

São os incentivos...

"A primeira lição da economia é a escassez: nunca há o bastante de algum produto para satisfazer a todos que o desejam. A primeira lição da política é ignorar a primeira lição da economia."

"Ninguém vai realmente entender de política até que entenda que os políticos não estão tentando resolver nossos problemas. Eles estão tentando resolver seus próprios problemas – entre os quais ser reeleito é a prioridade um e dois. Qualquer que seja a número três, está muito longe."

"É difícil imaginar uma forma mais estúpida ou perigosa de tomar decisões do que delegá-las a pessoas que não pagam preço algum por estarem erradas."

Essas frases do economista, cientista político e escritor americano Thomas Sowell nos ajudam a entender as tensões que cercam a tramitação da reforma da previdência no Congresso Nacional. O foco dos políticos é extremamente limitado. Se for necessário tomar uma decisão que tenha consequências positivas para a sociedade no longo prazo, mas que ponham em risco sua reeleição daqui a um ou dois anos, o mandatário vai se esquivar ou cobrar muito caro pelo risco incorrido, provavelmente. Ele pode, contudo, tomar uma decisão desastrosa para as gerações futuras se isso aumentar suas chances de vitória no próximo pleito. Quando o desastre ficar evidente, ele já terá galgado outras posições em sua carreira ou talvez já esteja desfrutando sua aposentadoria especial.

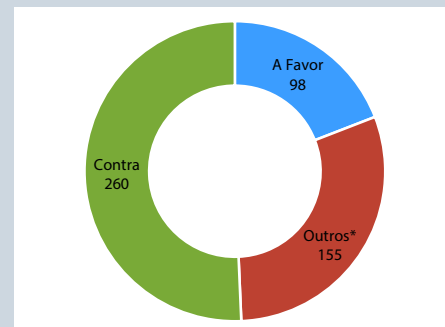
Em 1998, o principal ponto da reforma da previdência proposta pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso era a instituição de uma idade mínima para aposentadoria (60 anos para homens e 55 para mulheres). Eram necessários 308 votos, mas foram obtidos apenas 307. Uma das abstenções foi do deputado governista Antonio Kandir, ex-ministro do Planejamento que supostamente votaria a favor da emenda. As reais circunstâncias deste voto errado ainda hoje são tema de debate.

A reforma de 2003, capitaneada pelo Presidente Lula, causou fissuras profundas dentro do seu próprio partido e só foi aprovada com o apoio da oposição (PSDB e PFL). À época, o Presidente disse em uma entrevista: "Eu pensava que as pessoas ligadas ao nosso projeto deveriam assumir a responsabilidade de ser governo. Mas percebi que elas escolheram outro caminho. Que o sigam. A opção

delas é legítima e o povo julgará quem está certo."¹

O fato é que a classe política não quer o desgaste da tramitação dessa reforma, o que fica evidente pelo chamado "Placar da Previdência", conforme divulgado em levantamento feito pelo Estadão com 513 deputados federais. Eles foram questionados se votariam a favor da proposta da forma como foi enviada pelo governo ou se a rejeitavam. Também foi dada a opção de fazerem quatro ressalvas ao texto proposto pelo presidente Michel Temer: em relação à idade mínima de 65 anos para a aposentadoria de mulheres e homens, à regra de transição e à exigência de 49 anos de contribuição para ter direito ao benefício integral.

Quadro 1
Placar da Previdência



Fonte: Placar Estadão - O Estado de São Paulo – Atualização em 07/04/2017 – 16:41 - disponível em: <http://infograficos.estadao.com.br/especiais/placar/votacao/economia/?id=GLwN7vXR3W>

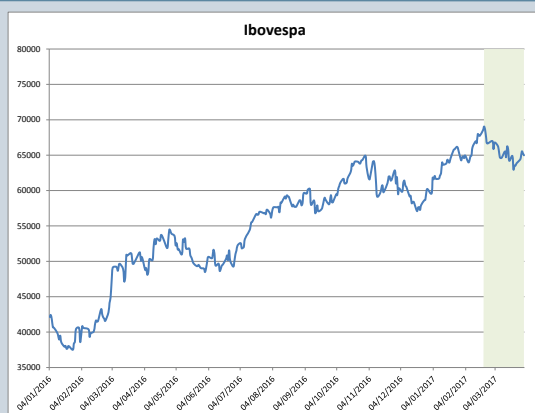
Não acreditamos que de fato haja 260 deputados contrários à reforma. A base de apoio do governo continua forte, a despeito da recente saída do PTN (13 deputados). Ocorre que os congressistas, dentro da sua lógica pragmática, têm pouco a ganhar e bastante a perder se declarando favoráveis desde já. Ao se posicionarem contra, nos parece que eles preservam sua imagem perante uma sociedade ainda pouco informada sobre a necessidade da reforma e ainda valorizam seu passe mais adiante, quando de fato a reforma for votada.

¹ Revista Veja de 13 de setembro de 2016, disponível em <http://veja.abril.com.br/blog/reveja/reforma-da-previdencia-o-que-lula-ensinou-em-2003-e-o-que-o-brasil-aprendeu-em-2005/>

Destacamos que as concessões até agora feitas pelo governo não tornam a reforma inócu. Estima-se que algo como R\$115 bilhões em economias tenham sido retirados da proposta, preservando ainda mais de R\$500 bilhões em um prazo de 10 anos. Além disso, tais concessões devem reduzir a resistência dos parlamentares e, portanto, aumentar a probabilidade de aprovação.

