

The logo for 'planner' is displayed in a white, lowercase, sans-serif font. To the right of the text is a stylized white icon consisting of two vertical bars of varying heights, connected at the top by a curved line, resembling a double 'N' or a stylized 'P'.

planner 

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

JUNHO 2014

Planner Redwood Asset Management

Comentário Mensal da Gestão / JUNHO 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

Chegamos na metade do ano de 2014 e com isso uma pequena parada para avaliarmos o que fizemos até agora e as perspectivas para o segundo semestre de 2014 em termos econômico-financeiros. Avaliamos também (para o longo prazo), os 20 anos que completa o Plano Real e seu legado. Indiscutivelmente sua principal conquista foi acabar com a hiperinflação...para os mais jovens (digamos, hoje com menos de 30 anos de idade), difícil entender o que é ter uma inflação mensal na casa dos 50% como foi no mês do lançamento do Plano Real Julho/94. A desordem na economia era total e irradiava para todos os segmentos da sociedade. O Plano Real não foi apoiado por todos os partidos políticos, mas a determinação e competência daqueles à época responsáveis pela condução econômica fizeram com que o Plano Real fosse adiante. A estabilização trouxe previsibilidade para realização de negócios, possibilidade de planejamentos, realinhamento e equilíbrio nos preços relativos e com isso permitiu vários avanços em diversos segmentos da sociedade: o mercado de trabalho se formalizou e a desigualdade social diminuiu. O Plano Real colocou o Brasil em novo patamar de desenvolvimento, mas este foi o primeiro passo...já é tempo de dar o segundo, pois o País precisa de reformas estruturais como as trabalhista, fiscal e política. Mas espere: antes de darmos o segundo passo precisamos garantir que o primeiro está firme e forte! Os últimos anos temos abusado dessa conquista, e os primeiros seis meses de 2014 ratificam isso. Reajustemo-nos para não retrocedermos!

Se a inflação aqui nos preocupa, em outros lugares do mundo como os EUA e (mais objetivamente) na Europa o fantasma da deflação é a grande dor de cabeça. Mais especificamente na Zona do EURO, para os 18 países que compartilham o Euro a taxa de inflação anual permaneceu em 0,5% pelo segundo mês consecutivo. Foi o nono mês seguido em que a inflação permaneceu dentro do que o presidente do BCE, Mario Draghi, chamou de “zona de perigo”, abaixo de 1%. Surreal, não? Pois é, economia assim mesmo...cada qual com seus problemas. Nem tanto, em um mundo globalizado como vivemos os problemas “deles” podem ser nossos problemas (mas não necessariamente vice-versa).

No mais, estamos no meio da Copa do Mundo que, se de fato não resolve os problemas ao menos alivia as tensões e traz diversão e alegria para vários povos...sim, até mesmo os EUA que sempre torceram o nariz para o esporte mais popular do planeta parece ter sucumbido a esta paixão e estão realizando belos jogos. Um mundo mais leve, ao menos momentaneamente.

A confirmação de um PIB americano muito mais fraco por conta do frio extremo e reflexos para este ano (nós continuamos otimistas) refletiram nos Treasuries dos EUA que fecharam o mês em 2,52%. S&P variou 1,91%, NIKKEI fechou em 3,62%, DAX com -1,11% e FTSE em -1,60%. No Brasil, o Ibovespa terminou o mês em 3,76% e o IBrX em 3,62%. Máximas para DIF15 em 10,85% e DIF17 em 11,77%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,16%, e o dólar a R\$ 2,2025.

Atividade Econômica

Passados os seis primeiros meses do ano, existe uma unanimidade em relação à atividade econômica dentre os vários entes que acompanham e sinalizam suas perspectivas: todos reajustaram suas previsões para baixo. O Governo com sua meta oficial de mais de 3% para algo ainda acima de 2% o BACEN com redução para em torno de 1,6%, mercado financeiro com 1,1% e nós, Redwood, saímos de nossa projeção no final de 2013 para 2014 de 1,64% para aproximadamente 1% (0,97%) na revisão do primeiro quadrimestre 2014. Se o exercício dessas previsões nunca é uma tarefa fácil, a constatação das evidências agora suaviza o entendimento e aceitação dos fatos. Alta de estoques em montadoras, aumento da capacidade ociosa, desconfiança e postergação de decisão de investimentos dos empresários, etc., parecem indicar que estamos ampliando o hiato do produto.

