

Teste importante pode marcar patamar mínimo de preços nominais

Acreditamos que há 3 temas relevantes no mercado de ações : a) se os preços observados em novembro de 2008 e testados no início de março de 2009 indicam um esgotamento da desalavancagem e da liquidação forçada de posições e portanto constituem um patamar onde não há vendedores agressivos ; b) se a elevada poupança financeira fora dos mercados acionários, em larga medida protegida pela maciça intervenção dos bancos centrais, buscará oportunidades de valorização em um entorno de taxas de juros nominais muito baixas mesmo que os resultados futuros das empresas sigam pouco atrativos por muitos anos ; c) se é sustentável o descolamento dos mercados emergentes, sobretudo das moedas commodities, de sistemas financeiros pouco alavancados e que apresentam certo crescimento.

Nossas convicções são muito distintas nestes temas.

É provável que a onda vendedora, associada à desalavancagem generalizada e ao pânico em relação ao sistema financeiro, tenha terminado. Esta tese não descarta novas notícias ruins para os bancos: perdas nas carteiras de crédito ao consumo por elevação do desemprego, inadimplência crescente das hipotecas comerciais em um ambiente de deterioração do fluxo de caixa das empresas, perdas importantes dos bancos europeus com o colapso das economias frágeis da periferia da Europa. Supõe contudo que o atual patamar de preços já incorpora materialmente este cenário. Temos alguma convicção nesta tese, que implica em não ter posições vendidas e certo grau de exposição em posições compradas, para aproveitar uma correção de mercado baixista, que pode alcançar facilmente 25 % em relação ao patamar de novembro e de março, que poderia levar o S&P para uma faixa de 900 pontos, talvez testando o nível observado no início de janeiro de 2009.

Em relação ao segundo tema, nossa hipótese é que o eventual *rally* será exatamente alimentado pela poupança líquida (e o saldo dos fundos de *money markets* norte-americanos é a melhor *proxy* deste potencial) que , animada pela idéia que a “ação coordenada “dos Tesouros e Bancos Centrais restabeleceu a confiança alocariam parcela crescente para ações. Nossa convicção é que este movimento terá duração curta e pouco sustentada. Acreditamos que o S&P pode registrar *earnings* ao redor de U\$ 50 por muitos anos e neste caso, mesmo na faixa de 750 / 950 pontos, os múltiplos não são uma barganha.

O terceiro tema concentra nossa maior convicção. Em março, novamente, a onda de pânico internacional não provocou uma onda vendedora suficiente para derrubar os preços para um patamar observado em outubro de 2008. Este tema tem uma dimensão geral e outra específica para o caso brasileiro.

A tabela 1 mostra o desempenho dos mercados desde o pânico em novembro do ano passado.

Tabela 1

Commodities		Current Act deficit		G7		Europe strong		Europe Weak		Asia	
Brazil	39.3%	South Africa	28.6%	Canada	15.3%	Norway	30.4%	Austria	14.3%	South Korea	39.2%
Norway	30.4%	Turkey	24.3%	US	6.0%	Sweden	10.7%	Portugal	9.8%	China	29.8%
Australia	20.9%	Australia	20.9%	Germany	1.9%	Germany	1.9%	Spain	3.0%	Taiwan	25.6%
Russia	17.3%	India	13.6%	France	-0.9%	Netherlands	0.2%	Belgium	-1.1%	India	13.6%
Canada	15.3%	Portugal	9.8%	UK	-2.2%	France	-0.9%	UK	-2.2%	Hong Kong	10.4%
		Mexico	3.0%	Japan	-4.7%	Switzerland	-0.9%	Greece	-2.4%	Singapore	5.8%
		Spain	3.0%	Italy	-11.1%			Italy	-11.1%	Malasya	0.3%
		Greece	-2.4%							Japan	-4.7%
		Italy	-11.1%								
		Poland	-16.4%								

Interpretamos a evidente dispersão de geografias e setores (ver tabela 2 abaixo) como um indicador que não há mais liquidação forçada. Ademais, julgamos que há deslocamento de poupança para os países que contam com economias pouco alavancadas, que terão algum crescimento e produtoras de commodities.

Neste sentido, há uma boa probabilidade de uma correção geral nos mercados – 20 / 25 % em relação ao fundo observado em novembro de 2008 e confirmado em março de 2009 - que seria ampliada nos mercados com estas características.

