

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, viewed from a low angle. In the foreground, a glass railing and the silhouettes of people walking on a balcony or walkway are visible, adding a sense of depth and activity to the scene.

planner 

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

JANEIRO 2015

Comentário Mensal da Gestão / JANEIRO 2015

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.



“A brutalidade confiscatória do fisco é um fator sério de retardamento econômico. É francamente de causar indignação ver nédios representantes da burocracia oficial declamando que pagar impostos é 'cidadania'. Cidadania é exatamente o contrário: é controlar os gastos do governo.”

Roberto Campos - Economista

Comentário Mensal da Gestão

Introdução

Dizem que notícia ruim nunca vem sozinha, mas acompanhada de diversas outras. Neste contexto, parece que a desgraça se desenha por completa – uma verdadeira tempestade perfeita para o Brasil. Não é difícil verificar: a atividade econômica, que no ano passado estagnou, para este ano projetamos retração, a inflação muito acima da banda superior da meta (6,5%), desemprego em ascensão (apesar do menor número recente fruto de perspectivas de análise comparativas), crédito escasso, produtividade emperrada, crise hídrica e elétrica, corrupção em níveis inimagináveis e uma configuração política no mínimo desafiadora. Vamos sentir saudades de 2014? Sinceramente, não. De fato, o ano de 2015 será muitíssimo mais difícil que 2014, mas será o ano do início dos ajustes, o ano que se retomarão os caminhos certos das coisas...assim esperamos. Mas não sejamos tão ingênuos, para isso se faz em várias partes do mundo uma análise dos primeiros 100 dias de Governo. Sim, este é o tempo em que se analisa os propósitos do novo Governo, suas diretrizes e grandes rumos. Ao menos do lado econômico, começamos bem...muito a ser definir ainda, mas ainda temos 60 dias.

O principal item de preocupação para todos nossos problemas domésticos é o histórico deste governo e a principal mandatária. Muito mais do que o clichê de que político não gosta de medidas impopulares, por razões óbvias de perda de votos, mas o fato que o mote social a que este governo sempre se alinhou e se vendeu é diametralmente oposto aos rumos agora tomados. Trata-se de uma guinada fortíssima de tudo que implementou no passado e defendeu em sua recente campanha presidencial. Ninguém gosta de incerteza, muito menos os mercados. Será que esta “nova diretriz” com base na solidez dos fundamentos da economia é produto do slogan “novo Governo, novas ideias” ou apenas uma concessão momentânea para ganhar confiança dos empresários e do consumidor e retornar em breve aos ditames originais? Não importa, pois as ações do passado refletirão hoje e por um bom tempo uma dose importante de desconfiança que, nos mercados se traduzem em preços (*spreads*) mais altos para tudo! Paciência, mas é melhor o quanto antes.

No âmbito internacional, existe uma máxima que dizia que quando os EUA pegam uma gripe, todos demais países ficam doentes. O inverso não parece se aplicar. Está em curso um verdadeiro *decoupling* dos EUA em relação aos demais países no mundo. A atividade econômica americana (com eventuais desvios de curto prazo) cresce consistentemente e em ritmo forte. Por outro lado, estamos vendo Japão, BCE, China e outros países entrarem no “módulo” de afrouxamento monetário, sem contar os despropósitos do Banco Central da Rússia (claro movimento “político”) de redução das taxas de juros fortemente elevadas recentemente. Na verdade, se existe mudanças no Brasil, o cenário externo também promete várias reacomodações que, no limite, podem ter impactos importantes para o Brasil.

Os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,67%. S&P variou -3,10%, NIKKEI fechou em 1,28%, DAX com 9,06% e FTSE em 7,84%. O Ibovespa terminou o mês em -6,20% e o IBrX em -5,88%. Máximas para DIF16 em 12,90% e DIF17 em 12,87%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,99%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 2,6623.