A ingenuidade não é característica deste Governo, e todos agentes envolvidos já enxergam a situação com absoluta clareza (assim acreditamos). Então, se a realidade é tão clara, por que não se muda de atitude? Sempre recordo a inquietação de Albert Einstein em saber porque o ser humano faz sempre as mesmas coisas e esperam resultados diferentes (se até ele não entendia?!)... Talvez por uma combinação de fatores: ideologia (a matriz macroeconômica vai um dia funcionar), a “inoperância” dos mercados vai ao fim se ajustar, a economia é feita de ciclos que inevitavelmente temos de passar, o Estado precisava ser ainda mais presente para auxiliar a economia, e/ou alguns “remédios mais contundentes” para a economia poderia prejudicar o momento político. Seja qual for a razão, o que parece prevalecer é a máxima de “empurrar com a barriga” até as eleições de Outubro...ou seja, deixar como está para ver como fica, pois assume-se que nenhuma atitude neste momento mudaria o curso da história para este ano (curto prazo). E assim vamos, com remendos aqui e acolá, rezando para que nenhum evento extraordinário ocorra e contando com baixo impactos das economias internacionais.

Nos bastidores fica um jogo de empurra entre Governo e BACEN (Política Fiscal e Monetária – quem “atrapalha” mais), parece uma disputa como no “Dilema do Prisioneiro” (dado que os dois não se “falam”), exemplo mais conhecido da Teoria dos Jogos proposta por Albert W. Tucker em 1950. A situação é a seguinte: dois ladrões são acusados do mesmo crime. Presos em separado, o delegado faz propostas a ambos entre confessar e negar o crime. Se nenhum confessar terão ambos penas de 1 ano cada. Se confessarem ambos, pena de 5 anos cada. Se um confessar e outro negar, o primeiro será libertado e o segundo pegará 10 anos. Neste caso, para quem de fato é inocente e vai sofrer (a sociedade brasileira), quantos anos pegará o Brasil? É a prisão da estagflação!

Política Fiscal

Apertem os cintos, o piloto sumiu!

Mensalmente enfatizamos neste espaço a importância fundamental da Política Fiscal para a economia, e quanto relegada e desprezada esta tem sido tratada. São inúmeros os contorcionismos e engendramentos feitos para se produzir um resultado em linha com o prometido, mas os números não tem dado frescor. Contudo, o resultado das contas públicas que tem se mostrado decepcionantes nos últimos meses, em Maio foi um desastre! O Tesouro divulgou números deprimentes de arrecadação, e o BACEN informou que de Janeiro a Maio de 2014 temos o maior rombo fiscal acumulado no período dos últimos 12 anos!

Fazendo uma longa história curta, o resumo dos números é o seguinte: o déficit primário de Maio atingiu R\$ 10,5 bi – o resultado engloba o desempenho das contas do Tesouro, INSS e Banco Central. No acumulado do ano até Maio, o superávit soma R\$ 19,16 bi, equivalente a 0,93% do PIB. A queda é de 42,4% em relação ao mesmo período no ano passado, quando tínhamos, a esta altura, superávit de R\$ 33,27bi. Este desempenho reflete o crescimento das despesas acima das receitas: despesas registram alta de 11,1% e as receitas apenas 8%.

Maio não é historicamente um mês de grandes resultados, mas nem mesmo o mercado com sua imensa amplitude de projeções e resultados (intervalo era de expectativas de déficit de R\$ 6,5 a superávit de R\$ 4 bi) esperava por isso.

Assim, está quase impossível cumprir a meta de 1,9% do PIB (já ajustada dos originais 2,1% PIB), uma vez que a arrecadação será menor dado um crescimento pífio do PIB e as atuais receitas substancialmente menores provenientes de dividendos pagos pelas empresas estatais, com a Receita Federal (Refis) e com menores bônus com concessões de serviços públicos. Ademais, não vislumbramos nenhuma atuação do Governo no sentido de reverter essa trajetória...pelo contrário, ao se continuar com as bondades (seletivas por setor) baseados em renúncias tributárias e aumentos de despesas, estas fomentam ainda mais a deterioração do resultado fiscal. Ok, e daí? Daí que nossa dívida bruta continuará aumentando, um dos principais indicadores utilizados pelas Agências Classificadoras de Risco e que podem (com isso) colocar em cheque nosso Grau de Investimento. Basta que uma nova avaliação aponte para perspectivas negativas e o estrago será enorme.

