

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

planner

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

NOVEMBRO 2014

## Comentário Mensal da Gestão / NOVEMBRO 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.



# Comentário Mensal da Gestão

## Introdução

Joaquim Levy será o Ministro da Fazenda. Melhor impossível, acertou em cheio Presidente... parabéns! Será mesmo?

Este espaço pretende abordar essencialmente economia e finanças, mas a política invariavelmente se “intromete” dada sua importância e impactos nos rumos da própria política econômica. Esta é a razão pela qual há dúvida pela escolha... tendemos a ter o juízo pela racionalidade das ideias e das práticas. Assim, após a recente disputa eleitoral e todo arsenal despejado contra a uma possível volta à ortodoxia pelo partido vencedor, a escolha de Levy parece indicar um verdadeiro estelionato eleitoral. Mas, pelo bem e felicidade geral da Nação, uma decisão de absoluta racionalidade econômica. Não é exatamente assim que pensam alguns economistas, sobretudo aqueles que já assinaram ao menos dois manifestos e, no limite, todos aqueles que na Presidente votaram acreditando em seu discurso do lado econômico. Quer saber? Tomando-se por base a formação acadêmica de Levy e seu histórico (em especial no próprio Governo Federal), estes “revoltosos” estão 100% corretos. Na realidade, a Presidente (por coerência do discurso) poderia ter escolhido qualquer economista de qualquer Universidade do mundo, qualquer uma! (Princeton, Yale, Harvard, MIT, Unicamp), menos Chicago. Chicago é a síntese de tudo que NÃO se acredita nos planos e ideias econômicas do PT. Entretanto, é este “o cara” que vai restaurar a credibilidade da gestão econômica, que vai colocar a economia nos trilhos, possivelmente evitar a perda do Grau de Investimento e nos livrar da vergonha e tristeza que por tantas vezes passamos ao ver os inúmeros desmandos e “desinteligência” nas políticas econômicas adotadas recentemente – verdadeiramente, um acinte à nossa inteligência e um saque contra nosso futuro. Que o Levy possa escolher seus mais próximos: Secretário do Tesouro, da Receita Federal, de Política econômica, etc. e que os demais possam se alinhar a ele e suas ideias (Ministro do Planejamento, Presidente do Banco Central, e outros). Por fim e o mais importante, que a Presidente possa contornar politicamente as diferenças e ataques que virão (ah!, e como eles virão!), para que o mandato do Ministro da Fazenda não seja efêmero, um mandato tampão. Uma das maiores virtudes é reconhecer nossos erros e mudar. No campo político sabemos o quanto difícil é verbalizar isso... não precisa (de fato) basta agir e colocar em prática. Parabéns, Presidente Dilma!

No mundo, o Japão sofreu redução de seu rating (Aa3 para A1), a China parece ter suas expectativas de números para seu PIB se acomodando em torno de 7,0% e na Zona do EURO o BCE manteve a postura de espera de algum reflexo as suas políticas atuais. EUA continuam com crescimento exuberante: 3,9%. Esse ritmo só reforça nossa expectativa de “ação” do FED já no 2º TRI 2015.

Os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,19%. S&P variou 2,45%, NIKKEI fechou em 6,37%, DAX com 7,01% e FTSE em 1,17%. O Ibovespa terminou o mês em 0,07% e o IBrX em 0,21%. Máximas para DIF15 em 11,48% e DIF17 em 12,83%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,77%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 2,5601.

