



planner 

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

ABRIL 2014

# Planner Redwood Asset Management

## Comentário Mensal da Gestão / ABRIL 2014

### Agenda

- Introdução
- Atividade Econômica
- Política Fiscal
- Conjuntura Internacional
- Juros
- Câmbio
- Bolsa



O presente relatório e qualquer informação aqui contida têm propósito exclusivamente informativo, não constituindo recomendação de investimento, oferta ou solicitação de aquisição ou venda de qualquer instrumento financeiro. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e, nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Mesmo tendo tomado todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas não sejam falsas ou enganosas, a Planner Redwood Asset Management não se responsabiliza pela sua exatidão ou abrangência.



## Introdução

Parece que o “pão e circo” do Império Romano (alimento e diversão) tem chance de não vingar neste ano eleitoral... estamos a menos de dois meses para um grande evento (Copa do Mundo), com potencial enorme de “desviar” a atenção de todos e de tudo, mas o foco total tem sido no efetivo início da corrida presidencial. Sim, com a real possibilidade de um segundo turno nas eleições, o mês de Abril ficou marcado pelo acirramento dos ânimos políticos e a clara polarização do grande debate a ser travado neste pleito: maior ou menor intervenção do Estado na economia. O povo parece muito atento e “alimentado”... tomara.

De toda sorte, seja quem for eleito presidente da República os ajustes na política econômica serão mandatórios. Na verdade o atual governo já “sinalizou” com esta possibilidade, com eventual saída do Ministro Mantega ao fim deste ano e a entrada em seu lugar do atual Presidente do BACEN Alexandre Tombini. Para o caso de reeleição da Presidente, esta pode ser uma saída, mas terá de dar autonomia para que medidas sejam tomadas... e serão medidas impopulares, tais como reajuste de energia e combustíveis, elevação da taxa de juros e forte aperto fiscal. Esta guinada o mercado financeiro ainda não “precificou” muito bem para o cenário de continuidade do atual governo, mas não há dúvida que tal situação virá a acontecer em caso de vitória de um dos dois principais concorrentes.

Nos EUA o FED (Banco Central Americano) anunciou que reduzirá suas compras mensais de Bônus em USD 10 Bi, para USD 45 Bi (conforme esperávamos), mesmo com os recentes números de crescimento da economia americana (praticamente estagnada – 0,1% anualizado) após a forte desaceleração provocada pelo rigoroso inverno no 1º TRI. Isso porque espera-se uma melhora na economia como um todo, com destaque para maior criação de empregos. Na China apesar de praticamente descartada a hipótese de “hard landing”, parece confirmar a lenta e gradual redução do ritmo da atividade – apesar dos incentivos do Governo para reversão deste quadro. O PMI oficial Chinês subiu marginalmente de 50,3 em Março para 50,4 em Abril. Na Zona do EURO, o PMI Industrial subiu de 53,3 para 53,4, e a taxa de desemprego ficou inalterada (11,8%). Resumo é que avalia-se uma razoável melhora nas economias avançadas e uma certa “acomodação” para China.

Com os quadros externo e interno desenhados, ficamos atentos às movimentações dos mercados e ao desenrolar dos cenários e à execução de nossas estratégias estruturadas, sem deixar de curtir todo o circo.

Treasuries dos EUA fecharam o mês em 2,65%. S&P variou 0,62%, NIKKEI fechou em 3,66%, DAX com 0,5% e FTSE em 0,42%. No Brasil, o Ibovespa terminou o mês com 2,4% e o IBrX em 2,71%. Máximas para DIF15 em 11,14% e DIF17 em 12,51%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,52%, e o dólar cotado a R\$ 2,219.

## Atividade Econômica

A credibilidade é, para maioria das pessoas e também para Governos, um dos maiores ativos que se pode ter. É tão importante que, na ausência de credibilidade, a eficácia da política econômica reduz-se drasticamente.

