

The logo for 'planner' is displayed in a white, lowercase, sans-serif font. To the right of the text is a stylized icon consisting of two vertical bars of varying heights, connected at the top by a curved line, resembling a double 'N' or a modern architectural element. The background of the entire page is a blue-tinted photograph of a modern glass skyscraper with a curved facade. In the foreground, a glass-enclosed walkway or balcony is visible, with several people walking across it. The overall aesthetic is clean, professional, and modern.

planner 

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

FEVEREIRO 2014

# Planner Redwood Asset Management

## Comentário Mensal da Gestão / FEVEREIRO 2014

### Agenda

- Introdução
- Atividade Econômica I
- Atividade Econômica II
- 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

O que a musica do Carnaval Lepo-Lepo, a crise política na Ucrânia e o Produto Interno Bruto – PIB Brasileiro de 2013 têm em comum? Possivelmente não muito, mas todos eles agitaram bastante os últimos dias.

O PIB de 2013 anunciado, embora muito longe do prometido, quando comparado com as expectativas de mercado (e as nossas!) foi bem melhor que o esperado. O crescimento de 2,3% não se trata de um número para se soltar foguetes, mas o suficiente para se esboçar um “sorriso Monalisa”... no anedotismo popular, “tiram os bode da sala”... será?

No campo internacional, tomou a cena a crise política na Ucrânia – que parece já mostrar sinais de contornos, uma vez que a situação se configura como uma das piores e potenciais crises da Europa nos últimos anos. Não por menos a resposta de vários países foi imediata, e as ameaças de sanções econômicas (por meios diplomáticos) surtiram algum efeito. Outros destaques internacionais também impactaram o mundo dos negócios como as declarações da nova Presidente do FED (Banco Central Americano) Janet Yellen frente aos “controversos números” da economia americana, a volta a tona do assunto/contestações (imaginava-se já sepultado) do EURO, o crescimento da China, etc.

Do lado doméstico o mês não foi menos emocionante. Tivemos apagões e com eles as dúvidas quanto o eventual racionamento de energia – grupos de grandes consumidores de energia junto com o Governo estão mapeando os reais riscos de racionamento. Também foi divulgada a meta fiscal para 2014 (1,9% do PIB), mas os números do início do ano não parecem alinhar-se com o pretendido. Se os fracos números do Fiscal decepcionam, pior são suas potenciais consequências para manutenção do rating do Brasil – componente essencial de análise das Agencias de Rating.

E o Lepo-Lepo? Bom, o Lepo-Lepo teve papel fundamental no aumento da alegria e felicidade de boa parte dos Brasileiros, e isso é muito importante!

Com toda essa folia, os Treasuries dos EUA fecharam o mês em 2,66%, e o S&P variou 4,31%. O NIKKEI fechou em -0,49%, DAX com 4,14% e FTSE em 5,27%. No Brasil, o Ibovespa terminou o mês com -1,14% e o IBrX em -0,32%. Máximas para DIF15 em 11,74% e DIF17 em 13,09%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,67%, e o dólar encerrou o mês com a cotação a R\$ 2,3334.

## Atividade Econômica I

O economista Britânico Sir John Richard Nicholas Stone ganhou o Prêmio Nobel de Economia em 1984 pelos seus vários estudos envolvendo Contas Nacionais e um novo formato/modelo de contabilização da atividade econômica – o PIB. Com inúmeras críticas e ajustes diversos ao longo dos anos, a metodologia é amplamente aceita em quase todos os países. Contudo, será mesmo o PIB o melhor indicador de riqueza nacional? Parece que não, e por conta disso outros indicadores tem sido desenvolvidos e também aceitos como alternativas (ou complementares) ao PIB, como por exemplo o IDH (Índice de Desenvolvimento Humano), o Indicador de Saúde Social (idéia de bem-estar) e o Balanço Social (qualidade de serviços e produção de empresas do ponto de vista ambiental e social). De toda sorte, a supremacia do PIB é inconteste, mesmo que nele estejam “...contidos a poluição do ar, comerciais e publicidade de cigarro...ele mede tudo, em suma, exceto aquilo que faz a vida valer a pena...” (discurso Robert Kennedy, Kansas, 1968).