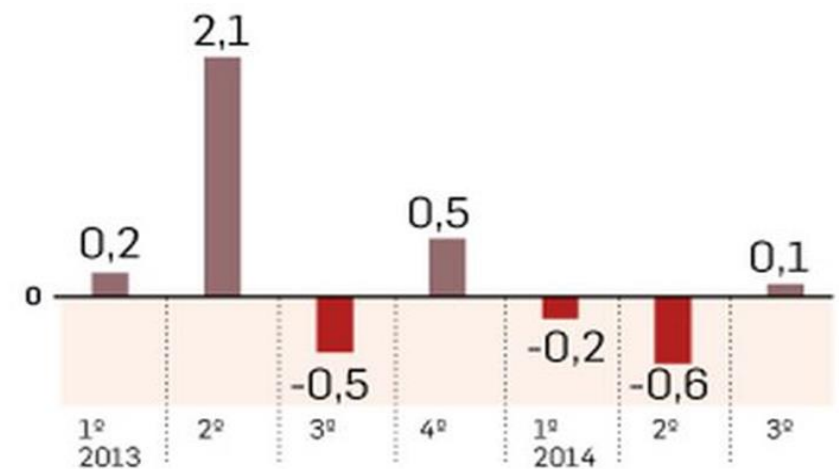
# Comentário Mensal da Gestão

## Atividade Econômica

### PARADEIRA

#### ● Variação trimestral do PIB

ANTE TRIMESTRE ANTERIOR, EM PORCENTAGEM



FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

A divulgação do PIB do terceiro trimestre, praticamente nulo, demonstra a falência total da chamada Nova Matriz Macroeconômica. Nem mesmo o avanço de 1,7% do PIB industrial chega a alegrar. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF – a conta que mede o total dos investimentos no PIB) avançou somente 1,3% e, se comparado ao mesmo período de 2013, reduziu 8,5% - isso reflete uma baixa confiança dos empresários e a incerteza sobre o cenário adiante. Contudo, ainda mais importante, o dado mais expressivo do PIB divulgado é o esfriamento do consumo das famílias, que remete estar ligado às condições de crédito, do mercado de trabalho e da massa real de rendimentos que, no longo prazo, mostram tendências declinantes (apesar do recuo recente da taxa de desemprego), no passado a redução do desemprego era acompanhada com forte geração de trabalho, fazendo com que a massa salarial real crescesse num ritmo muito mais alto. O cenário geral é muito ruim sob todos os aspectos e análises, e infelizmente (apesar da nova equipe econômica) o horizonte vislumbrado para 2015 não é muito mais róseo... vai levar um tempo para consertar o estrago feito nos últimos anos.

Reflexo dessa coisa chamada de Nova Matriz Macroeconômica (uma mistura de política fiscal anticíclica, juros baixos, dólar alto e maracutaiais mil) a figura que se apresenta para a economia é a de indicadores ruins com déficit nas contas públicas, rombo nas contas externas, indústria em crise, gargalos de investimento em infraestrutura, crédito travado, preços represados e inflação alta e absolutamente resistente. Tudo isso agora, espera-se, chegou ao fim. Mas o custo da retomada não será baixo nem mesmo rápido. Teremos juros mais altos, necessidade de superávits altos, e outras medidas bastante impopulares com reflexos diretos e quase que imediatos no nível de emprego, nos salários e portanto na economia como um todo. Um “mal” absolutamente necessário, mas que nos fortalecerá e lançará bases mais sólidas para um crescimento sustentável de longo prazo.

# Comentário Mensal da Gestão

## *Política Fiscal*

O ajuste fiscal será a prioridade total e imediata para os novos Ministros (indicados) Levy e Barbosa. A Era da Desordem vai acabar.

Como temos abordado neste espaço, as contas públicas são um sintoma claro de nossa governança em finanças e um sinal definitivo para as agências de *rating* na manutenção ou não de nosso Grau de Investimento (nota). Assim a ação imediata dos novos Ministros da área econômica será a de afastar o risco de perda do Grau de Investimento – precisarão, portanto, rearrumar o orçamento de 2015, dando-lhe credibilidade e transparência.

Compreensivelmente, as primeiras e poucas manifestações dos Ministros a cautela e o gradualismo foram a tônica das mensagens... parece adequado, e certamente oportuno. A poupança do setor público (superávit primário) prevista para 2015 é relativamente baixa, de apenas 1,2% do PIB (cerca de R\$ 70 bilhões)... razoavelmente justificável dado que o PIB não será nada pujante no próximo ano. Contudo, vai aumentar (pelo que conhecemos do futuro Ministro Levy) para acima de 2% do PIB nos anos posteriores. Isto é simplesmente fundamental, sobretudo para equilíbrio da famosa relação Dívida/PIB. De fato, Armínio Fraga já tinha sinalizado que um ajuste não levaria menos de dois anos, e esta visão é agora compartilhada com a nova equipe econômica – resta saber se esse gradualismo não comprometerá um efeito desejado: a recuperação da confiança seriamente abalada pelos experimentos destes últimos quatro anos a que foi submetida a política econômica. O último malabarismo, um *grand finale* com apoio do Congresso, é a tentativa de se eliminar a meta do superávit deste ano. Atitude inimaginável! Possivelmente nem mesmo a “estatura” de Levy segurará nosso *rating*.