Comentário Mensal da Gestão

Atividade Econômica

O fracasso da política econômica, traduzido nos baixíssimos crescimentos do PIB nos últimos anos, está fadado a mais um ano medíocre. Contudo, neste caso, será para o bem. Precisamos ter o firme propósito que 2015 (pelo menos!) será o ano do início dos ajustes e que, uma vez a casa em ordem novamente, teremos terreno propício para o crescimento sustentável.

A palavra de ordem aqui é recuperar a confiança e aumentar drasticamente a poupança total – assim entendida (como neste espaço já detidamente explorado) como Poupança do Governo + Poupança Privada + Poupança Externa. No conjunto desta obra estão o aumento de receitas e a diminuição das despesas. Dito dessa forma parece bem simples, mas quando se esmiúça os detalhes de onde, como e quando se fazer cortes e aumentos de impostos a porca torce o rabo. É quando entram a sensibilidade, a destreza da avaliação de programas sociais, as conquistas populares e a atinência aos regimes legais mínimos aplicáveis. Eis o equilíbrio que deve existir em um bom economista, pois afinal a ciência econômica não é exata. É uma bela constatação, mas não nos livra da realidade cruel a que estamos por enfrentar, muito embora as lições das crises anteriores nos mostram um caminho altamente previsível. Neste tocante o Professor Nouriel Roubini junto com Stephen Mihm esclarecem com riqueza de detalhes “A economia das crises”, livro que procura demonstrar o futuro do sistema financeiro internacional e, por conseguinte, as economias de cada país. Não podemos esquecer o passado, assistir a disparada de déficits em conta corrente e o surgimento de déficits fiscais (não que este último seja de todo ruim, afinal pode estar financiando investimentos em infraestrutura, por exemplo), porque sabemos o fim da história. Contudo, conforme a crença nacional, Deus é brasileiro e as coisas vão se resolver, basta ver, por exemplo, a extrema complacência das agências classificadoras de risco que ainda não rebaixaram o Brasil do Grau de Investimento...mais ainda, nem mesmo o FED (Banco Central dos EUA) sinalizaram a alta dos seus juros.

Enfim, é bom que não abusemos da bondade Divina...tudo tem limite. Neste ano de ajuste o Brasil terá crescimento negativo em nossas projeções, mas a luz já aparecerá no fim do túnel para 2016. Essa é a boa notícia. Vamos reconquistar o terreno perdido e realinhar o país economicamente, evitando as claras consequências a que estávamos fadados com a política econômica anterior.

De toda sorte, convém rezarmos um pouco, sobretudo para que a Sra. Dilma Rouseff não tenha uma recaída, pois são vários os descontentes e que não pactuam dessa guinada ao seu redor, e a bem da verdade *diga-me com que andas e te direi quem és*.

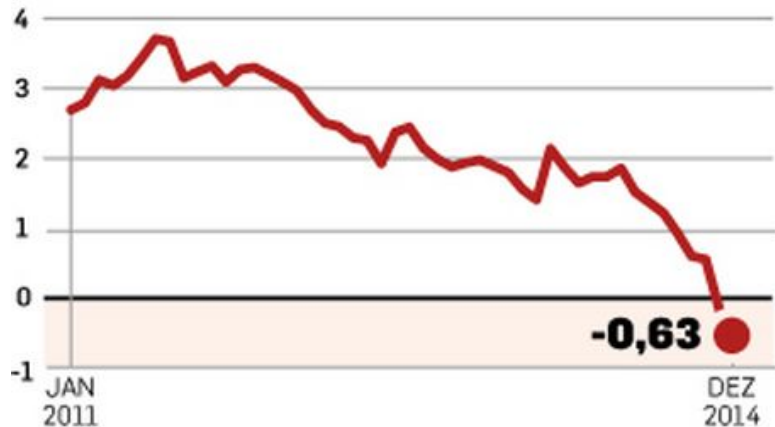
Comentário Mensal da Gestão

Política Fiscal

LADEIRA ABAIXO

● Contas do setor público*

RESULTADO PRIMÁRIO, ACUMULADO EM 12 MESES, EM % DO PIB



* Governo central, Estados, municípios e estaduais (com exceção da Petrobrás e Eletrobrás)

FONTE: BANCO CENTRAL

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Pois é, o desastre foi enorme!