O piloto precisa voltar.

Conjuntura Internacional

A contração da economia americana foi ainda mais forte do que se imaginava: 2,9%. Este fato fomentou ainda mais a percepção da turma de discurso mais dovish. Nossa avaliação é de que este é um fato incontestado e importante, mas absolutamente pontual e não-recorrente no ano. Assim, exclusivamente por esta situação e característica atípica da atividade econômica americana no primeiro semestre é que se justifica a postura da Presidente do FED (BACEN americano) em emitir sinais de que a Instituição não fará nada mesmo quando acabar o tapering (redução no volume de compra de ativos)...é o DNA da turma de Harvard...sem surpresas. Agora, é também incontestado o fato que o FED quer ter uma postura de transparência e boa comunicação de suas ações – incluindo aí suas premissas, expectativas, limites e definições. Assim, com um segundo semestre sinalizando melhora no emprego, PMIs (índice dos gerentes de compras) mais robustos, inflação desejada, mercados mais animados e atividade em ascensão será difícil um FED inerte...a reunião de Setembro será um divisor de águas e um norte da política econômica americana e, com ela, seus impactos no mundo e por conseguinte reflexos em nossa economia e finanças.

Assim, além da melhora nos dados da atividade manufatureira dos EUA (PMI pela Markit avançou para 57,3 em Junho contra 56,4 de Maio – o maior nível desde Maio 2010), na China o PMI industrial oficial subiu para 51,0, indicando expansão da atividade desde Dezembro. Na Europa, em especial na Zona do EURO, alguns PMIs decepcionaram. O PMI industrial do bloco caiu para 51,8 em junho, de 52,2 em maio, ficando abaixo da leitura preliminar, de 51,9. Os índices equivalentes para Alemanha, França e Itália também foram fracos, mas o setor manufatureiro na Espanha e no Reino Unido mostrou mais vigor. Ainda na Zona do EURO, quando se avalia desemprego o atoleiro continua grande... apesar do número de desempregados no bloco ter caído 28 mil em maio deste ano na comparação com abril, e 636 mil na comparação com maio de 2013, 18,55 milhões continuam sem trabalho – 11,6% segundo dados da Eurostat. No período antes da crise de 2008, esse número era de 11,5 milhões.

No Japão, PMI do setor industrial retornou à expansão neste mês. Segundo números finais da provedora de dados Markit e Nomura/JMMA, o índice subiu para 51,5 em junho, de 49,4 em maio.

No campo político e social a conjuntura internacional não parece ter tido mudanças significativas ou situação nova importante para futuro próximo, ao menos não ao ponto de maiores impactos globais e com reflexos econômicos. Além. Os problemas atuais já são suficientemente “radioativos” político-econômico e social.

Juros

O semestre foi da renda fixa!

A aplicação em ativos de menor volatilidade trouxe ganhos reais superiores a aplicação passiva nos índices Bovespa. O CDI fechou o semestre com valorização nominal de 4,97%, enquanto os títulos atrelados à inflação consolidados no IMA-B acumularam retorno real de 5,63% no ano (descontada a inflação de 3,68% do período), apesar de que no mês de junho as NTN-B's com vencimento a partir de 2020 terem fechado no terreno negativo.

As taxas futuras de juros acompanharam o câmbio e as taxas dos Treasuries. O índices de inflação divulgados no mês mostraram desaceleração (sazonalidade típica), principalmente pelos produtos in natura, e os dados de atividade continuaram a indicar uma economia em ritmo lento. Com isso, a curva de juros futura indica que há uma minoria no mercado que aposta em corte de juros no último mês do ano, a despeito dos pífios resultados fiscais e a dificuldade de ser cumprida a meta de 1,90% do PIB. No decorrer do mês houve alteração na inclinação da curva com os juros curtos reduzindo prêmio e os longos aumentando. Os gráficos a seguir explicam por si só.