Chega de keynesianismo barato, sobretudo pela identificação de que o problema é sempre de demanda fraca e que pode ser resolvido pela ativação do aumento dos gastos e das despesas públicas, sem a devida contrapartida no aumento da oferta e da produtividade. Crescem as críticas que estes ajustes promoverão uma recessão no país. É possível, mas pode ser evitado... dependerá de várias circunstâncias. É um custo que deveremos enfrentar, resultado dos desmandos de até agora. No fundo no fundo, é como dizia o saudoso Roberto Campos: “não dá para fazer omelete sem quebrar os ovos”.

O descontrole dos gastos públicos ao longo de 2014 fez com que o Brasil atingisse em 12 meses até outubro um déficit nominal de 5% em relação ao Produto Interno Bruto (PIB), marca não vista nos últimos 11 anos. Tomara não precisemos quebrar muitos ovos!

# Comentário Mensal da Gestão

## *Conjuntura Internacional*

A economia americana volta a surpreender e apresenta crescimento anualizado no último trimestre em 3,9%. Realmente expressivo crescimento se comparado aos desempenhos dos anos recentes... enfim, desde 2008 com tantas intervenções do FED (Banco Central Americano) a economia parece desvencilhar e, *apesar do FED*, retomar seu ritmo. Conclusão óbvia: horizonte para aumento dos juros vai encurtar, trazendo todas as consequências para o resto do mundo.

A inflação baixa e a tímida recuperação na Zona do Euro faz o Banco Central Europeu (BCE) ficar à postos para novos e adicionais estímulos para a região. No mês de Novembro o PMI (índice de atividade dos gerentes de compras) industrial dos principais países, apenas o da Espanha e do Reino Unido subiram para 54,7 e 53,5, respectivamente. O da Itália ficou estável e o PMI da França, Alemanha e da própria Zona do Euro caíram. O BCE pode até, momentaneamente, esperar um pouco mais para ver a ressonância de suas políticas recentemente implementadas, mas o custo-benefício, risco moral, considerações legais e políticas o farão agir segundo o seu mandato de estabilidade de preços. Afinal, em crise “*todos somos keynesianos*” e situação implementada nos EUA parece *ideal*. Isso mesmo: anos a fio de penúria e a melhor alternativa que os macroeconomistas enxergam é esta dos EUA. Santa ignorância, Batman!

Na Ásia, o PMI Industrial da China também caiu a 50 em Novembro. Talvez por conta disso e de uma série de indicadores majoritariamente fracos o Banco do Povo da China (PBoC) anunciou um inesperado corte de juros, o primeiro desde julho de 2012: a taxa de empréstimo de um ano foi reduzida em 0,4 ponto percentual, a 5,6%, e a taxa de depósito de um ano em 0,25 ponto, a 2,75%. Tudo isso reforça a expectativa sobre a desaceleração do país que resulta, entre vários analistas, previsão de diminuição da taxa de crescimento da atividade econômica para algo como 7,0% em 2015. Má notícia para os Chineses, péssima para os Brasileiros. No Japão, além do rebaixamento de sua nota soberana, viu-se por lá também a decisão de seu Banco Central também de aumentar o escopo de seu programa de relaxamento monetário. Mais do mesmo, em todos os lugares!