O que se começou como um superávit de 2,1% do PIB terminou melancolicamente com uma promessa final de R\$ 10 bi no apagar das luzes de 2014 e o que de fato se apurou revela agora um déficit de R\$ 32,5 bi. É o primeiro déficit primário do setor público desde 2001!

Mais do que o absurdo do resultado, foi o trato da questão, o escárnio dos esbulhadores responsáveis de plantão. Ainda, com endosso dos superiores e seus pares (a exemplo a postura do BACEN em vários momentos). Enfim, já chega, passou. Vida nova agora, vamos virar o gráfico ao lado de ponta cabeça. Será o princípio de nossa salvação.

Entretanto, não será nada fácil reverter essa situação, sobretudo com a atividade econômica bastante deprimida. De toda sorte, a torcida é grande e a retomada da confiança auxiliará no processo, mas a meta de 1,2% do PIB não será tarefa trivial. Os números preliminares dessa economia apontam para algo como R\$ 66 bi, absolutamente insuficiente para qualquer propósito macroeconômico, mas fundamental para se tentar provar nossa “reabilitação” perante notadamente as agências classificadoras de risco, com objetivo único de não nos rebaixarem (nossos títulos públicos) para o Grau de Especulação. Seria um novo desastre e uma grande ironia do destino: a equipe que tanto contribuiu para o tão sonhado Grau de Investimento seria a mesma a enfrentar o rebaixamento. Tomara não aconteça.

Na verdade as ações já estão em curso e o Chicago Boy (Ministro Levy) iniciou pelo lado das receitas (via aumento de impostos), mas espera-se aborde-se também o lado das despesas, não somente na racionalização, mas também na efetiva diminuição e otimização dos gastos. É um processo de saneamento, doloroso, mas fundamental. A célebre frase de que *austeridade aleija, mas a falta mata* nunca teve tanta propriedade em um caso prático como o nosso. E por austeridade se entendem, também, os projetos de reforma destinados a dar mais racionalidade à economia: reforma tributária, trabalhista e administrativa!

Comentário Mensal da Gestão

Conjuntura Internacional

A situação da Grécia com a posse do novo Governo eleito e suas promessas de campanha (fundamentalmente contrária a austeridade) levada a cabo tem a colocado, como já se vislumbrava, em situação difícilíssima. Na verdade, a situação está indo para um *corner*, uma decisão binária: sair ou não da Zona do EURO - parece que o risco da Grécia deixar a Zona do EURO agora é bem maior do que em 2012. As demandas do novo Governo não encontram respaldo com os demais países, pois o que querem na essência (aumento de prazo e/ou redução da dívida) pode abrir um precedente perigoso onde países como Portugal, Espanha e Itália também apresentariam o mesmo pleito. Enfim, este imbróglio (mapeado desde o início do EURO – falta de unidade fiscal e política) tem potencial de mexer fortemente com a Europa com reflexos mundo afora.

As confusões na Europa não param por aí. O rebaixamento do Grau de Investimento da Rússia e a imensa trapalhada de seu Banco Central de diminuir a recém elevada taxa básica de juros (agora de 17% para 15%) selou, em definitivo, a percepção de que a credibilidade da autoridade monetária diminuiu a passos largos. Este “descompasso” e falta de norte traduz na falta de consistência das ações do BACEN Russo com total imprevisibilidade para expectativas de inflação, câmbio e até mesmo aumenta o risco de controle de capitais. Ainda envolvendo Rússia, temos o conflito com a Ucrânia onde a escalada para uma guerra de proporções mais significativa ganha espaço.