Tabela 2: Performance Setorial Global 20/11/08 à 31/03/09

Industry	Region Industry Price Performance								
	Global	US	Europe	Japan	Canada	Australia	Asia	L. America	Brazil
Consumer Discretionary	10.7%	20.2%	1.3%	2.4%	7.2%	17.1%	42.8%	14.5%	42.2%
Consumer Staples	-2.8%	-2.9%	-2.9%	-19.8%	4.9%	19.2%	15.8%	8.9%	12.0%
Energy	8.8%	4.7%	4.0%	31.5%	27.2%	32.7%	33.3%	82.0%	84.5%
Financials	-2.1%	-4.9%	-8.5%	-6.4%	2.7%	17.6%	16.1%	34.8%	38.1%
Health Care	2.4%	7.9%	-5.5%	-18.0%	16.4%	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Industrials	-0.3%	-5.5%	10.5%	2.7%	7.3%	-3.3%	21.9%	10.0%	9.6%
Information Technology	19.0%	21.4%	4.6%	5.4%	2.1%	0.0%	44.5%	0.0%	36.7%
Materials	25.6%	19.3%	16.8%	6.5%	66.5%	55.8%	10.4%	53.6%	41.1%
Telecommunication Services	1.6%	12.0%	-1.5%	-7.5%	-14.6%	-4.4%	4.1%	-1.0%	24.8%
Utilities	-8.4%	-2.1%	-12.3%	-19.2%	-10.5%	18.4%	4.8%	8.7%	7.7%
Total	4.6%	6.0%	-1.4%	-4.7%	15.3%	20.9%	20.6%	28.8%	39.3%

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.

Carteira Wisting

Em Março de 2009 optamos por não alterar as posições da carteira, estratégia que levou o *Wisting* a apresentar retorno inferior ao Ibovespa em 47 bps, explicada sobretudo por peso menor em setores mais agressivos como *Materials*, *Financials* e *Real Estate*, e maiores ou iguais ao Ibovespa em setores mais defensivos como *Utilities* e *Consumer Staples*, e nos papéis defensivos de *Industrials*. Com isso o beta da carteira ficou próximo de 0,9, o que explica o retorno da carteira não ter conseguido acompanhar toda a recuperação.

Na alocação setorial as contribuições negativas foram naqueles setores mais agressivos já mencionados anteriormente, enquanto a seleção de ações explica a performance inferior em *Consumer Discretionary*, *Consumer Staples* e *Materials*. Na alocação setorial, os destaques positivos foram *Materials* e IT, e a ausência de posições em Telecom, setor que, juntamente com *Industrials*, apresentou o desempenho mais fraco do Ibovespa. Porém, o *Wisting* perdeu ao não ter posição em *Real Estate* e estar *underweight* em *Financials*, setores de melhor desempenho no Ibovespa no mês, e pela posição *overweight* em *Industrials*, pior desempenho do mês. *Industrials* é um setor muito heterogêneo, onde estão ações muito voláteis, como as companhias aéreas, e empresas mais defensivas, como CCR. Portanto a decisão de alocação setorial em *Industrials* está mais ligada às escolhas dos papéis do que ao setor como um todo.

Tabela 3: Atribuição de Performance do Wisting em Mar/09

Setor	Composição		Retorno Setorial		Alocação Setorial (w-i)*(b-Ibov)	Seleção de Ações W*(r-b)	Interação (w-W)*(r-b)	Total I + II + III
	Wisting (w)	Ibovespa (i)	Wisting (r)	Ibovespa (b)	I	II	III	
Consumer Discretionary	1.7%	4.2%	3.5%	8.2%	0.0%	-0.2%	0.1%	-0.11%
Consumer Staples	5.9%	5.7%	-5.3%	6.0%	0.0%	-0.6%	0.0%	-0.66%
Energy	33.5%	22.6%	8.1%	8.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.11%
Financials	14.3%	17.3%	22.3%	16.1%	-0.3%	1.1%	-0.2%	0.62%
Industrials	10.5%	4.1%	-2.6%	-1.4%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.67%
Information Technology	5.5%	0.9%	15.5%	15.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.39%
Materials	20.8%	30.1%	0.8%	2.9%	0.4%	-0.6%	0.2%	-0.06%
Real Estate	0.0%	2.3%	0.0%	21.7%	-0.3%	n.a.	n.a.	-0.34%
Telecommunication Services	0.0%	5.1%	0.0%	1.2%	0.3%	n.a.	n.a.	0.29%
Utilities	7.8%	7.8%	3.4%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.03%
Total	100.0%	100.0%	6.7%	7.1%	0.0%	-0.4%	0.0%	-0.4%

A metodologia usada para atribuição de performance (ver nota técnica de dezembro/08) apresentada na tabela acima tem como pressuposto que a participação de cada um dos setores na carteira tenha ficado constante durante o mês, o que nem sempre ocorre. Por esse motivo podem haver distorções que resultam em pequenas diferenças entre o retorno comentado e o retorno da cota do fundo. O retorno apresentado na tabela corresponde a uma aproximação, o retorno exato da cota do *Wisting* pode ser encontrado na página do fundo no website da FRAM Capital.

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.