Composição		Retorno Setorial		Alocação Setorial (w-W)*(b-Ibovespa)	Seleção de Ações W*(r-b)	Interação (w-W)*(r-b)	Total I + II + III
	Wisting (w)	Ibovespa (W)	Wisting (r)	Ibovespa (b)	I	II	III	
Consumer Discretionary	0,00%	4,7%	0,00%	17,13%	0,49%	n.a.	n.a.	0,49%
Consumer Staples	16,99%	7,6%	10,78%	19,05%	-0,80%	-0,63%	-0,78%	-2,21%
Energy	17,95%	17,9%	30,88%	30,41%	0,00%	0,08%	0,00%	0,09%
Financials	11,04%	18,9%	29,90%	42,87%	-1,20%	-2,44%	1,01%	-2,63%
Industrials	11,97%	5,0%	15,82%	24,77%	-0,20%	-0,45%	-0,63%	-1,27%
Information Technology	6,77%	1,0%	4,79%	45,39%	1,03%	-0,41%	-2,34%	-1,72%
Materials	24,48%	26,1%	26,11%	21,18%	0,10%	1,29%	-0,08%	1,31%
Real Estate	0,00%	2,2%	0,00%	6,47%	0,46%	n.a.	n.a.	0,46%
Telecommunication Services	0,00%	6,5%	0,00%	31,29%	-0,24%	n.a.	n.a.	-0,24%
Utilities	10,80%	10,2%	11,75%	23,56%	-0,02%	-1,21%	-0,07%	-1,30%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>20,55%</b>	<b>27,57%</b>	<b>-0,37%</b>	<b>-3,76%</b>	<b>-2,88%</b>	<b>-7,02%</b>

## Resultados em Dezembro

Em Dezembro de 2008, não mudamos nossas expectativas em relação ao cenário macroeconômico e mantivemos as posições da carteira. Aumentamos a alocação em Utilities, aproximando-nos de uma alocação neutra. Continuamos sem posição em Consumer Discretionary, Real Estate e Telecom. São setores fortemente dependentes de crédito, tanto para consumo como para financiamento de infraestrutura e expansão de capacidade, que devem sofrer no processo de desalavancagem e retração de atividade econômica.

Algumas opiniões foram confirmadas. A decisão mostrou-se bastante acertada em Telecom e também em Consumer Discretionary, mas provou-se errada em Real Estate, setor que, juntamente com Energy, mostrou o melhor desempenho no mês de Dezembro. Por outro lado, setores defensivos não tiveram boa performance no mês, e por isso a alocação setorial teve contribuição negativa para a carteira, principalmente pelo fraco desempenho de Consumer Staples, além de IT e Utilities.

Continuamos com participações expressivas e próximas ao Índice em Energy e Materials e em papéis de maior liquidez em todos os setores, pois acreditamos que uma possível recuperação será liderada por ações de maior liquidez. Mantivemos ponderações superiores ao Ibovespa em IT e Consumer Staples, por suas características defensivas, e Industrials, por acreditarmos que há papéis com bons fundamentos nesses setores e por ser um setor beneficiado por investimentos em infraestrutura, que acreditamos que deve se intensificar em 2009.

Apesar de termos sido penalizados pela alocação setorial, a seleção de ações mostrou-se bastante favorável no mês, e alguns setores no Wisting mostraram um descolamento grande em relação ao Ibovespa, como Industrials, Materials e Utilities. A seleção de ações foi desfavorável em Consumer Staples, tendo sido neutra em Energy e IT (como Energy é composto apenas de Petrobras, a seleção de ações no setor será sempre neutra).

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.

**Tabela 3**
**Atribuição da performance do Wisting - Dezembro 08**

Setor	Composição		Retorno Setorial		Alocação Setorial (w-W)*(b-Ibov)	Seleção de Ações W*(r-b)	Interação (w-W)*(r-b)	Total I + II + III
	Wisting (w)	Ibovespa (W)	Wisting (r)	Ibovespa (b)	I	II	III	
Consumer Discretionary	0,00%	4,4%	0,00%	1,24%	0,06%	n.a.	n.a.	0,06%
Consumer Staples	17,82%	7,7%	-9,85%	-5,56%	-0,83%	-0,33%	-0,44%	-1,59%
Energy	16,96%	15,8%	18,16%	18,20%	0,17%	-0,01%	0,00%	0,17%
Financials	12,07%	21,5%	1,41%	0,77%	0,17%	0,14%	-0,06%	0,25%
Industrials	10,34%	4,9%	14,38%	2,68%	0,00%	0,57%	0,64%	1,21%
Information Technology	6,27%	1,2%	-3,54%	-3,11%	-0,29%	-0,01%	-0,02%	-0,32%
Materials	25,05%	24,8%	5,16%	2,35%	0,00%	0,70%	0,01%	0,70%
Real Estate	0,00%	1,6%	0,00%	16,76%	-0,23%	n.a.	n.a.	-0,23%
Telecommunication Services	0,00%	7,4%	0,00%	-7,13%	0,72%	n.a.	n.a.	0,72%
Utilities	11,49%	10,7%	-0,86%	-4,54%	-0,06%	0,39%	0,03%	0,36%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>3,95%</b>	<b>2,61%</b>	<b>-0,27%</b>	<b>1,46%</b>	<b>0,16%</b>	<b>1,35%</b>

A tabela 3 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 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 27 bps inferior ao IBOVESPA. Acertada a decisão de continuarmos sem posição em Telecom, mas equivocada a ausência de alocação em Real Estate. Foi acertada a decisão de alocação em Financials menor do que àquela do Ibovespa.