Em meio a tantos problemas, a economia na Zona do Euro não melhora e o Banco Central Europeu (BCE) lançou um “pacote de bondades” trilionário – um *Quantitative Easing* – QE (afrouxamento monetário) para ninguém colocar defeito. Na essência o mesmo remédio aplicado nos EUA, isso mesmo, aquele que fez com que a economia americana exibisse robusto crescimento 7 anos depois de seu primeiro QE. Tem mais: diagnóstico equivocado e receituário inadequado. Alívio momentâneo? Talvez. Solução definitiva? De jeito nenhum. O problema do EURO está no seu nascedouro (se é que não foi natimorto – veja decisão da Inglaterra à época): não existe união fiscal e política, e a ideia de que a união financeira “arrastaria” as demais não aconteceu até agora. Pior, ninguém fala nisso... Talvez porque seja realmente impraticável. Que sinuca de bico! Quem sabe os *keynesianos* de plantão tenham uma saída...convém convidá-los a uma mesa redonda para discussões...acho que o primo rico (a Alemanha, que fez dever de casa e tem economia em ordem) não vai topa muito saídas heterodoxas.

Na Ásia, em especial na China, o governo também estuda estímulos adicionais para sua economia crescer ao menos 7% aa, mas paradoxalmente nada nem próximo do realizado pelo BCE. Nos EUA, apesar de um desvio nas expectativas de crescimento último TRI (de 3% para 2,6%), em geral todos os demais indicadores apontam para forte crescimento neste ano de 2015, desemprego nas mínimas, salário real em elevação, ISMs PMIs consistentes e o único indicador “não alinhado” as expectativas é a inflação. Resultado prático: continuamos com nossa expectativa de que o FED promoverá o aperto monetário ao fim deste 1º Semestre ou início 2º Semestre 2015. As consequências disso já discutimos bastante e nos ajustaremos adequadamente.

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Juros

Mais um ano da Renda Fixa? Ao que tudo indica sim! Taxa básica de juros média acima de 12% aa e juros reais de longo prazo próximos a 6% aa, este é o cenário para 2015. Com isso, buscar investimentos em infraestrutura, renda variável e/ou imóveis torna-se não somente menos atrativo comparativamente, mas também assimétrico na sua relação de risco x retorno.

O discurso da nova política econômica não deixa dúvidas do aperto monetário para 2015, mas a política monetária com toda sua eficácia parece, no limite, estar em segundo plano. A política fiscal, definitivamente, veio para ficar e caminhar em consonância com retorno à matriz macroeconômica responsável. A combinação das políticas fiscal e monetária alinhadas é que solidificará as bases para retomada do crescimento sustentável.

Nesta linha, a taxa Selic teve novo aumento no mês de janeiro, para 12,25% aa e pelos números de inflação e declarações do presidente do Banco Central, novas elevações devem ocorrer neste ano. O BACEN mantém o discurso de que a inflação convergirá para o centro da meta (4,5% aa) em 2016. Entretanto, o que vimos em janeiro foi uma avalanche de aumento de preços para o consumidor: energia, combustível, educação, água, dentre outros, dificultando o alcance da meta em 2016 e comprometendo quase que irremediavelmente o teto da meta (6,5%) em 2015. Nossas projeções de inflação para 2015, como de resto do mercado como um todo, superam 7% aa. A notícia não é de todo ruim, precisamos realinhar os preços relativos, e o quanto antes melhor, pois assim tudo “entra nos eixos” e os objetivos mais rápido e facilmente conquistados. Obviamente, as políticas fiscal e monetárias são como remédios, e como tais a diferença para veneno está na dose, na intensidade...reações e efeitos colaterais serão necessariamente sentidos (desemprego, queda salário real, recessão, etc), mas é o custo da radioterapia e quimioterapia para o paciente. Como os desmandos e desacertos da política econômica do passado recente nos custará caro e imporá um desafio político oceânico para atravessar esses tempos difíceis.

