

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

DEZEMBRO 2014

Comentário Mensal da Gestão / DEZEMBRO 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.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Comentário Mensal da Gestão

Introdução

Acabou o ano de 2014 e com ele o martírio de se conviver com boa parte dos dirigentes de plantão. 2015 será ainda mais desafiador, sobretudo pelos aspectos econômicos internacionais e seus impactos decorrentes, mas estamos com energia e espírito renovados com a nova equipe econômica e o que ela representa neste momento.

A retrospectiva de 2014 nos mostra um ambiente ruim e sintetiza três características, que são reflexo da mudança da política econômica ocorrida no Governo Dilma : (i) baixo crescimento, (ii) elevação do desequilíbrio externo e, (iii) tensões inflacionárias no nível do teto da meta oficial de inflação. Contudo, os fantasmas de 2014 podem continuar nos assombrando em 2015 (e talvez adiante) por conta da corrupção na Petrobras e seu contágio no sistema, em especial no mercado financeiro onde sempre foi referência para captação de recursos e sinalizador de *timing* e níveis de risco. O coeficiente de arrasto da Petrobras para demais empresas brasileiras não é desprezível e essa situação provoca aumento do prêmio de risco do Brasil, com impactos em todos os ativos, inclusive os juros futuros de longo prazo, que, alinhados ao movimento do risco, serão ainda mais potencializados dado o patamar mais elevado do que seria natural em meio ao ajuste monetário e fiscal a ser implementado. Assim, extrapolam-se as necessidades de correção nos campos econômico e financeiro em si, mas também (e não somente) naqueles com ressonância imediata neste segmento, como ajustes nos controles das empresas (especialmente as Estatais) com Governança e maior transparência e controle da corrupção. O ano de 2014 e recentes fizeram um grande estrago cujos reflexos são duradouros, mas a parte técnica é de razoável “facilidade de se equalizar”, basta aplicar o ensinado na Universidade de Chicago e outras de mesma vertente... o problema maior é saber se a Presidente vai “segurar” o custo político deste ajuste necessário. Tomara.

No cenário mundial observa-se o gigantesco impacto da queda do petróleo e a situação política da Grécia que volta a “contaminar” a região do EURO e as decisões de possível adoção de medidas de relaxamento quantitativo pelo Banco Central Europeu (a depender das próximas eleições em 25 Janeiro próximo o país poderá deixar a Zona do EURO). A Rússia sofreu forte deterioração de seu câmbio e seu Banco Central agiu com aumento vertiginoso de sua taxa básica de juros (17% aa) e se tornou em uma adicional e enorme fonte de preocupação – em especial para os emergentes. O grande receio é a possível reprise da crise de 1998 e seu contágio mundo afora...naquela época houve calote da dívida...os russos não “temem” tomar medidas extremas e o pânico pode ser generalizado. Na China sua redução de crescimento toma ares de definitivo e seus impactos se refletem não somente na região (Ásia), mas também em todo mundo – em especial nos demais BRICs. Para algum alívio no cenário mundial, nos EUA a economia encerra o ano com boas perspectivas e, aliado ao cenário internacional, o país já vivencia uma corrida aos seus títulos públicos.

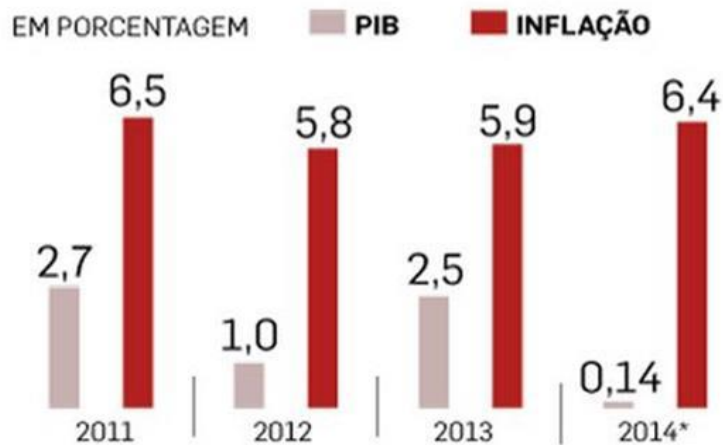
Os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,17%. S&P variou -0,42%, NIKKEI fechou em -0,05%, DAX com -1,76% e FTSE em -5,01%. O Ibovespa terminou o mês em -8,52% e o IBrX em -8,17%. Máximas para DIF15 em 11,64% e DIF17 em 13,05%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,17%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 2,6562.