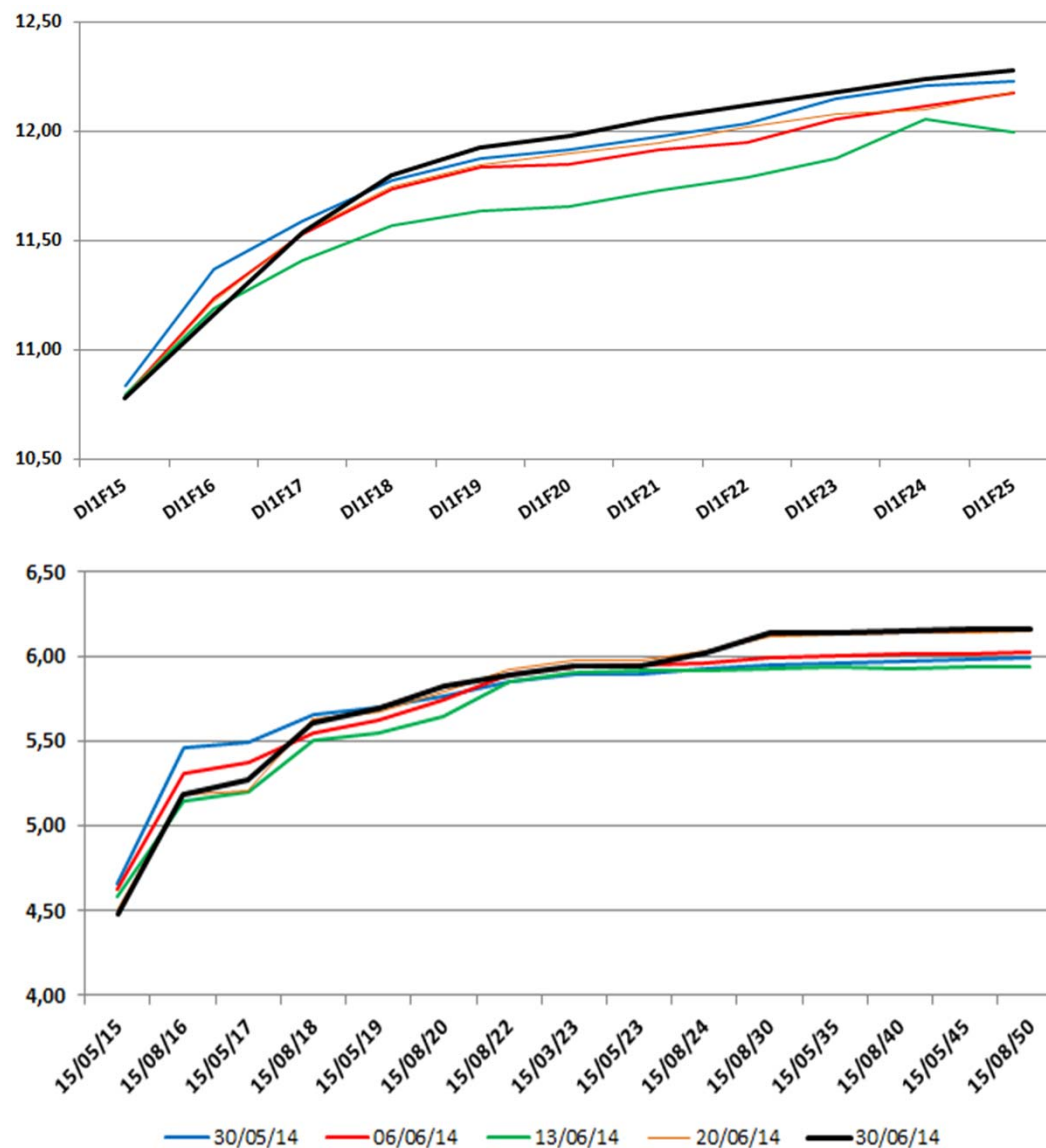
Ao nosso ver, a Política Monetária neste segundo semestre será de postura absolutamente neutra e a autoridade monetária irá apenas acompanhar o desenrolar dos fatos (exceto por um evento extraordinário), com supervisão e eventuais medidas regulatórias pontuais...nada de aumento de juros até as eleições – haja o que houver.

Corroborando a afirmação acima as declarações recentes do Presidente do BACEN Alexandre Tombini, que afirma que para combater pressões de preços as condições monetárias foram apertadas, mas os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, “em parte”, ainda estão por se materializar. Também aborda o tema de realinhamento de preços relativos, que já estaria em curso o realinhamento dos preços administrados e livres...como assim??? Também faz o Presidente do BACEN uma análise do cenário externo e seus impactos, e conclui que “o cenário internacional não apresenta grande mudança, apenas recuperação um pouco mais lenta do que se antecipava há pouco tempo”... chega a invocar a expressão keynesiana do “espírito animal”, que apesar dos estímulos monetários usados dos últimos anos, em especial nos Estados Unidos, permitiram evitar uma “nova Grande Depressão”, mas não foram capazes de melhorar de forma “permanente e significativa” a confiança de setores reais das economias avançadas. Afinal, na crise somos todos Keynesianos ou não?