Não é nada trivial, mas parece que o verdadeiro objetivo do desenvolvimento (e não somente crescimento) é a busca do bem-estar do ser humano...em outras palavras a “felicidade”. Para tanto, felicidade e economia precisam andar juntos. Neste sentido, um “novo conceito” tem sido apresentado: o de Felicidade Nacional Bruta – FNB, defendido por não menos que o economista Jeffrey Sachs, especialista em desenvolvimento e conselheiro da ONU. PIB e FNB diferem-se na ênfase dada ao crescimento e ao desenvolvimento econômico, respectivamente – neste último incluídos não somente o desenvolvimento econômico, mas também o social, ambiental, humano, tecnológico, etc. Adotar FNB embute radicais transformações na sociedade e na forma de organização de Governos. Pura utopia...mas assim se inicia.

Como o “bom é inimigo do ótimo”, vamos nos ajustando com o que temos graças ao Sir Richard Stone que, de fato, não precisaríamos abandonar a sua metodologia. Em verdade, no limite, não parece de todo espúria a relação de PIB (em especial PIB per capita) e bem-estar, basta analisarmos esta relação nos países mais ricos.

Assim, 2,3% de crescimento do PIB está muito longe do que podemos e precisamos para termos um FNB decente. A mudança da matriz econômica, uma nova política tributária e melhorias nas políticas públicas são mandatórias. Enquanto isso, o Lepo-Lepo vai nos ajudando a sermos mais felizes.

## Atividade Econômica II - O PIB em detalhes (até a próxima revisão)

Na avaliação dos setores que mais cresceram, destacam-se agropecuária (7,0%) e serviços de informação (5,3%) – um setor classificado como moderno, mas relativamente pequeno e sem relevantes encadeamentos produtivos. Aqueles considerados como mais dinâmicos da economia não apresentaram um crescimento tão satisfatório (indústria de transformação 1,9%, extrativa mineral -2,8%). O comércio, por sua vez, cresceu 2,5%, demonstrando que o fôlego da estratégia baseada na expansão do consumo vem realmente arrefecendo. A alta da produção na construção (1,9%) também foi tímida e inferior à de anos anteriores. Não houve alteração na participação da indústria de transformação no valor adicionado global, permanecendo muito baixa (14,6%), e nem dos serviços (69,8%).

A notícia “mais ou menos” está na taxa de investimentos, que se elevou de 19,7% do PIB em 2012 para 20,5% no ano passado. Apesar de baixa, é a segunda mais elevada desde 1996 (é inferior apenas à de 2011, que atingiu 20,7%) e está seguindo uma trajetória lenta, mas de crescimento, na série acumulada em 12 meses. Como a participação do consumo das famílias e do governo no PIB permaneceu constante, ainda que em patamar elevado, nota-se que houve uma alteração no componente da demanda (as despesas com capital fixo) que pode ter estimulado o crescimento. A desvalorização do real, e os gastos públicos também podem ter auxiliado neste processo; a produção nos setores de eletricidade, gás e infraestrutura urbana cresceu 2,9% em 2013.

A má notícia é que, dentre os componentes da demanda, o que mais se elevou foram as importações, em trajetória de alta. Enquanto os investimentos aumentaram 6,3% no ano, as importações variaram 8,4%. Parte das importações responde por essa ampliação do parque produtivo, mas uma parcela crescente de nossa demanda, por bens de capital e de consumo, vem sendo atendida por produtos importados. Não seria um problema se nossas exportações crescessem razoavelmente (aumentaram apenas 2,5%). Ponto importante, portanto, para uma retomada consistente dos investimentos: o vazamento da demanda interna para o exterior, haja vista que a poupança externa, traduzido no saldo em transações correntes, aumentou de 2,9% para 4,1% do PIB entre 2012 e 2013, enquanto a poupança interna se reduziu. Difícil assim ouvir Ministro falar em crescimento “de qualidade”, quando os números confirmam o fracasso econômico da política baseada no estímulo ao consumo e nas desonerações fiscais concedidas a setores especificamente selecionados..

## Política Fiscal

Finalmente veio a divulgação da meta fiscal de 1,9% do PIB para este ano e do bloqueio de R\$ 44 Bi nas despesas do Orçamento da União. Por enquanto a medida foi bem recebida, uma vez que a meta não é um número mirabolante, de alguma forma pode manter a relação Dívida/PIB e dado o início do ano, um voto de confiança foi dado para este compromisso do Governo – sobretudo frente ao longo período de perda de credibilidade da Política Fiscal. Mas o voto dura pouco tempo, precisa mostrar que é para valer, pois contra fatos não existem argumentos. Sim, o resultado de Janeiro já foi divulgado e, apesar de ainda prematuro, os números não se alinham com o discurso e a meta estabelecida.