Comentário Mensal da Gestão

Atividade Econômica

DECEPCIONANTE

● Brasil: crescimento do PIB e inflação em 12 meses



*Projeções da Pesquisa Focus de 29 de dezembro

FONTE: BROADCAST

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

A figura ao lado fala por si só, não somente para 2014, mas para todos os demais anos recentes: inflação alta e desempenho decepcionante da economia. Contudo, estamos confiantes com a nova equipe econômica anunciada e o freio de arrumação e, sobretudo, a guinada na condução da política econômica que se avizinha. O desafio é enorme e a sintonia entre os Ministros da área econômica precisa ser bem afinada, pois o custo e o enfrentamento político será muito difícil...não poderão vacilar ou ter qualquer recaída nos momentos duros que virão. Foco total nos gastos públicos e, em adição às medidas de equilíbrio fiscal e monetário, promover medidas de aumento do investimento e elevação da produtividade da economia brasileira. Tudo isso de forma parcimoniosa, calculada e uma coisa de cada vez...a começar pela reconquista da confiança. O novo Ministro do Planejamento, responsável pelo Plano Plurianual (PPA) que define os rumos do desenvolvimento do país para o médio prazo precisa entender e se alinhar a essa trajetória. Na verdade, mais do que a trajetória, entenda-se o *mind set* e a obstinação inequívoca do que deve ser feito, sem devaneios ou flertes a eventuais adversidades que virão. Desta forma, declarações do Ministro Nelson Barbosa como a seguir não ajudam na consolidação do objetivo e embute “incerteza” de plena união e foco:

“A crise internacional de 2008 encontrou o País preparado para enfrentá-la. O caminho escolhido foi o oposto ao adotado em crises anteriores. O governo apostou em ações emergenciais e estruturais, de incentivo ao crescimento e ao emprego. Essas ações evitaram a contaminação de nosso sistema financeiro pela crise internacional e possibilitaram uma rápida recuperação da economia, após o choque inicial de 2008” ...e segue justificando o desempenho ao lado pelos inúmeros choques enfrentados internos e externos... “Conseguimos preservar os benefícios e programas sociais prioritários e avançar em ações que melhoraram a qualidade de vida da população. A política fiscal teve papel importante nesse processo, ao absorver os choques econômicos via redução temporária de nosso resultado primário”

Tomara que seja somente retórica, pois foi exatamente essa postura que nos trouxe onde estamos.