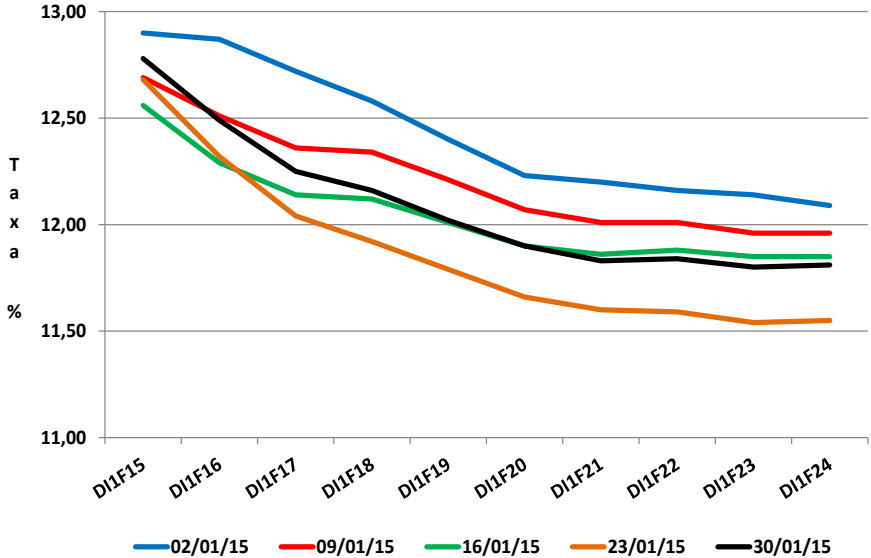
No mercado financeiro, vivenciamos os reflexos de tudo isso, por exemplo, na estrutura a termo de taxa de juros, cujo consolidado do mês apresentou prêmios reduzidos se comparados a curva de início de mês. Decisões de redução dos gastos pelo Executivo até a aprovação do Orçamento de 2015, declarações o Ministro do Fazenda de que a política fiscal irá ajudar a política monetária no combate a inflação, elevações de impostos e até as decisões do BCE de manter juros e aumentar a liquidez influenciaram na redução dos prêmios locais. Entretanto, na última semana do mês houve forte pressão sobre as taxas, reflexo da escalada do dólar, da onda global de aversão ao risco e do déficit primário consolidado do setor público em 2014 que, alinhado ao cenário internacional (especial Europa) levaram os investidores a buscar títulos soberanos de países desenvolvidos.

Não há dúvidas que a equipe do Tesouro Nacional atuará no alongamento da dívida pública e, para tanto, lançou novo vértice de NTN-B com vencimento em 2055 (apenas um leilão). Muitíssimo melhor se fossem títulos pré-fixados, mas possivelmente receosos dos prêmios a serem pedidos impediram tal iniciativa. A curva de cupom de IPCA seguiu o movimento da curva de juros, conforme observa-se nos gráficos seguintes.