Essas incertezas explicam boa parte do comportamento recente da bolsa. O Ibovespa teve alta quase contínua desde o início do ano até meados de fevereiro, quando ultrapassou os 69.000 pontos. Até então, o mercado parecia acreditar na aprovação rápida de uma reforma praticamente intacta. De lá para cá, teve queda de 7% até o fechamento desta edição, refletindo provavelmente uma visão mais realista sobre o alcance e a dificuldade de aprovação da reforma. O gráfico a seguir, no entanto, mostra que o mercado ainda apresenta ganhos substanciais desde o nível mínimo observado antes do impeachment da Presidente Dilma Rousseff.

Quadro 2
Índice Ibovespa



Fonte: Western Asset, Bloomberg Finance L.P. Em 31 Mar 17.

Acreditamos que o mercado continue oscilando bastante nos próximos meses, ao sabor das notícias internacionais e da reforma da previdência. Mantemos, no entanto, nossa visão otimista para a bolsa. A agenda política segue positiva e a economia, ainda fraca, começa a dar os primeiros sinais de recuperação.

Falando especificamente sobre nossos portfólios, o destaque negativo do mês ficou por conta da performance das ações do setor de saneamento em razão da decepção com o processo de revisão tarifária da Sanepar. A companhia paranaense havia acessado o mercado há cerca de 3 meses e o principal pilar de seu discurso aos investidores era o reconhecimento dos investimentos passados em sua base de ativo e a consequente autorização de reajuste em sua tarifa por parte da nova agência reguladora do estado do Paraná (AGEPAR). Ao longo de março o processo

caminhou e, para a surpresa do mercado, apesar de reconhecer os investimentos na base de ativos da companhia, a agência indicou um período de diferimento maior do que o esperado pelo mercado (oito versus quatro anos) e um aumento tímido para o primeiro ano, elevando o risco de implementação dos futuros reajustes. Isto impactou negativamente não só as ações da Sanepar, como também de todo o setor de saneamento. Apesar do processo de revisão ainda não estar definitivamente encerrado (está em fase de audiências públicas), decidimos reduzir nossa exposição no segmento, vendendo inteiramente a posição de Sanepar e reduzindo a posição de Copasa.

As principais contribuições favoráveis à performance do fundo em março foram lochpe-Maxion (MYPK3) e IMC (MEAL3). Após seu bem-sucedido aumento de capital, a lochpe surpreendeu positivamente o mercado entregando resultados operacionais sólidos frente ao cenário ainda adverso do mercado automotivo no Brasil, que representa parte relevante de suas operações. O aumento de capacidade de produção de rodas de alumínio levou a um crescimento de cerca de 40% YoY nas receitas da América do Sul. Isto, aliado aos esforços de redução de custos e ganhos de produtividade, levou a um crescimento de cerca de 10% YoY no lucro bruto, expansão de cerca de 250 bps em sua margem bruta. Em nossa opinião, estes números são indícios materiais do início do processo de recuperação dos resultados operacionais da companhia e, junto com a readequação de sua estrutura de capital, corroboram nossa tese de que a companhia deve passar por um processo consistente de crescimento de resultado e redução de alavancagem, com consequente geração de valor para seus acionistas.

Ainda no lado positivo, os papéis da IMC continuam reagindo bem aos desenvolvimentos recentes em seu processo de virada operacional. Após a adequação de estrutura de capital, posicionamento e marcas, entre outros, implementado pela gestão anterior, a companhia trouxe para o posto de CEO o Sr. Newton Alves. Seu mandato tem como pilares ajustar a estrutura da companhia e replicar os ajustes e melhorias feitos em pilotos nos modelos Viena Express, Viena Deli e Frango Assado para as demais lojas, além de expandir o modelo Olive Garden. Apesar dos resultados de curto prazo serem negativamente afetados pelo ambiente macro ainda desfavorável e pelos impactos iniciais das medidas de ajustes (custos com demissões, por exemplo), acreditamos que está cada vez mais claro para os investidores a direção que a companhia está tomando e que a melhoria dos resultados operacionais se torna cada vez mais próxima. Isto justifica a performance positiva da ação em 2017, bem como a manutenção de nossa visão positiva para esta tese de investimento.

Concluindo, os portfólios da casa continuam a refletir nossa visão

construtiva para a bolsa. Entretanto, em um ambiente de maior volatilidade trazida pelas incertezas destacadas anteriormente, ressaltamos a importância do foco na seleção de papéis. Assim, apesar das posições da carteira poderem ser classificadas em 4 grandes temas (melhora de governança e regulação, queda das taxas de juros, recuperação de resultados e casos de virada operacional), a escolha dos nomes têm como pilar as teses de investimento individuais, suas especificidades e valuation. Sendo assim, à exceção da venda de Sanepar e da redução da posição de CCR, por realização de lucros, não fizemos movimentos relevantes ao longo de fevereiro. Os recursos gerados por estas vendas foram utilizados para reforçar posições já presentes no fundo.

Os investimentos retratados nesta seção do material não representam recomendação de investimento. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

Este material de divulgação é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada ("Western Asset") e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. A relação das instituições distribuidoras dos produtos da Western Asset pode ser obtida por meio do telefone: (11) 3478-5200. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

Seguem informações para contato com o SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista por meio dos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5200, em dias úteis, das 9h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco; ou 3) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, São Paulo-SP, CEP 04543-011.

Caso a solução apresentada pelo SAC não tenha sido satisfatória, acesse a Ouvidoria da Western Asset pelos seguintes canais: 1) telefone (11) 3478-5088, em dias úteis, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website www.westernasset.com.br; 3) e-mail ouvidoria@westernasset.com; ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, n.º 1.455, 15º andar, cj. 152, CEP 04543-011, São Paulo – SP.

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, O REGULAMENTO E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO ANTES DE APLICAR SEUS RECURSOS.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2017. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e não poderá ser reproduzida ou utilizada sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.