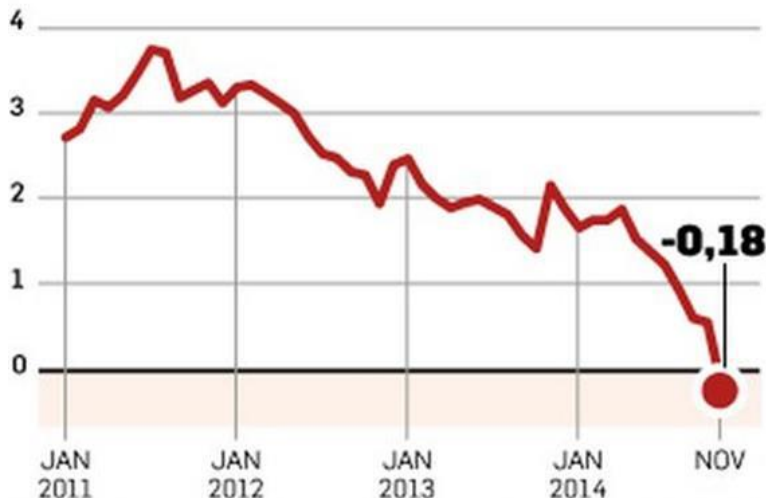
Comentário Mensal da Gestão

Política Fiscal

O CAMINHO DO ROMBO

● Evolução das contas do setor público

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



FONTE: BANCO CENTRAL

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Mais um quadro que diz tudo por si só.

É a herança maldita que Dilma recebe de si mesma, por quê? Porque por mais que queiramos imputar responsabilidades ao Secretário de Tesouro Arno Augustin, este foi acompanhado pelo Ministro da Fazenda Guido Mantega e também pelo Banco Central (BACEN) e, em última análise, pela Presidente. Neste quesito, paira outra dúvida, a exemplo do comentado das declarações do Ministro Nelson Barbosa, a atitude do BACEN (que continuará a ser comandado por Alexandre Tombini) que desde agosto de 2013 dizia em seus documentos que...*"o balanço do setor público tende a se deslocar para a zona de neutralidade"*. E agora, será que o pensamento da Instituição mudou? A realidade é a que se apresenta por meses...o quadro mudou? As pessoas no BACEN (por enquanto) são as mesmas...e as atitudes, serão diferentes? Por quanto tempo? Com qual determinação?

A realidade fática é que a probabilidade de termos um rombo nas contas públicas, o primeiro desde 2001 quando se iniciou a série histórica do BACEN, é enorme. Até poucas semanas atrás o Ministro Mantega declarava que entregaria um superávit de mais de R\$ 10 bilhões, mas os resultados de novembro apontam para um resultado deficitário anual de aproximadamente R\$ 20 bilhões, ou seja, para se chegar ao pretendido, longe do originalmente definido, precisaria gerar um superávit de dezenas de bilhões...até quando vamos tentar cobrir o sol com a peneira?

Solidariedade da equipe e unicidade de pensamento precisam existir, mas também há que existir discernimento, inteligência e senso de julgamento técnico, pois contra fatos não existem argumentos. Enfim, chega de *yes men*...chegou a hora da verdade! Nunca antes na história desse país fomos tão mal, está na hora de mudar...voltar para o que já se provou que dá certo.

E a propósito, voltar para o que dá certo conjuntamente (a equipe econômica), com coerência nas atitudes, declarações e posturas. Independência técnica e profissional, sem proposituras paralelas, venais e/ou desalinhadas.

Comentário Mensal da Gestão

Conjuntura Internacional

A avaliação é de que a economia americana crescerá 3% em 2014 e também em 2015. De fato, a nossa avaliação é também agora embasada nas percepções da presidente do FED (Banco Central Americano) de Cleveland, Loretta Mester, de que a atividade econômica tem se recuperado de maneira "muito firme" e que se registra dados muito bons em termos de expansão, com destaque para o progresso no mercado de trabalho. Em novembro, a taxa de desemprego nos EUA ficou em 5,8% da força de trabalho. Com isso, basta o nível de inflação caminhar para a meta de 2% que o FED interpretará como uma maior demanda por parte dos consumidores, e que seria mais um sinal de recuperação "consistente" da economia, ou seja, um crescimento sustentável. Assim, acredita a economista (e nós!) o FED poderá iniciar a mudança na sua política monetária...em outras palavras, iniciar o aperto monetário com elevação de suas taxas de juros ainda no primeiro semestre de 2015.

