

Balanço de riscos e esperança de retorno para o mercado de ações em 2009

Acreditamos que o risco no mercado de ações é substancialmente mais baixo em 2009 que foi em 2008. Primeiro, os preços refletem em larga medida a desalavancagem dos detentores de posições em renda variável e das próprias empresas. Julgamos que este processo, liderado pelo setor financeiro, pode ter encontrado um piso em 21 de novembro, quando é possível que tenhamos visto a última onda de pânico com os grandes bancos. Marca claramente que uma política de intervenção sem pruridos por parte das autoridades torna especialmente difícil a posição vendida. Segundo, as más notícias na atividade econômica e no lucro das empresas já não constituem surpresa. Terceiro, as taxas de juros extremamente baixas nas economias centrais torna o carregamento das posições pouco oneroso.

Este balanço de riscos menos negativo não traduz uma opinião fortemente positiva do ponto de vista do retorno. É possível que tenhamos ingressado em um período de baixo retorno para as ações como classe de ativo. Em um mundo menos alavancado, com o custo de capital mais alto, poder de preços declinante, mais regulação e mais impostos sobre o capital. Não vemos o mercado em patamar de barganha: estimamos *earnings* para 2009 ao redor de US\$ 50, que daria um múltiplo perto de 16 para o S&P, que só pode ser considerado aceitável em face do custo de oportunidade da taxa de juros norte-americana. Igualmente não vemos a liderança ou amplitude setoriais que caracterizam mercados em alta sustentada.

Neste cenário, vemos um mercado em um intervalo entre o piso de novembro – ao redor de 750 pontos, similar ao observado em 2002/03 – e um teto ao redor de 900 pontos. Registre-se que a natureza do mercado – muito dinheiro em *money markets*, intervenções dos governos que são por definição altistas, escassez de emissões novas – é propícia a recuperações agudas.

Ao contrário de 2008, acreditamos que mercado de ações no Brasil deve comportar-se melhor em 2009 que os mercados dos países desenvolvidos.

O Brasil é um crédito em melhora em um mundo que os créditos deterioram-se fortemente. Esta fortaleza cria um ambiente favorável ao ingresso de capitais no país: a taxa de juros real vai cair substancialmente nos próximos anos, a economia terá algum crescimento, não há crise cambial ou fiscal à vista, a forte presença de commodities na bolsa brasileira pode atrair portfólios em busca de proteção contra o risco inflacionário. Nossa estimativa é um intervalo entre 36 mil e 46 mil pontos, para *earnings* ao redor de 4 mil pontos.

Em Janeiro de 2009, fizemos algumas mudanças nas posições do Wisting para refletir nossa visão de que as más notícias de curto prazo já estavam incorporadas nos preços. Desta maneira, as alterações feitas na carteira tiveram o objetivo de aumentar seu beta. Diminuímos as posições nos setores mais defensivos como *Utilities*

(-300 bps) e *Consumer Staples* (-580 bps) e aumentamos as posições nos setores mais agressivos como *Consumer Discretionary* (+97 bps) e *Financials* (+280 bps). Continuamos sem posição em *Real Estate* e *Telecom*. *Real Estate* é um setor fortemente dependente de crédito, que deve sofrer no processo de desalavancagem e retração de atividade econômica. E *Telecom* é um setor que tem seus principais *triggers* em possíveis eventos societários complexos, nos quais a consequência para o acionista minoritário é de difícil previsão.

A visão de recuperação da bolsa, ainda que limitada, foi confirmada no mês de Janeiro. Os setores que lideraram a recuperação foram de fato aqueles mais agressivos: *Energy* e *Materials*. Por outro lado, a visão de que *Financials* poderia liderar a recuperação junto com *Energy* e *Materials* mostrou-se errada, e *Financials* teve um retorno médio bem abaixo do Ibovespa. Mostrou-se equivocado nosso posicionamento em *Real Estate*, que teve boa performance pelo segundo mês seguido e no qual permanecemos sem posição.

A decisão de diminuir as posições nos setores defensivos foi acertada, *Utilities* e *Consumer Staples* foram os piores retornos do Ibovespa, juntamente com *Industrials*. Contudo, permanecemos com posições grandes nestes setores, o que prejudicou o retorno do Wisting. A seleção de ações também prejudicou a performance do Wisting, principalmente no setores *Materials*, *Financials* e *Consumer Staples*.

Atribuição da performance do Wisting - Janeiro

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	0,97%	4,2%	4,92%	2,36%	0,07%	0,11%	-0,08%	0,10%
Consumer Staples	12,07%	5,9%	-9,43%	-2,40%	-0,43%	-0,42%	-0,43%	-1,28%
Energy	21,27%	19,9%	9,59%	9,73%	0,07%	-0,03%	0,00%	0,04%
Financials	14,85%	20,4%	-4,36%	-2,23%	0,38%	-0,44%	0,12%	0,06%
Industrials	9,97%	4,6%	8,24%	-4,13%	-0,47%	0,57%	0,67%	0,76%
Information Technology	6,03%	0,9%	6,73%	2,14%	-0,13%	0,04%	0,24%	0,15%
Materials	26,44%	29,0%	5,91%	11,78%	-0,18%	-1,70%	0,15%	-1,73%
Real Estate	0,00%	2,8%	0,00%	8,27%	-0,10%	n.a.	n.a.	-0,10%
Telecommunication Services	0,00%	4,7%	0,00%	-0,35%	0,23%	n.a.	n.a.	0,23%
Utilities	8,39%	7,6%	0,94%	-3,43%	-0,06%	0,33%	0,03%	0,31%
Total	100%	100%	3,17%	4,63%	-0,61%	-1,53%	0,69%	-1,46%

Em Janeiro o Wisting teve retorno abaixo do Ibovespa em 146 bps. A seleção de ações explica o pior retorno do Wisting em 153 bps e a alocação setorial, em menor escala, explica o retorno mais baixo em 61 bps.

O destaque negativo da seleção de ações foi *Materials*, que teve retorno de 11,78% no Ibovespa (coluna b) e retorno de apenas 5,91% no Wisting (coluna r). *Consumer Staples* e *Financials* também contribuíram negativamente. Por outro lado, os destaques positivos foram *Industrials* e *Utilities*.

Na alocação setorial, o maior peso dado a *Consumer Staples* e *Industrials* foram as principais contribuições negativas. Por outro lado, o menor peso dado a *Financials* e a ausência de Telecom contribuíram positivamente para o retorno do fundo, já que os dois setores tiveram performance pior do que o Ibovespa.