No último dia 29 o Ministro Mantega fez as seguintes declarações/avaliações:

- A inflação tem um “efeito deletério” sobre a atividade econômica e é mais sentida pelo consumidor, que perde poder aquisitivo;
- A inflação prejudica toda a atividade econômica. Então, o governo tem toda a dedicação para que o Brasil atinja a meta de inflação;

Ainda em recente entrevista, declarou:

- Temos a obrigação de ter o melhor desempenho possível da economia, manter a inflação sob controle, entregar o superávit que foi prometido, de 1,9%, e não prejudicar o crescimento.

O que os números de mercado mostram:

- Inflação projetada para 2014 acima da meta (6,51%). Nossa previsão ajustada em 6,7% para 2014;
- Superávit em torno de 1,5%;
- Expansão da atividade econômica para 2014 agora em 1,63% (nossa previsão original no início de 2014).

Segundo estudos do Banco Mundial, a economia brasileira representava em 2011 algo pouco maior que 3% da economia do planeta (6a ou 7a posição dependendo da metodologia utilizada). Também importante indicador é que em 2005 nossa economia representava 12,8% do PIB dos EUA e em 2011 passamos para 18,1%! Contudo, ainda mais importante, dentre nossos “pares” os emergentes, a Índia saiu de 18,9% para 37,1% no mesmo período. Os chineses também estão se aproximando dos norte-americanos, com a economia do gigante asiático equivalendo a 86,9% do PIB dos EUA em 2011, de 43,1% seis anos antes.

E onde entra a credibilidade em tudo isso? Bem, com credibilidade temos a confiança dos investidores... com investimentos estruturamos nossas indústrias e outras áreas com aumento de produtividade. Assim crescemos!!!

## Política Fiscal

Tudo sempre pode piorar, infelizmente. O risco agora é que a Política Fiscal, principal indicador e gatilho para eventual reavaliação das agências classificadoras de risco, seja tão mal conduzida que nos leve a perder o grau de investimento. Exagero? Nem tanto.

Apesar da promessa da equipe econômica de aumentar o esforço fiscal em 2014, as contas do Governo Central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central) no primeiro trimestre apresentaram um recuo de 34,6% em relação ao mesmo período do ano passado. O superávit primário fechou os primeiros três meses do ano em R\$ 13,048 bilhões, o equivalente a 1,08% do PIB. Foi o pior resultado para primeiro trimestre desde 2010, quando superávit do período foi de R\$ 8,134 bilhões. No primeiro trimestre de 2013, o superávit do Governo Central foi de R\$ 19,960 bilhões (1,79% do PIB). Enquanto as receitas do Governo Central cresceram 11,8% no período, as despesas avançaram num ritmo mais forte, de 15,1%. Segundo dados do Ministério da Fazenda, as contas do Governo Central em Março apresentaram um superávit de R\$ 3,173 bilhões, mas que não foi suficiente para recuperar o resultado ruim de Fevereiro, quando foi registrado um déficit de R\$ 3,079 bilhões. Em Março do ano passado, o superávit foi de apenas R\$ 291,4 milhões.

O Tesouro contribuiu em Março com um superávit de R\$ 7,737 bilhões e a Previdência com um déficit de R\$ 4,529 bilhões. O Banco Central registrou um déficit de R\$ 34,1 milhões no mês passado.

Mas isso não é tudo! As promessas da Presidente (sem entrar no mérito de cada uma) de aumento nos benefícios de Programas (Bolsa Família), reajuste na tabela de IR e a valorização do Salário Mínimo resultarão em pressão sobre as contas públicas. Pouco mais de metade (51%) do superávit primário do Governo Central no primeiro trimestre foi obtida com dividendos extraordinários e com receitas de concessões. Os dividendos contabilizados (R\$ 5,89 Bi) foram 667,5% maiores que os registrados entre Janeiro e Março de 2013 (R\$ 767,4 MM). A manobra para tornar menos feio o resultado fiscal é evidente.

O superávit primário acumulado em três meses correspondeu a 44% da meta fixada para o quadrimestre encerrado em Abril. Em outras palavras, a meta só será alcançada se o resultado de Abril for maior que 50% do valor total programado para quatro meses.

Apesar disso, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, insiste em reafirmar a promessa de um superávit primário, neste ano, equivalente a 1,9% do PIB - número programado para todo o setor público. De novo, credibilidade?