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 positivo de 143 bps no desempenho do Wisting. Nosso “stock picking” mostrou-se acertado em Materials, Utilities, Financials e Industrials, neutro em Energy e IT e equivocado em Consumer Staples.

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 Industrials foi potencializada pelo maior peso setorial, enquanto o oposto ocorreu em Consumer Staples onde uma má escolha de papéis foi potenciada por um peso maior.

O excesso de retorno de 135 bps do Wisting em relação ao Ibovespa é explicado, então, por uma posição 27 bps menor do Wisting devido à alocação setorial, 146 bps maior devido à seleção de ações e um excesso de retorno de 16 bps devido à interação entre as duas decisões.

## Perspectivas para 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.

Acreditamos que os riscos para o mercado acionário em 2009 são substancialmente menores que em 2008, sobretudo no Brasil.

Nossa tese baseia-se em: a) patamar de preços que reflete em larga medida a desalavancagem (e portanto o esgotamento da venda forçada) e a piora nos resultados das empresas (e portanto, o anúncio de maus resultados ao longo de 2009 não provocará nova pressão vendedora); b) os riscos, a nosso juízo assimétricos, de uma posição vendida em um mundo sujeito à intervenção arbitrária dos Tesouros e bancos Centrais, que operam com viés altista; c) a existência de poupança líquida massiva aplicada à taxa de juros nominais e reais muito baixas (e portanto infensa à movimento agudo de realocação de portfólios em direção a renda variável) . Se há pouco motivo para operar vendido, não decorre que uma posição comprada seja atrativa. Primeiro, o mercado não está “barato”.

Consideramos que os “earnings” do S&P (Tabela 4) devem situar-se ao redor de US\$58 em 2009 indicando um múltiplo de 15 x, que evidentemente não é barato em termos históricos e tampouco consistente com a profundidade da crise. De fato, este múltiplo só pode ser explicado pela ridícula taxa de juros nominal, que torna menos punitivo carregar uma carteira de ações.

Tabela 4: S&P earnings

Sector	2008	Consenso	FRAM
		2009	2009
Consumer Discretionary	(5,33)	1,57	1,23
Consumer Staples	7,17	8,17	8,48
Energy	8,28	8,40	9,83
Financials	(11,74)	7,36	6,58
Health Care	8,16	10,53	8,74
Industrials	8,40	7,89	8,15
Information Technology	7,68	7,38	7,79
Materials	0,34	1,49	1,52
Telecommunication Services	2,16	2,24	2,39

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.

Utilities	2,96	3,23	3,39
Total	28	58	58

Nosso cenário central supõe lucro ao redor de 4000 pontos para o IBOVESPA em 2009, indicando um múltiplo próximo de 10x, que novamente não pode ser considerado barato em um entorno de taxa de juros nominal do ativo livre de risco perto de 12 % a.a..(Tabela 5)

Tabela 5: IBOVESPA earnings

Sector	Trailing 12m	Consenso		Estimativa FRAM	
	3Q08	2008	2009	2008	2009
Consumer Discretionary	63,67	53,81	107,02	44,69	57,54
Consumer Staples	(4,12)	(67,27)	119,99	(64,46)	115,87
Energy	1.140,79	1.196,51	1.000,21	1.196,71	740,89
Financials	724,29	826,38	853,74	745,08	700,57
Industrials	(28,05)	15,05	181,77	(61,94)	95,27
Information Technology	21,28	24,23	28,87	24,23	24,81
Materials	1.857,00	1.387,62	2.271,55	1.373,77	1.417,17
Real Estate	152,42	167,47	225,21	145,26	125,41
Telecommunication Services	175,07	166,72	230,26	169,09	197,12
Utilities	373,09	360,05	364,85	340,06	345,47
Total	4.475	4.131	5.383	3.912	3.820

Segundo, não é evidente o catalisador. Ainda que óbvio, convém repetir que a ausência de pressão vendedora não é suficiente para provocar uma alta sustentada. É provável que o mercado dê uma indicação com um forte rally em um dia de péssimas notícias ligadas à deterioração da economia e / ou à quebra de instituições financeiras importantes.

Terceiro, não há amplitude e liderança. A experiência mostra que uma apreciação sustentada no mercado de ações requer liderança setorial e amplitude de setores que acompanham o setor líder. Nos últimos 25 anos, a liderança foi exercida por financeiros, mas com amplo seguimento de health care, energy e IT e desempenho bom dos outros setores. Parece bastante improvável que os setores líderes, especialmente financeiros, possam liderar nos próximos anos. Ao contrário, podemos assistir a um movimento de setores inteiros com taxas de retorno perto de zero, a exemplo do que ocorre na aviação comercial ou em hardware de IT ou em muitos subsegmentos de consumer discretionary. Nosso palpite é que uma eventual liderança no caso norteamericano poderia vir de health care – sobretudo na biotecnologia – na energia renovável e mais remotamente em infraestrutura. De qualquer modo, parece muito distante.

Quarto, no caso específico do Brasil, é preciso ter uma opinião positiva sobre commodities, que somam 60% dos resultados diretos do índice e são instrumentais, por efeito de encadeamento para trás, nos resultados de muitos setores da economia.

Nossa análise é que uma elevação sustentada do preço das commodities depende de uma ampliação da desconfiança na moeda fiduciária norte americano e na capacidade de pagamento do Tesouro daquele país. É um cenário remoto, mas possível. Neste caso, haveria - agora sim! – um descolamento entre as economias centrais, que sofreriam de fuga de capitais e as economias dos países commodities, como o Brasil. No cenário mais provável, a diferença de crescimento entre o Brasil e as economias centrais e a situação muito superior do crédito público brasileiro ajudaria a construir um desempenho relativo positivo da bolsa brasileira em 2009.