O argumento do Dr. Doom (Nouriel Roubini) parece convincente: podemos estar às vésperas (da volta) da Guerra de Moedas. Com a atitude do Banco Central do Japão, Bancos Centrais da China, Coreia do Sul, Taiwan, Cingapura e Tailândia também poderão entrar em uma política monetária ainda mais frouxa, para não perder competitividade relativa para com o Japão. Juntar-se-ão assim ao já previsto e comentado para o BCE... um *efeito contaminação*, mas não seria surpresa se outras políticas não convencionais forem colocadas em prática. É um verdadeiro vale-tudo para prevenir a apreciação de suas moedas. Em um ambiente (público e privado) de desalavancagem (altas dívidas), a política monetária se torna a única ferramenta (conhecida/disponível) para fomentar demanda e crescimento. Temos (todos) muito a aprender de ciência econômica.

# Comentário Mensal da Gestão

## *Mercados - Juros*

Se a mudança mais ampla não veio como o mercado financeiro esperava, ao menos a formação da nova equipe econômica agradou bastante, em especial pelo nome de Levy para o Ministério da Fazenda. A Política Econômica, muito embora com a permanência do Presidente do BACEN, vai mudar! Como demorou! Como nos atrapalhou essa turma que sai agora. Ok, antes tarde do que nunca... para isso temos o Poeminho do Contra de Mario Quintana (por ocasião das inúmeras situações que o atrapalhavam entrar para a Academia Brasileira de Letras): *Todos esses que aí estão... atravancando meu caminho, eles passarão, eu passarinho!*

Se mais de oito anos não bastassem, a espera do último mês foi de absoluta angústia... até que no penúltimo dia de pregão do mês a presidente Dilma confirmou o nome de Joaquim Levy como o futuro Ministro da Fazenda, Nelson Barbosa para o Ministério do Planejamento e Alexandre Tombini permanecendo na presidência do Banco Central. Pode-se dizer que os nomes escolhidos são bem vistos pelo mercado financeiro. A demora no anúncio oficial, pois já se falava dessa combinação há alguns dias, fez o mercado antecipar a precificação da curva de juros. Diferente da política econômica adotada no primeiro governo Dilma com o Ministro Mantega a frente da Fazenda priorizando uma política de expansão do crédito e subsídios desenfreados, a equipe escolhida deve priorizar o controle dos gastos públicos, o controle da inflação e a transparência na divulgação dos dados. Fim da contabilidade criativa! Entretanto, a posse dos novos ministros não está definida. Aguarda-se a aprovação da LDO e a derrubada da meta do superávit fiscal de 2014 no Congresso.

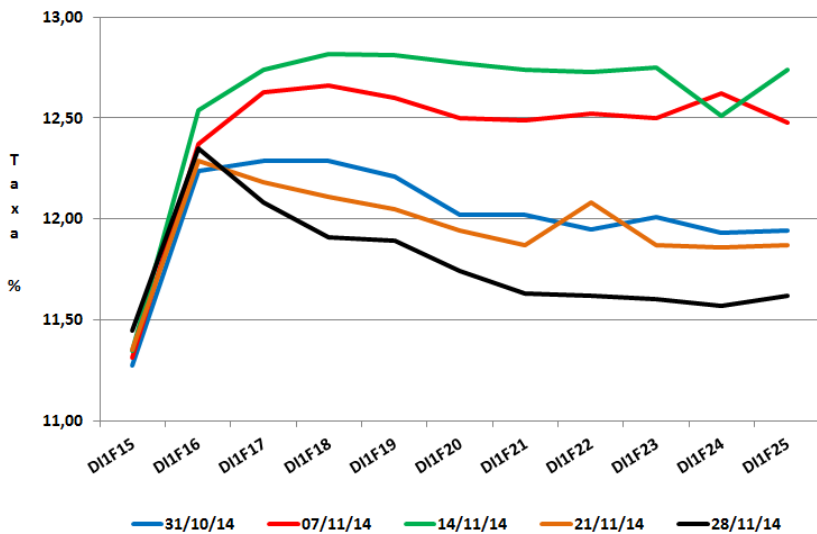
A curva de juros teve dois momentos, praticamente antagônicos, ao longo do mês: o acúmulo de prêmios e a baixa liquidez até a definição da equipe econômica com os contratos com vencimento acima de janeiro de 2016 sendo negociados a taxas superiores a 12,50% e a reversão deste movimento com o aumento da confiança do investidor a partir das indicações do governo de que escolheria uma equipe com foco no ajuste fiscal e no controle da inflação. Dessa forma, a curva de juros fechou o mês com os contratos de curto prazo (até 2016) com taxas superiores ao fechamento do mês anterior (expectativa de aumento da intensidade na elevação da SELIC) e os contratos de longo prazo com redução dos prêmios.