Na Zona do Euro o Banco Central Europeu (BCE) está em uma situação difícil agora também por uma questão de calendário. Isso mesmo, a espera de algum reflexo de suas medidas antes de eventualmente implementar outras adicionais, sua próxima reunião acontecerá no dia 22 de Janeiro de 2015, sendo que as eleições na Grécia (cujo resultado pode influenciar sobremaneira a definição de novas medidas em função do resultado do pleito e a consequente saída da Grécia da Zona do Euro) ocorrerá no dia 25 de Janeiro...péssimo momento...difícil arbitrar. O presidente do BCE, Mario Draghi, faz apelos constantemente para que os países da Zona do EURO promovam reformas estruturais, porque, segundo ele *"Temos de criar condições para que todos os países do bloco prosperem de forma independente. Todos os membros precisam estar aptos para explorar vantagens comparativas de mercado, atraindo capital e criando empregos" ...e mais, "... que os países necessitam ter flexibilidade para responder de forma rápida a choques de curto prazo"*. Na verdade, esta reforma estrutural parece estar mais ligada ao campo da Política Fiscal dos países membro, pois enquanto perdurarem estes "desalinhamentos" haverá divergências nos níveis de prosperidade.

Na China a desaceleração já é inconteste. Talvez cresça 7,3% este ano e meta de 7% para 2015 e anos seguintes (se confirmada, a menor em 25 anos!). O governo, que costuma ser uma grande alavanca da indústria chinesa, com altos investimentos em infraestrutura, deve reduzir seus gastos em 2015. As projeções são de que haverá investimento da ordem de 6% do PIB para 2015, metade da taxa prevista para 2014, de 12%, e menos de um terço do patamar de 19% verificado em 2013. Em outras palavras, a festa acabou!

Por fim, juntam-se aos problemas específicos de cada país mundo afora e das correlações que os afetam entre si, dois ingredientes importantes: (i) a valorização constante da moeda americana frente a praticamente todas as moedas e, (ii) a diminuição expressiva dos preços do petróleo. Como essas variáveis afetam cada país e em que magnitude? Alguém se beneficia? Como? Como se pode evitar e/ou minorar seus efeitos? Como poderão as economias saírem da armadilha do baixo crescimento? Onde toda essa orgia macroeconômica nos levará? Respostas nos capítulos seguintes...

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Juros

Desde o início do movimento de alta da taxa Selic iniciado em Abril de 2013, e em especial em 2014, a postura do BACEN foi absolutamente vacilante no primeiro momento e (possivelmente por questões políticas) complacente nos últimos meses. Os aumentos tímidos frustraram o objetivo maior de controle da inflação. Não podia dar em outra, pois com: (i) aumento da Selic em doses homeopáticas, (ii) política fiscal desequilibrada e, (iii) incentivos ao crédito só poderiam resultar em uma inflação bem superior ao centro da meta. Não há mágica! A menos que venhamos (como se promete) com nova postura para o próximo ano os números iniciais também não são nada animadores no quesito inflação. O novo Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, já declarou a necessidade do realinhamento dos preços e ajuste fiscal. É de fato o primeiro passo. O ano de 2015 iniciará com aumento dos preços para o consumidor da energia, do transporte público, da água (em SP devido a escassez, quem usar mais pagará mais), da alimentação, apenas para citar alguns exemplos. Entretanto, a contrapartida para esse realinhamento de preços e sua limitação nos impactos da inflação são o apoio da Política Fiscal bem mais contracionista e uma Política Monetária muito forte – entenda-se aqui aumentos de juros.

As adversidades vem de todos os lados, e o cenário desafiador não é exclusividade nossa. A Rússia elevou sua taxa de juro de 10,5%aa para 17%aa, em uma reunião de emergência, após o Rublo registrar a maior desvalorização em 16 anos. A decisão visou limitar a depreciação da moeda local e os riscos inflacionários. A economia do país sofre com as sanções impostas pelos EUA e seus aliados e com a derrocada do preço do petróleo. Apesar da situação econômica e política Brasileira ser diferente da Rússia alguns investidores veem o Brasil como paralelo à Rússia, fazendo o mercado de renda fixa reagir de forma imediata com a forte alta nas taxas dos contratos de juros futuros. Apesar dos investidores pedirem prêmios mais elevados nos contratos de curto prazo de juros não acreditamos que o Banco Central vá aumentar a intensidade da alta da Selic como feito na Rússia. Mas vai aumentar!

