

Nossa leitura é que o forte movimento de correção iniciado em novembro de 2008 e confirmado em março de 2009 produziu um patamar de preços que carrega assimetria de risco desfavorável às posições otimistas. Esta assimetria é grave nas economias centrais e preocupante mesmo nos mercados emergentes, onde consideramos que o crescimento maior e o forte componente de commodities é um importante mitigante de risco.

A tabela 1 ilustra a extraordinária performance dos últimos meses e a grande dispersão de retornos em favor dos dois temas (crescimento maior nas economias emergentes e commodities) que podem dar substância à tese do descolamento. Registre-se que a forte desalavancagem que se manifesta há 18 meses não penalizou – como seria de se esperar e como ocorreu nas crises de 82/ 83 e 97/98 - os países com déficit em conta corrente, indicando que a possível dificuldade de financiamento externo não parece ser um tema central nesta crise.

A tabela 2 mostra que uma recuperação concentrada em *materials, financials, energy* e IT. Esta concentração sugere um “bear market rally”, pois é muito incomum uma alta sustentada baseada nos mesmos setores responsáveis pelo “bull market “ anterior. A exceção é IT: supõe-se que IT será o menos afetado pela decisão empresarial de cortar e postergar investimentos em um mundo marcado pelo excesso de capacidade instalada.

Nossa convicção baixista desdobra-se em 3 frentes. Primeiro, por valor. Os mercados não estão baratos, ainda que muito abaixo do topo de outubro de 2007 (maio de 2008, no caso dos mercados commodities). Os múltiplos correntes situam-se acima de 17 x. Os múltiplos futuros de consenso estão próximos de 15 x. Em muitos setores e ações específicas, é muito difícil estabelecer qual será o “novo” padrão de *earnings*, ou genericamente qual é o retorno esperado para o capital nas economias centrais em face de uma combinação perversa de balanços menos alavancados, custo de dívida mais alto, entorno institucional mais desfavorável ao capital, crescimento moderado, fronteira de acumulação deslocando-se para a Ásia, demografia desfavorável, entre outros fatores negativos. Segundo, o otimismo do mercado está baseado em uma taxa de juros nominal e real produto de uma intervenção – sincronizada e massiva - sem precedentes dos governos e bancos centrais. Nossa hipótese é que este impacto já está incorporado aos preços e que portanto o efeito marginal nos próximos meses será reconhecer que a atuação dos governos terá um efeito muito limitado na capacidade das empresas apresentarem um ROE compatível com o patamar de riscos observado nos últimos anos. Terceiro, por que do ponto de vista estrutural temos uma leitura muito negativa de 2 decisões institucionais tomadas nos Estados Unidos em maio: a reestruturação judicial da Chrysler e o plebiscito da Califórnia. Em ambos casos, acreditamos que a mensagem para os mercados foi dramática. No caso da Chrysler, a corte distrital e depois a Suprema Corte decidiram contrário aos interesses dos *secured creditors* em favor da “continuidade” da empresa. Esta ruptura na senioridade da estrutura de capital deve ser interpretada como uma mudança profunda no tratamento que será dispensado ao capital no atual ciclo. No caso do plebiscito da Califórnia, nossa análise é que a disposição de pagamento (o chamado critério de caráter do devedor) parece baixa e totalmente em contradição com o aumento da dívida pública norte americana. De fato, o contribuinte da Califórnia – *rating A-*, como se o Estado de São Paulo tivesse um *rating BB-* - decidiu que aumentar impostos para honrar a dívida não era uma boa idéia....

**Tabela 1 : Performance do Mercado Acionário Global (20-nov-08 à 29-mai-09)**

Commodities		Deficit Conta Corrente		G7		Europe strong		Europe Weak		Asia	
Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg
Brazil	112,6%	India	84,3%	Canada	59,4%	Norway	81,9%	Austria	51,4%	India	84,3%
Russia	87,8%	Turkey	83,2%	Germany	31,5%	Sweden	42,8%	Greece	43,9%	Taiwan	72,5%
Norway	81,9%	South Africa	71,3%	UK	24,3%	Germany	31,5%	Portugal	41,7%	South Korea	70,9%
Canada	59,4%	Australia	46,7%	France	23,5%	Netherlands	27,9%	Spain	32,5%	Singapore	52,7%
Australia	46,7%	Greece	43,9%	US	22,2%	Finland	24,6%	Belgium	25,0%	Hong Kong	47,7%
		Portugal	41,7%	Italy	16,8%	France	23,5%	UK	24,3%	China	42,9%
		Mexico	37,2%	Japan	16,6%	Switzerland	15,1%	Italy	16,8%	Malaysia	25,3%
		Spain	32,5%							Japan	16,6%
		Italy	16,8%								
		Poland	12,2%								