Os números de atividade econômica divulgados ao longo do mês não tiveram tanta relevância no movimento da curva de juros como a escolha da nova equipe. Mas não nos enganemos, uma andorinha só não faz verão! Uma boa e afinada equipe econômica é condição necessária, mas não suficiente. Todo o resto precisa estar em sintonia. Aguardemos os primeiros movimentos para uma melhor avaliação. A confiança e a credibilidade estão dadas – com prazo para caducar. A expectativa das novas políticas são diametralmente opostas às que temos visto até agora – “inimigas” mesmo. E como diz o ditado, *o inimigo de meu inimigo, é meu amigo.*

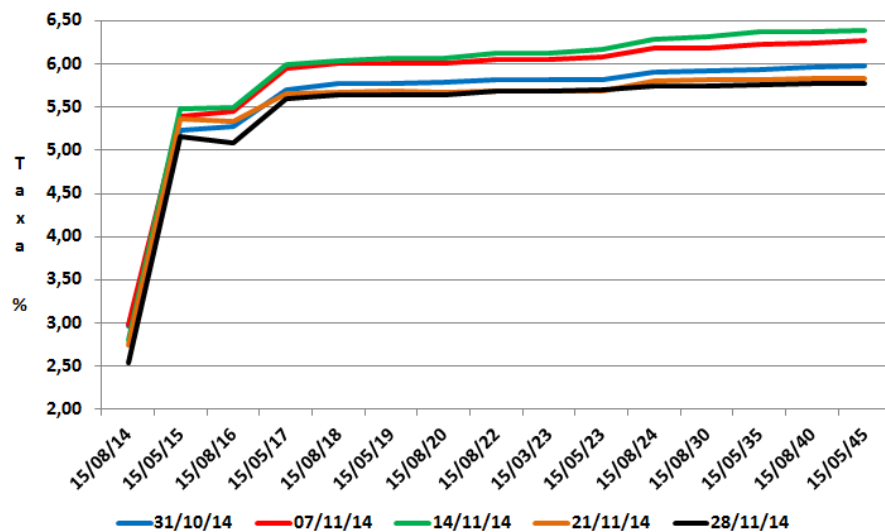
# Comentário Mensal da Gestão

## Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)





# Comentário Mensal da Gestão

## *Mercados - Câmbio*

Além de uma tendência global de valorização da divisa americana, o fortalecimento da economia dos EUA, uma evidente e próxima alteração de sua política monetária (aperto) e o conseqüente e inevitável *Flight to Quality* (migração de recursos para títulos americanos), com impactos diretos em nossa economia, promoverão que tipo de Política Cambial a partir de agora? Adicione-se a isso a premissa nos cenários de referência do BACEN uma cotação do dólar em R\$ 2,25 que, em última análise, certamente fazia parte do Modelo Dinâmico de Equilíbrio Geral, que dentre suas metas tem uma inflação para convergir para 4,5% aa.

Bem, a cotação da moeda americana parece ter mudado de patamar. As projeções de R\$ 2,40 ficam mais distante... será mesmo? O BACEN vai deixar? O poder de “desarrumação” dos preços relativos com dólar alto e muita volatilidade são enormes... difícil aceitar isso.

De toda sorte, incertezas em relação a condução da política econômica do segundo governo Dilma fizeram com que o câmbio fosse negociado acima de R\$ 2,60 ao longo do mês. Após a definição do novo time econômico, primeiro escalão de ministros, e da respectiva linha que devem trabalhar a moeda cedeu, porém declarações do presidente do Banco Central e o movimento do mercado para fechamento da Ptax fizeram o dólar fechar o mês negociado a R\$ 2,5601, valorização de 4,74%. Foi a terceira alta mensal consecutiva. Nada como incertezas!