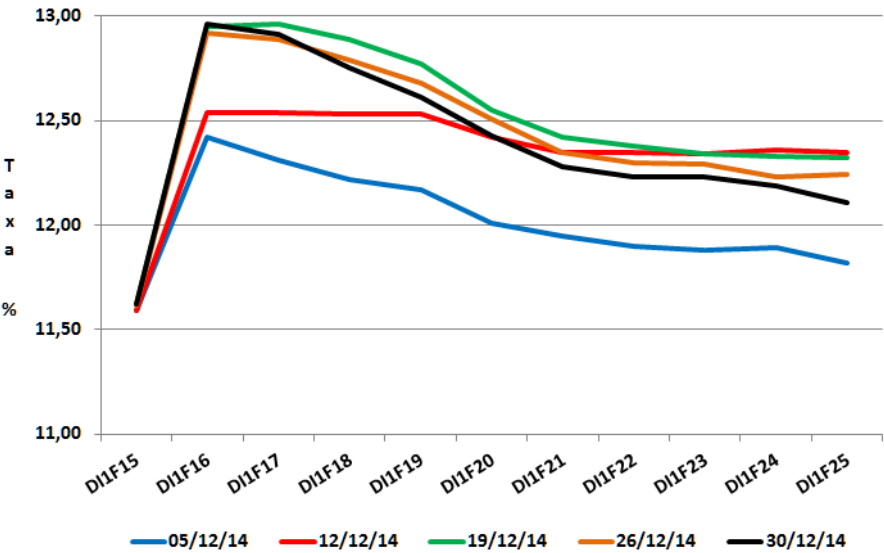
A reunião do COPOM realizada no início do mês, diferente da anterior, não trouxe surpresas. O Banco Central elevou a Selic em 0,5% para 11,75%aa, taxa de fechamento do ano de 2014 contra um fechamento de 2013 em 10%aa. O aumento de 1,75% na taxa básica da economia brasileira, como mencionado, não trouxe alívio para a inflação, mas o represamento do reajuste de vários preços conseguiu (artificialmente) manter a inflação na banda superior da meta de 4,5%aa. Diante da pouca autonomia do BACEN e em ano eleitoral e com a forte influência da Presidente no comando da política monetária não poderíamos esperar algo diferente...esperamos uma postura e atitude diferentes em 2015.

Os contratos de curto prazo (DI1F16) fecharam o ano sendo negociados próximos a 13%aa precificando a “maior independência” do Banco Central na condução da Política Monetária e a formação ortodoxa do novo Ministro da Fazenda. No consolidado do ano, a curva futura de juros teve forte inclinação com os contratos de curto prazo sendo negociados a taxas superiores (perspectiva da necessidade de controlar a inflação) ao início do ano e os mais longos com prêmios inferiores. Movimento similar ocorreu na curva de cupom de NTN-B. O mercado sinaliza o que se espera, alguém está escutando?