O superávit de Janeiro apresentou queda de 50,7% em relação ao obtido no mesmo mês do ano passado e retração de 10,4% em comparação a Dezembro de 2013. Isso mesmo, enquanto as despesas do Governo Central cresceram 19,5%, as receitas subiram 6,6% em relação ao mesmo período do ano passado. Outra forma de se analisar é pelo acumulado de 12 meses, onde se registra o primário das contas do Governo Central equivalente a 1,3% do PIB – abaixo da meta de 1,55% do PIB prevista no decreto de programação orçamentária e financeira.

O superávit primário do setor público consolidado – que inclui a administração federal, governos estaduais e municipais e empresas estatais – ficou em R\$ 19,921 Bi em janeiro, sendo R\$ 12,549 Bi do Governo Central – Tesouro Nacional, Banco Central e INSS. Os Estados e Municípios obtiveram uma economia de R\$ 7,241 Bi (fruto dos programas de transferências de verbas, que não devem se repetir). As Estatais obtiveram um superávit primário de R\$ 131 milhões em janeiro.

Neste momento, para este Governo com esta composição e “modus operandi” o voto de confiança representa um remendo no vaso da credibilidade. E os resultados acima apontados, em especial o crescimento atípico das despesas, nos passa tanta segurança quanto um macaco em uma loja de cristais – ou seja, esse padrão de elevação de despesas parece confirmar a percepção de que gastos que deveriam ter sido pagos em DEZ/13 foram postergados para este ano de forma a se ter um superávit primário melhor em 2013. Mais contabilidade criativa? Tomara que não! De toda sorte, confia-se desconfiando-se... assim funciona o mercado: um olho no gato e outro no peixe.

Atenção Governo!

## Conjuntura Internacional

Definitivamente a crise política na Ucrânia foi um dos destaques do mês, dado seu potencial de desorganização na Europa, com reflexos em todo o mundo. Não por menos todos os representantes dos países mais ricos articularam-se rapidamente para afastar risco maior de descontrole. Momentaneamente parece que deu certo, as tensões estão menores. Entretanto, por razões distintas, a Europa como um todo não está legal. Em vários segmentos, o social, o econômico e o político parecem, na melhor das hipóteses, para diversos países, em um equilíbrio instável. Outro exemplo de potencial crise é a volta da contestação do EURO como moeda comum. Quando o pior da crise parecia ter acabado (pelo menos para os líderes da Alemanha e França), muitos empresários, economistas e políticos advertem que a divisa pode não resistir à próxima turbulência, uma vez que poucas reformas foram realizadas. A possibilidade de fragmentação da zona do euro é evocada por economistas que não acreditam mais na capacidade de Alemanha e França encontrarem um consenso para reformar as instituições da União Europeia e ampliar a integração a ponto de reduzir os pontos de fragilidade da moeda, como a ausência de um orçamento continental ou de união bancária. De fato, primeiro a organização econômica, depois o resto. Neste sentido, segue algum alívio para Zona do EURO onde ao menos a taxa de desemprego ficou inalterada em 12% e a taxa anual de inflação também permaneceu estável, diminuindo a pressão para que o Banco Central Europeu tome novas medidas para sustentar o sistema financeiro. O PMI composto do bloco, que inclui os setores industrial e de serviços, subiu para 53,3 em fevereiro, de 52,9 em janeiro, atingindo o maior nível em 32 meses. Boa notícia.

Na China temos mais do mesmo, sendo divulgadas as metas para o PIB em 7,5%, inflação em 3,5% e aumento da Base Monetária (M2) em 13% - todas iguais as do ano passado. O PMI Chinês do setor de serviços avançou para 55,0 em fevereiro, ante 53,4 de janeiro, e o do setor de serviços subiu para 51,0 em fevereiro, frente a 50,7 em janeiro. Mesmo assim, o PMI Composto da China, medido pelo HSBC, recuou para 49,8 em fevereiro, de 50,8 em janeiro. Números sempre complicados de se aceitar e difíceis de usar.

Quanto à locomotiva do mundo, os EUA, dados fracos reportados no chamado Livro Bege, a economia americana expandiu-se em ritmo “modesto a moderado”, tudo por conta de um inverno mais rigoroso que impediu um crescimento mais intenso. De toda sorte, continuamos apostando em forte crescimento (aproximadamente 3%) e que a redução dos estímulos continuará – quiçá aumento de juros em 2014.

## Juros

Como o BACEN não é somente o guardião da moeda, algumas variáveis insistem em perturbar e tirar o sono de como deveria estar a Política Monetária.