No primeiro discurso após a confirmação da sua continuidade a frente do Banco Central, Alexandre Tombini, afirmou que o atual estoque de *swap* atende a demanda por *hedge* cambial, que o programa de oferta de *hedge* cambial termina no final de dezembro e que a rolagem se dará conforme as condições da demanda. Com essa declaração, o mercado interpretou que pode haver uma suspensão dos *swaps* diários e voltou a pressionar a moeda americana. Investidores estão preocupados com o futuro do programa de intervenção cambial do BACEN e com ações concretas que a equipe econômica irá adotar para enfrentar esta e demais variáveis com forte impactos na inflação. Mais especificamente, o mercado pode estar “exigindo” intervenções no *pronto*. Firmeza de propósito e clareza da Política Cambial por parte do BACEN neste momento é simplesmente fundamental, não há espaço para meio-termos. Câmbio flutuante já!

O fluxo cambial fechou novembro negativo em USD 3,507 bilhões, pior desempenho desde dezembro de 2013. Desta vez, tanto a conta comercial como a financeira fecharam no vermelho. De toda sorte, o acumulado do ano é ainda positivo em USD 4,763 bilhões. Vai uma ajudinha aí, ou fritaremos nossas reservas? Ou será melhor ajustarmos a economia como um todo e aceitar o dólar como simplesmente mais um preço da economia? Utopia? Talvez não.

# Comentário Mensal da Gestão

## *Mercados - Bolsa*

O índice da bolsa de valores, no longo prazo, é tido como um bom indicador de desenvolvimento de um país. Sob este enfoque e neste quesito, vamos muito mal. Aliás, sob todas as análises (fundamentalistas e/ou gráficas) vamos de mal a pior.

No curto prazo, entretanto, o movimento randômico prevalece – sobretudo em um ambiente como o que estamos vivenciando. De toda sorte, a necessidade de explicação traz sempre “descobertas” de “ruídos”, mas também algumas identificações/confirmações incontestes. Assim, o mercado acionário viveu o pessimismo pós eleições na primeira quinzena do mês. Na segunda quinzena, a possibilidade da escolha de um time mais alinhado com uma política econômica ortodoxa e a posterior confirmação animou o mercado. O Ibovespa mudou a trajetória e fechou o mês com leve alta de 0,07%. No acumulado do ano, o Índice tem ganho de 6,13% até final de novembro, variação próxima a poupança (6,44%). Uma lástima.

No campo das identificações/confirmações incontestes temos a Petrobras! Muitos duvidaram, mas aconteceu. A Petrobras, uma das maiores empresas brasileiras, com forte influência no Índice Bovespa, não divulgou o balanço auditado referente ao 3ºTR14. A eclosão da Operação Lava-Jato fez com que a PricewaterhouseCoopers - PwC decidisse não assinar nenhuma demonstração contábil da empresa até que as investigações internas para apurar as denúncias de corrupção sejam concluídas. Esse fato, somado a decisão da OPEP de não cortar a produção de petróleo impactou diretamente o preço das ações da empresa (queda de 16% nas ações PN). Sorte de nossos investidores, pois não temos esta ação em nossos Fundos de Investimentos... mas ainda assim nos impacta indiretamente, seja pela “contaminação” do ambiente, seja pelo impacto que tem no Índice e por conseguinte na proteção (*hedge*) eventual da carteira.

Assim como o preço do barril de Petróleo que derreteu ao longo do mês, o minério de ferro chegou a ser negociado abaixo de US\$ 70 a tonelada, resultado do comentado desaquecimento da economia Chinesa. Nem mesmo o corte na taxa de juros de modo a incentivar o avanço da economia chinesa foi capaz de manter/elevar o preço das empresas exportadoras de commodities de forma consistente.

Como já escrito nos relatórios anteriores não enxergamos mudanças estruturais que indiquem a recuperação do mercado acionário como um todo em 2015 cabendo aos gestores identificar as oportunidades pontuais neste mercado. É a crise gerando oportunidades, sobretudo para os investidores de valor. Contudo, a reorganização da economia trará maior previsibilidade e confiança para o investidor/empresário, características fundamentais para o novo ciclo de investimentos na empresas e reaquecimento geral. Amém!



# Comentário Mensal da Gestão

NOVEMBRO 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)