## Conjuntura Internacional

Antes um gatilho para deflagrar a continuidade ou não do programa de estímulos dos EUA (hoje com importância minorada), a taxa de desemprego norte-americana despencou em Abril para atingir seu nível mais baixo desde Setembro 2008. A taxa de desemprego nos EUA, que é calculada com base em uma pesquisa separada daquela que avalia o número de vagas criadas pela economia, caiu a 6,3% em Abril, de 6,7% em Março. Embora o resultado tenha sido melhor do que a estimativa dos economistas, o dado foi ofuscado por uma forte alta no número de pessoas saindo da base da força de trabalho (806 mil). Fundamentam as avaliações acima o Relatório de Emprego (payroll) que ao tempo que demonstra que a economia “ganha força”, revela também algumas fraquezas (salários estagnados, que pode implicar em menor consumo, e pessoas abandonando o mercado de trabalho, portanto não mais consideradas desempregadas). Contudo, os dados acima do esperado de criação de vagas e da queda da taxa de desemprego vão aumentar a discussão em Wall Street sobre quando os juros do país vão voltar a subir... Para nós os dados são fortes e vão manter o FED (BACEN Americano) reduzindo as compras mensais de ativos e uma alta de juros poderá vir ainda até o final de 2014. Este cenário terá forte repercussão em nossa economia.

Na Europa, dados mostram situação melhor que o esperado na indústria e no emprego na Zona do Euro. Calculada para medir o movimento de pedidos e encomendas entre empresas, o PMI (pesquisa gerente de compras) da Zona do Euro registrou em Abril leitura de 53,4, acima dos 53,0 de Março, ou seja, expansão da atividade manufatureira, já que leituras acima de 50 mostram crescimento do faturamento. A recuperação é visível em vários países: PMI industrial da Irlanda está no patamar mais elevado em 38 meses, e na Itália foi registrada a leitura mais elevada em 36 meses. De fato, de acordo com a pesquisa, todos os países analisados pelo estudo registraram crescimento da produção e novos pedidos em Abril. Esta situação pode fazer com que o Banco Central Europeu adie eventuais medidas para tentar afastar o risco de deflação na região. Veremos.

Na China o PMI Industrial (Oficial) veio ligeiramente acima do verificado em Março (50,3), registrando em Abril 50,4. Fato curioso: desde que assumiu o Governo em 2013 o Primeiro-Ministro Li Keqiang tem tentado mudar a mentalidade e não utilizar medidas de estímulos de curto prazo para impulsionar a economia... ele reitera que as reformas são a opção mais promissora para a economia chinesa! Ching-ling uma ova! Parabéns!!!

Por fim, verificamos ainda que a situação na Ucrânia persiste... sem maiores impactos globais, porém é inegável que a geopolítica tem desempenhado um papel cada vez mais importante nos mercados financeiros... em suma, o que hoje parece algo circunscrito precisa ficar assim. Investidor é um “bicho” arisco.

## Juros

O BACEN, ciente de sua “não-autonomia” e obediente às “forças gerais”, parece flertar com as projeções do mercado para inflação futura e sucumbir a tecnicidade ao momento político...isso, na melhor das hipóteses.

Apesar dos números dos indicadores de inflação continuarem altos (tanto para 2014 quanto para 2015) a curva de juro futura (a ETTJ – Estrutura a Termo de Taxas de Juros) reduziu o prêmio em todos os vértices no fechamento do mês. Paradoxal? Não. O mercado permanece dividido quanto ao próximo movimento do Banco Central, alguns acreditam que ainda haverá mais uma alta de 0,25% na reunião de Maio, outros, inclusive nós, acreditamos que o movimento de alta foi encerrado – não pelo que ele deveria fazer, mas pela conjuntura política e pragmaticamente o que ele vai fazer. No comunicado da última reunião o COPOM (Comitê de Política Monetária) informou que irá monitorar a evolução do cenário macroeconômico até a próxima reunião, deixando em aberto o próximo movimento. Na curva de juros de curto prazo, além das especulações quanto ao nível da SELIC pesou a dúvida quanto aos feriados na Copa do Mundo, entretanto ainda não houve decisão do BACEN se será feriado para o mercado financeiro. A desvalorização da moeda americana e o recuo dos juros dos Treasuries refletiram na devolução dos prêmios da parte longa da ETTJ. Diferente da curva de juro, a curva de cupom de inflação teve elevação do juro real nos vértices curtos (até 2015), indicando a redução da inflação implícita. Para o longo prazo, embora em intensidade menor, também observou-se semelhante movimentação para a inflação implícita. Eis aí, mais uma possível distorção de curto prazo.