Simulam-se os conflitos de consciência: ...a atividade econômica um pouco melhor, emprego e renda razoavelmente em linha ...estamos na taxa de equilíbrio! Já chega, SELIC em nível bom... mas a inflação está perigosamente alta e a Política Fiscal parece que não vai ajudar muito! Caramba! Melhor subirmos mais um pouquinho (talvez mais 0,25%)...mas o ano é de eleição! Right, não temos tanta autonomia assim...a taxa está adequada. Mas nossos modelos super bem desenvolvidos e testados, o mercado e os experts dizem que a taxa deveria ser mais alta! Paciência, ajustaremos se necessário em 2015!

Resumo da opera: analisamos o que o COPOM fará e não o que deveria fazer (repetimos isso como um mantra em nossas reuniões de Cenários) e estruturamos nossas diretrizes. As próximas reuniões do COPOM mostrarão se o que ele deveria fazer será igual ao que ele fará. Ajustamos dinamicamente os investimentos.

## Câmbio

Embora a volatilidade dos mercados emergentes tenda a aumentar, é improvável que a situação evolua para uma crise sistêmica. Muito antes disso, existem oportunidades recentes "tanto nas frentes de dívida quanto de moeda" no Brasil, na Índia e em outros países. O BACEN tem atuado, na medida de suas possibilidades e calibragens do que lhe parece ser uma cotação adequada, com suas intervenções no mercado e sinaliza, sempre que necessário para leilões extraordinários. A ideia é controlar, minimamente, a banda e a volatilidade da moeda frente ao Dólar. O aumento do Dólar tem impacto quase que imediato nos níveis de inflação, que por sua vez "desarranja" a Política Monetária.

Apesar de nossas vulnerabilidades, especialmente aquelas advinhas do exterior, continuamos com projeção (visão de longo prazo) para o ano de 2014 com a cotação do Dólar entre R\$ 2,30 a R\$ 2,40. Eventuais momentos de estresse, mas dentro de horizonte e demais variáveis macro inalteradas, cotação em R\$ 2,60.

A moeda norte-americana fechou o mês de Fevereiro com baixa de -3,83% e cotação máxima de R\$ 2,4238.

## Bolsa

O resultado do Ibovespa foi mais uma vez negativo. Em Fevereiro caiu 1,14%, fazendo um acumulado no ano de 8,57%, mais da metade de toda a variação de 2013 (de -15.5%). Pois bem, não tem graça alguma dizer que estamos acertando o cenário porque não existe prazer na desgraça alheia – que de resto também é nossa na medida em que o Hedge (proteção dos investimentos do FIA) não é 100% da carteira e as correlações dos ativos não são perfeitas para com o Índice Futuro do Ibovespa. O triste, contudo, é que pode cair ainda mais. Em termos de fundamentos, nada mudou essencialmente e todas nossas inadequações, desajustes e vulnerabilidades expostas...angustiante. Albert Einstein costumava dizer o quão impressionado ficava ao ver seus semelhantes agir sempre da mesma forma e esperar um resultado diferente. No nosso caso parece ainda pior, pois ainda tem a turma do incentivo (notadamente alguns economistas mais “desenvolvimentistas”) as atuais práticas e ferozmente contrária às percepções de mercado – como se este fosse um bicho-papão e algoz dos menos afortunados. Estamos como o cidadão à beira do precipício e alguém o incentiva a dar o primeiro passo de uma jornada...ou talvez já estejamos caindo (mas por enquanto tudo bem) a espera de uma rede de salvação. Precisamos reconhecer, enquanto há tempo, que o caminho está errado...que nossos deveres de casa estão pendentes e que, no limite, se assim estão, é porque o responsável por eles não sabe resolver ou não admite a existência deles. O capitão do time precisa se impor, a maioria esmagadora da torcida quer ganhar o jogo.

Se não existe dúvida que o início da virada está em nossas mãos, também não podemos esquecer que as externalidades vão nos machucar bastante – como de fato já começaram a exemplo da retirada dos estímulos da economia americana e da desaceleração do crescimento chinês.

De toda sorte, se por um lado nossos ajustes nas questões domésticas poderiam nos impulsionar para forte crescimento sustentável, talvez alguns setores já possam estar chegando a um limite/piso que os tornem interessantes para longo prazo...é nessa hora que entramos – o oportunismo traduzidos no acompanhamento, avaliação e investimentos fundamentados.

Oxalá toda esta queda do Ibovespa seja uma correção técnica, e que estejamos próximos ao limite de preços mínimos – e que estes não se perduem, mas, em contrário, ostentem uma retomada mais consistente. Seria nossa rede de salvação.



# Comentário Mensal da Gestão

## FEVEREIRO 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)