**Tabela 2: Performance Setorial Global (20-nov-08 à 29-mai-09)**
**Date 20-nov-08 ate 29-mai-2009**

Industry	Region Industry Price Performance								
	Global	US	Europe	Japan	Canada	Australia	Asia	Latin America	Brazil
Consumer Discretionary	34,5%	40,9%	25,2%	31,7%	28,1%	51,9%	86,4%	57,4%	162,7%
Consumer Staples	9,2%	5,6%	12,7%	-8,5%	26,6%	43,4%	45,9%	43,2%	72,7%
Energy	32,0%	20,9%	26,4%	56,7%	81,4%	63,2%	86,4%	163,2%	164,2%
Financials	38,1%	31,4%	36,4%	25,3%	53,5%	41,1%	53,3%	100,3%	103,1%
Health Care	9,5%	13,9%	2,9%	-7,0%	33,5%	15,9%			
Industrials	23,6%	14,2%	44,2%	22,6%	38,1%	20,4%	66,1%	55,0%	61,3%
Information Technology	39,5%	39,3%	30,7%	23,2%	85,1%		76,7%		64,5%
Materials	64,7%	44,9%	60,7%	39,2%	112,6%	98,7%	41,1%	125,8%	121,7%
Telecommunication Services	9,5%	13,0%	4,9%	4,4%	1,1%	7,9%	18,3%	32,9%	70,4%
Utilities	1,9%	1,4%	4,8%	-18,7%	13,5%	27,8%	17,4%	31,3%	38,4%
Total	24,8%	22,2%	23,8%	16,7%	59,4%	46,7%	53,8%	80,9%	112,6%

## Carteira Wisting

Em Maio nossas posições levaram o Wisting a uma performance bastante próxima ao desempenho do Ibovespa, com retorno inferior em apenas 40 bps. *Energy*, *Materials* e *Financials* lideraram a alta de 12,6% do Ibovespa no mês, setores nos quais o Wisting está *overweight* ou *marketweight*, o que contribuiu para a performance bastante próxima.

A seleção de ações em *materials* foi favorável, e o retorno do setor na carteira foi 340 bps melhor em relação ao retorno do setor no Ibovespa. Em *financials*, o desempenho foi inferior ao Ibovespa, cuja performance positiva do setor pode ser atribuída principalmente à BMF.

O fato de o Wisting não ter alocação em *Real Estate* e *Telecom* foi favorável. Ainda achamos que os papéis das empresas de *Real Estate* já estão caros, e aquelas empresas com menor liquidez apresentam risco muito grande face à uma possível piora no mercado no curto prazo.

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.

O retorno do Wisting foi prejudicado pela alocação setorial em IT, setor com desempenho bastante fraco. A performance do Wisting foi também prejudicada pela alocação setorial em *Utilities* e *Industrials*, setores com desempenho abaixo do Ibovespa, potencializado pela seleção de ações que levou a retornos médios inferiores aos retornos destes setores no Ibovespa.

**Tabela 5: Atribuição de Performance do Wisting em Maio/09**

Setor	Atribuição da performance (Maio)							
	Composição		Retorno Setorial		Alocação Setorial	Seleção de	Interação	Total
	Carteira (w)	Ibovespa (W)	Carteira (w)	Ibovespa (b)	(w-W)*(b-Ibov)	Ações W*(r-b)	(w-W)*(r-b)	I + II + III
				I	II	III		
Consumer Discretionary	3,2%	4,7%	5,4%	10,2%	0,0%	-0,2%	0,1%	-0,1%
Consumer Staples	2,1%	5,7%	7,7%	11,0%	0,1%	-0,2%	0,1%	0,0%
Energy	24,9%	20,7%	16,6%	16,7%	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%
Financials	19,0%	19,2%	11,2%	14,0%	0,0%	-0,5%	0,0%	-0,5%
Industrials	7,8%	3,8%	7,2%	9,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,3%
Information Technology	5,1%	0,8%	4,4%	4,4%	-0,4%	0,0%	0,0%	-0,4%
Materials	29,3%	29,9%	17,8%	14,4%	0,0%	1,0%	0,0%	1,0%
Real Estate	0,0%	3,7%	0,0%	5,4%	0,3%	n.a.	n.a.	0,3%
Telecommunication Services	0,0%	4,5%	0,0%	6,2%	0,3%	n.a.	n.a.	0,3%
Utilities	8,5%	6,9%	-5,4%	2,0%	-0,2%	-0,5%	-0,1%	-0,8%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>12,10%</b>	<b>12,60%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-0,4%</b>