## Câmbio

Mais um mês de fluxo positivo no mercado cambial, resultando na desvalorização do dólar em 1,90%. Esse movimento foi determinante para o BACEN resgatar parcialmente o swap cambial, rolando apenas 75% dos vencimentos, o que significa a retirada de aproximadamente US\$ 2,23 bilhões do sistema. Se por um lado temos inércia na condução da política monetária, por outro temos a inércia do movimento de entrada de dólares iniciado recentemente que auxilia no controle de preços, aliviando assim a pressão inflacionária em alguns segmentos. Para economias “razoavelmente” abertas, o câmbio pode ser considerado o nível geral de preços... esperemos que continue assim. Mantemos nossa projeção de cotação do dólar em R\$ 2,30 a R\$ 2,40 para o fim de 2014.

## Bolsa

É a “gangorra da certeza”: Índice Bovespa para cima, intenções de voto para o governo Dilma para baixo...

O mercado financeiro não esconde a sua preferência para a próxima eleição presidencial. O mercado acionário acumulou alta a cada divulgação de pesquisa com indicação de piora na avaliação positiva do governo Dilma e redução das intenções de voto para a candidata do governo. O movimento foi mais intenso nas ações das empresas que sofrem interferência do governo, por exemplo, Petrobrás, que mesmo com as denúncias em relação a compra da refinaria de Pasadena e outras aquisições não tão bem explicadas, teve valorização de 11,73% no mês. E o movimento vai continuar... sábio mercado financeiro, pois antevê mudanças na condução da empresa (e todas as demais assim afetadas terão comportamento similar) e a reprecifica desde já... Simples, não? Alto lá! Prudência, caldo-de-galinha e análise de risco (sobretudo com probabilidades condicionadas) nunca são demais.

Além das Estatais, outro setor que se destacou no mês foi o bancário, cuja participação na nova carteira teórica do Ibovespa aumentou com as ações de Itaú e Bradesco passando a liderança em participação. O aumento da participação deste setor deve-se a mudança de metodologia do cálculo do índice que passa a dar maior importância ao valor de mercado das empresas do que a liquidez – uma mudança significativa e importante. Já o setor elétrico foi impulsionado pelo anúncio de que a CEEE fará uma captação maior de recursos no mercado para reduzir os rombos vistos no setor.

O Ibovespa sustentou mais um mês de alta, fechando com valorização de 2,40% enquanto o IBrX subiu 2,71%. Além das pesquisas de intenção de voto, os outros fatores que contribuíram para que o índice trabalhasse praticamente todo o mês acima dos 51.000 pontos foram: (i) fluxo positivo de estrangeiros (\*) e (ii) os resultados positivos do primeiro trimestre de ações com importante participação no índice.

(\*) O fluxo positivo de estrangeiros pode ser explicado pela queda do rendimento dos Treasuries de 10 anos e o seu diferencial para o de 2 anos – em patamar muito baixo. Este “fenômeno” chamado de flattening (achatamento) da curva de rendimento americana explica o aumento da liquidez para o mercado brasileiro e para outros emergentes... infelizmente não é mérito exclusivo nosso nem se pode afirmar que se trata de investimentos de longo prazo...é a “certeza da gangorra”.





# Comentário Mensal da Gestão

ABRIL 2014

Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3900 – 10º andar

CEP 04538-132 São Paulo – SP

Tel. +55-11-2172.2600

Fax. +55-11- 3078.7264

[redwood@planner.com.br](mailto:redwood@planner.com.br)

[www.planner.com.br](http://www.planner.com.br)