Não esperemos nada diferente do descrito...nosso espírito não pode ficar muito, digamos, animal.

Juros

Gráficos ETTJ e Cupons (NTN-Bs)



Câmbio

A moeda americana iniciou o ano pressionada, mas terminou o semestre em R\$ 2,2025.

Projeções de dólar a R\$ 2,40 no final do ano já se concretizavam em Janeiro. Entretanto, intervenções do governo no mercado cambial via programa de leilões de swap (equivalentes à venda de moeda no mercado futuro), o aumento da taxa de juros brasileira, o movimento dos Treasuries e a volta do fluxo estrangeiro para o país fizeram com que a moeda americana fechasse o semestre em queda acumulada de 5,98% (PTAX BACEN).

Embora com intervenções no mercado desde Agosto de 2013, a incerteza no início do mês, quanto a rolagem dos contratos de swaps e a expectativa em relação ao programa de intervenções do BACEN estressaram o mercado de câmbio. O dólar chegou a ter a maior alta em quase seis meses em relação ao Real. A decisão do governo de reduzir de 360 dias para 180 dias o prazo médio mínimo das captações externas que terão incidência de alíquota zero de IOF não influenciou o mercado como esperado. Já a confirmação da continuidade do programa de swaps pelo BACEN e a decisão do FED de manter as taxas dos Fed Funds inalteradas e confirmar a redução dos estímulos em US\$ 10 bi contiveram o movimento de alta do câmbio.

Nosso cenário continua inalterado, mas acende-se uma luz quando se avalia os aumentos no déficit em conta corrente, o que indica que a taxa de câmbio real pode estar apreciada, e a forma mais comum pela qual essa eventual distorção é corrigida é via taxa de câmbio nominal. De toda sorte o BACEN parece “confortável” com a atual taxa de câmbio.

O “conforto” com a atual taxa de câmbio tem relação direta com a inflação, obviamente. Contudo, conter a inflação via âncora cambial pode não ser uma boa idéia...mina a competitividade e cria inúmeras distorções. Mas diante dos equívocos cometidos e a “impossibilidade” de outras ações, será que sobra algum outro mecanismo?

Bolsa

Demorou...desde 2009 o Ibovespa não fechava o primeiro semestre com retorno positivo. No ano o Ibovespa acumulou alta de 3,22%. Foi um semestre marcado por dois movimentos bem distintos, até o dia 14/03/2014 o Ibovespa apresentou uma desvalorização de 12,70%, a partir deste dia a trajetória de queda foi revertida e o índice acumulou ganhos de 18,24%. O movimento no mercado de renda variável inverteu com o início das divulgações das pesquisas eleitorais para a presidência de república, indicando que o eleitor não está satisfeito com o governo atual. Foi um semestre de volatilidade e como já citado nos relatórios anteriores o movimento ocorreu muito mais em função do fluxo de recursos e por uma possível mudança na condução do País (com reflexos positivos diretos na vida das empresas) de que por mudança de fundamentos. Cenário difícil para gestão de curto e médio prazos.

O mês de Junho começou com forte valorização do Ibovespa com as pesquisas eleitorais mostrando queda das intenções de voto para a presidente Dilma e redução da vantagem entre o governo e os candidatos da oposição nas simulações do 2º turno. O Ibovespa fechou o mês de Junho com alta de 3,77%.

Ao longo do mês vimos várias casas revisando o cenário de crescimento da economia brasileira e mundial após a divulgação do PIB do primeiro trimestre do Brasil e dos EUA. Os números decepcionaram, mas continuamos firmes em nossas projeções e revisões quadrimestrais! A indústria é a grande vilã do baixo crescimento brasileiro. Cenário mais fraco de atividade pesou sobre a bolsa fazendo com fosse devolvido parte do ganho acumulado no início do mês. A copa do mundo, que pode ter melhorado a demanda agregada durante sua realização, espera-se uma certa retração em relação ao esperado no comércio e em negociação em Bolsa em virtude dos vários feriados por causa dos jogos. Somam-se ainda a um menor volume de negociação na Bovespa as férias do hemisfério norte e, obviamente, as incertezas quanto ao cenário político.