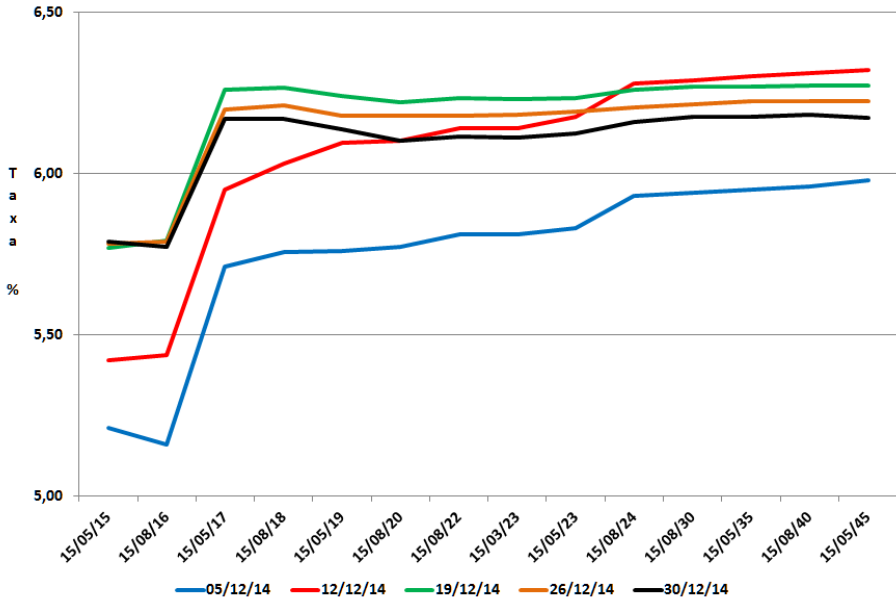
Comentário Mensal da Gestão

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



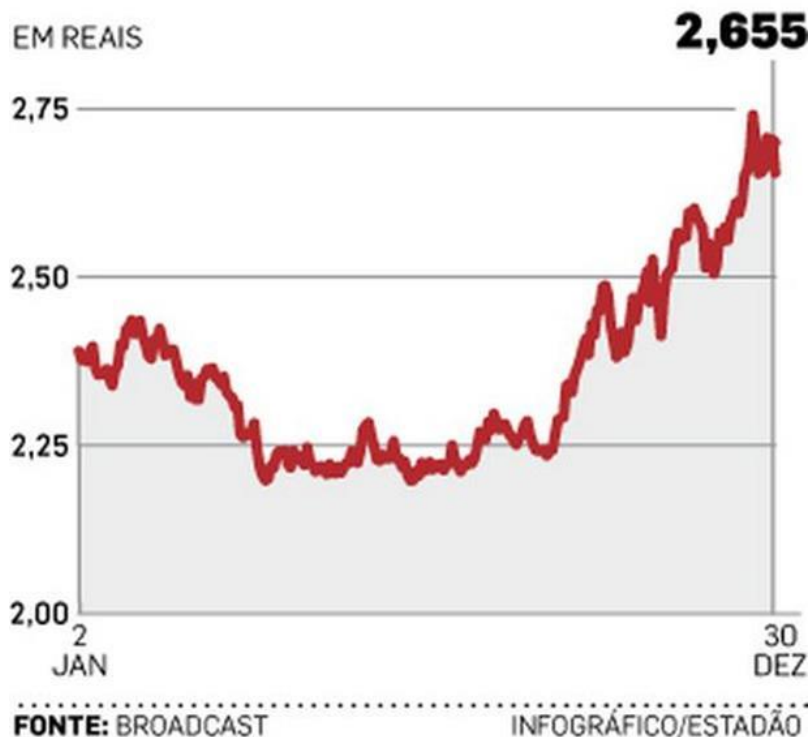
Cupons (NTN-Bs)



Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Câmbio

● Cotação do dólar



Não vamos brigar com definições, mas o gráfico ao lado mostra ou não um *overshooting* do dólar? Seja pelo tamanho da valorização, seja pela combinação desta com a intensidade e o tempo, o fato é que, pelas informações disponíveis, o BACEN trabalhava em seus modelos econômico-econométricos com uma cotação de dólar de referência em R\$ 2,25... esta variável, combinada com as demais norteavam a condução da Política Monetária. Os preços estavam “equilibrados”...e agora, ajustaremos via aumento de juros? Ou deixaremos como está mesmo?