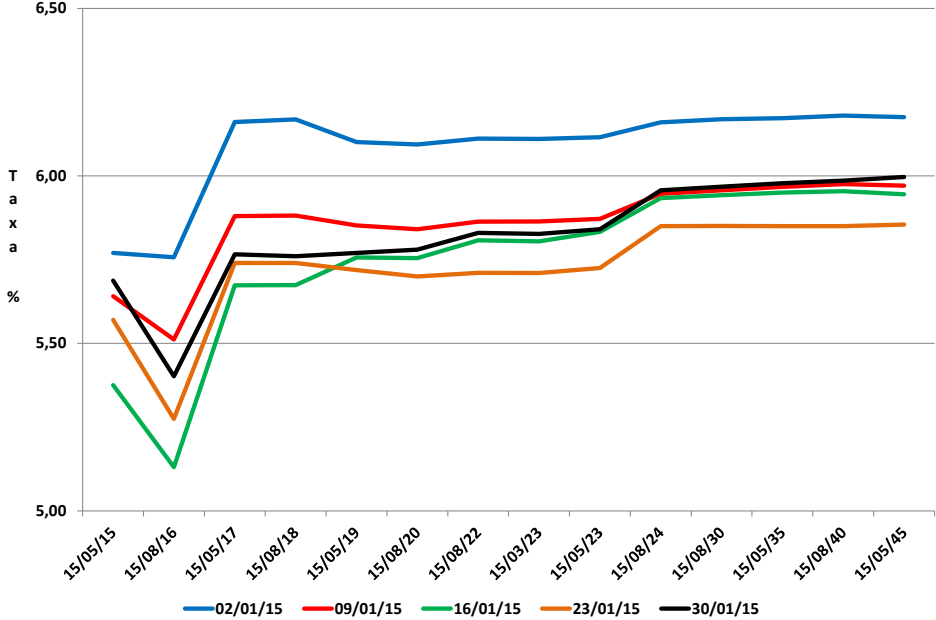
Comentário Mensal da Gestão

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Câmbio

Conviver com as ideias de um Chicago Boy não será fácil, sobretudo para latino-americanos (como nós) acostumados a tudo menos liberalismo e sobretudo pelos últimos anos de política econômica. Decifrar e discernir o *mainstream* de Chicago é muito simples, mas difícil de aceitar... O mercado se ajusta (competição e plena informação aos mercados), rejeição do *keynesianismo* e adepto do monetarismo, preços não rígidos, expectativas racionais e, claro, menos interferência governamental na economia. Assim, não fica difícil entender as frases do Ministro Levy e por onde passará a Política Cambial. São declarações recentes do Ministro que: “a economia (brasileira) tem funcionado mais por conta própria do que com apoio do governo”, “que o câmbio é uma variável que não se pode controlar com facilidade” e afirmou ainda “não ter a intenção de manter o câmbio ‘artificialmente valorizado’” e que “Não faremos grandes operações no câmbio”, Pronto, mais claro impossível! O câmbio será apenas mais um preço na economia. Os empresários (industriais, FIESP!) que se cuidem, pois a melhora na competitividade (dos exportadores, por exemplo) será via investimento e não por meio de intervenções cambiais. Deixemos claro nosso entendimento da possível filosofia do Ministro: não se advoga o Real mais ou menos valorizado...simplesmente um câmbio “mais” flutuante...utópico? Pode até ser, mas ele parece estar certo, mais um ponto para o Ministro!

Assim, tudo estava caminhando bem até o último pregão do mês quando o dólar subiu 2,99% em um único dia, fruto dessas declarações e do efetivo entendimento do que elas significam. Não é fácil mesmo digerir e estamos nos ajustando a nova realidade que, a bem da verdade tem elementos na equipe (dirigentes do BACEN) que fizeram parte de outra realidade até recentemente. A desconfiança ainda prevalece. A moeda americana encerrou o mês a R\$ 2,6889 e valorização de 1,10%.

O questionamento quanto a utopia da “nova filosofia” respalda-se no fato que o “preço cambial” sofre influências domésticas e externas, neste último caso, incontrolável. Recentemente, o dólar em alta foi reflexo das preocupações com o mercado local e a piora do cenário externo. Internamente o rebaixamento do *rating* da Petrobrás pela Moody’s (outros devem vir), déficit primário do setor público, disputa pela PTAX e as mencionadas declarações do Ministro Levy pressionaram o último pregão do mês. No exterior a aversão ao risco, corte inesperado da taxa básica de juros na Rússia e maior intervenção política na Turquia contribuíram para a desvalorização das moedas dos emergentes. Absorver choques de toda ordem e o tempo todo exigem musculatura e mecanismo de compensação bem estruturados...o custo não é baixo (em especial para alguns setores), mas o resultado geral é positivo.

Desta forma, assim como os juros, o real chegou a valorizar durante o mês com as medidas de aperto fiscal, maior transparência das decisões do governo, manutenção dos juros básicos pelo BCE e aumento da liquidez na Zona de EURO. Porém, o aumento da aversão ao risco no final do mês somado aos problemas de infraestrutura internos, como a iminência do racionamento de energia e água, pressionaram o real. Na prática, isto é o câmbio flutuante.