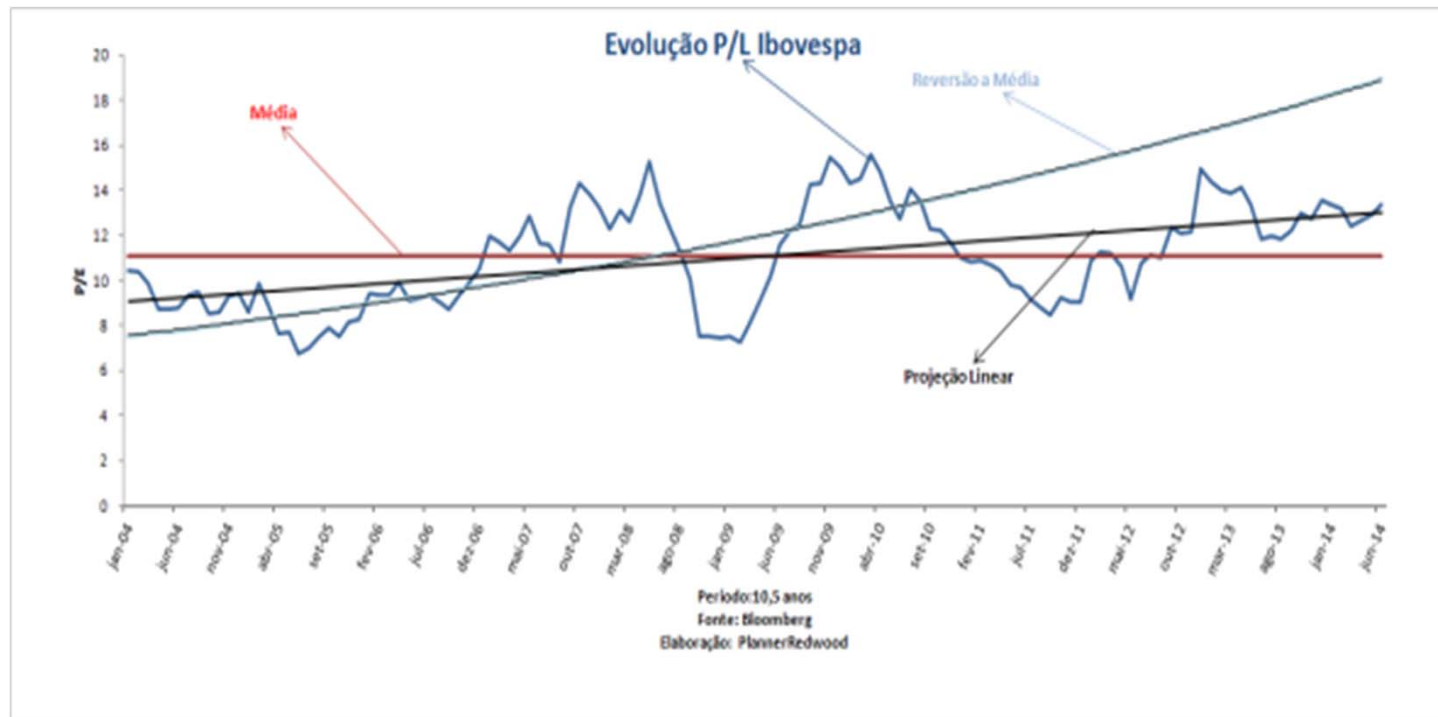
Medidas de estímulo a economia como prorrogação do PSI (Programa de Sustentação do Investimento) até o final de 2015, redução do pagamento inicial do Refis, prorrogação do IPI reduzido não tiveram impacto esperado no mercado financeiro.

Entre as ações destaque para as estatais, que similar ao mês passado, se valorizaram com a piora das intenções de voto para o governo. Fato relevante em relação a Petrobrás foi a escolha da estatal para explorar quatro campos de petróleo sem licitação com desembolso de R\$ 2 bilhões para pagar em bônus de assinatura. Notícia interpretada como negativa, dentre outros aspectos, pela dificuldade de caixa da empresa e possível reforço para as contas públicas (“fabricação” receitas extraordinárias). Ações dos bancos caíram com aumento da inadimplência.

O gráfico a seguir demonstra, pelo importante múltiplo de Preço/Lucro do Ibovespa, a situação atual.

Bolsa

Gráfico Evolução do P/L Ibovespa





Comentário Mensal da Gestão

JUNHO 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

www.planner.com.br