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Bolsa

Ano novo, novas esperanças, novos movimentos... Entretanto, não foi o que vivenciamos na Bolsa brasileira neste início de ano. O humor de 2014 permanece e o Ibovespa fechou o primeiro mês do ano com desvalorização de 6,20%.

Rebaixamento de *rating* das empresas Vale e Petrobrás e da Rússia (o país perdeu o Grau de Investimento pela S&P), redução da previsão de crescimento mundial e Brasileiro pelo Banco Mundial e expressiva parte dos departamentos de pesquisa de bancos privados e gestoras, queda dos preços das *commodities*, apagão, alastramento da crise hídrica, evento terrorista na França, vitória do partido oposicionista na Grécia, colocando em risco sua permanência no bloco da União Européia, PIB dos EUA abaixo das expectativas, injeção de liquidez na Zona do EURO e novo patamar de crescimento da economia Chinesa foram alguns dos acontecimentos do mês que influenciaram direta e indiretamente nossa bolsa de valores. Janeiro, definitivamente, não foi um mês tranquilo...contudo nada demasiadamente fora dos parâmetros (certamente alguma antecipação) por nós vislumbrado para a bolsa como um todo.

O Caso Petrobras e seu possível Contágio: A operação Lava Jato continua nas manchetes dos jornais. Os números envolvidos ainda são uma incógnita. Pela dificuldade de se apurar, a empresa na divulgação dos resultados, ainda não auditados, do 3T14 não incorporou os números da corrupção no balanço repercutindo imediatamente no preço da ação (PN caiu 18,4% no mês) e no rebaixamento do *rating* da empresa pela Moody's. O que mais preocupa os investidores é o impacto na cadeia de fornecedores e a contaminação de outros setores e mercados. Dólar, juros de longo prazo e risco país são diretamente afetados visto que o maior acionista da empresa é a União. Neste sentido, a União também precisa urgentemente de um Plano B, dada a importância da empresa (certamente se encaixa na premissa de *too big to fail*) e eventual necessidade de "socorro" sem levar o país junto. O vencimento antecipado de seus *Bonds* no exterior teria um efeito devastador e precisa ser eliminado (renegociação, garantias, etc). Não menos importante é o reconhecimento do desgaste da atual Diretoria (mesmo que não relacionada à corrupção) e a inércia e desconfiança do Conselho de Administração. A troca dos dirigentes é mandatária, bem como a entrada de outros com fito de profissionalização da gestão com autonomia e independência do Governo Federal, são os primeiros passos para uma solução de longo prazo para a empresa. Ato contínuo, a sinalização de privatização. Os investidores estão muito machucados, e a resposta é sempre a mesma: desinteresse e/ou exigência de maiores retornos frente ao risco embutido. O EMBI+, que mede o prêmio de risco Brasil saltou de 250 pontos para mais de 320 pontos (desde 13/12/14), um movimento totalmente alinhado à deterioração das ações da Petrobrás.

Outro setor bastante penalizado na Bolsa foi o setor elétrico diante do aumento do risco de um racionamento de energia e do fim dos aportes do Tesouro Nacional no setor. O baixo nível das chuvas, no Brasil, impacta não só o fornecimento de água como de energia, visto a geração no país ser majoritariamente de hidrelétricas. Este problema não é de agora, e é resultado, dentre outras coisas, de falta de planejamento. Qual será a solução? Rodízio? Racionamento? Mais uma vez os governos trabalhando no curto prazo sem pensar numa solução de longo prazo.

Enfim, esperamos que o Ministro Joaquim Levy, apesar de ser uma voz isolada neste governo, consiga manter o Grau de Investimento Brasileiro de forma a evitar uma saída em massa dos investidores estrangeiros. Não será uma tarefa fácil.



Comentário Mensal da Gestão

JANEIRO 2015

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