Nem mesmo a forte desvalorização do dólar no último pregão do ano foi suficiente para reverter a desvalorização do real em dezembro (queda de 3,49%) e 13,39% no ano. Pelo quarto ano seguido a moeda brasileira perde valor em relação ao dólar...porém ainda mais importante é a volatilidade recente apresentada (17,2%).

Adicionalmente ao cenário desafiador, como massivamente neste espaço comentado, espera-se em 2015 a elevação da taxa de juros americana e a menor intervenção do Banco Central brasileiro no câmbio, dada as convicções do novo Ministro da Fazenda. O BACEN já informou que irá reduzir em 50% o número de contratos de *swap* ofertados diariamente e que o programa deve finalizar em Abril. Por outro lado e em algum alívio para a situação atual, medidas de afrouxamento da Política Monetária na Zona do EURO e no Japão, somada a um aumento da credibilidade do investidor no Brasil com a nova equipe econômica, pode amenizar a alta do dólar e até um possível retorno para final 2015, a depender das questões internas e externas. “Preços livres” é o que advogamos? Tenhamos todos então!

Entretanto, qual a verdadeira causa motriz desse movimento? O Brasil simplesmente seguiu o mercado externo, especialmente o dos países emergentes? O que leva ao BACEN a não intensificar suas medidas via instrumentos costumeiros? Seria gastar sua munição para um movimento puramente especulativo de curto prazo, ou será que o pensamento mudou? Será que a Presidente deixou de ouvir seu conselheiro e professor Yoshiaki Nakano, a quem se atribui a declaração de que dólar flutuante é bom desde que não flutue?

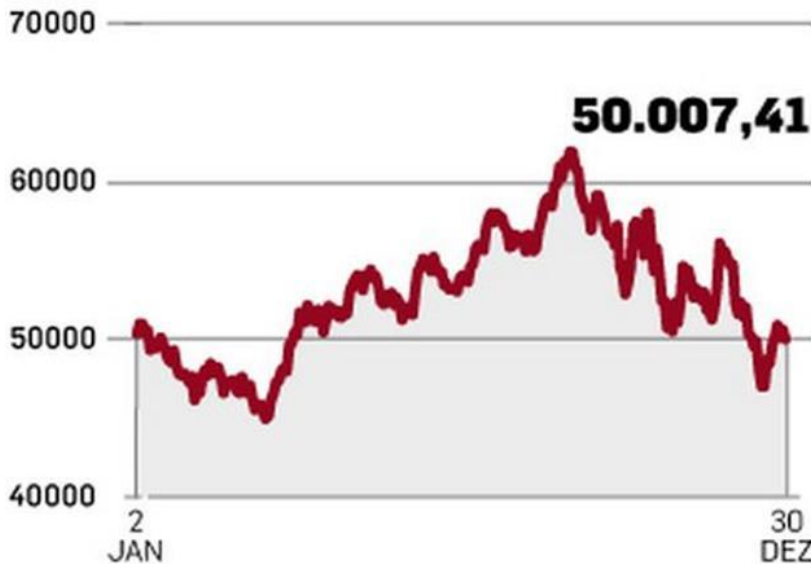
Tempos difíceis. No mercado externo incertezas quanto a condução das políticas econômicas e políticas na Zona do EURO contribuíram para a volatilidade da moeda. Contudo, não vai parar por aí...em especial no curto prazo. É possível que Nouriel Roubini esteja certo...guerra de moedas!

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Bolsa

● Evolução do Ibovespa

EM NÚMERO DE PONTOS



FONTE: BROADCAST

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Objetivamente e em termos gerais, o Ibovespa ficou estagnado em 2014, mas uma avaliação mais detida por setor e expectativas do que se espera pela frente traça um quadro potencialmente muito pior do que o apresentado ao lado.

Nessa linha o *rally* de dezembro (que sempre se espera) não aconteceu! A queda do Ibovespa no ano foi de 2,91% e por pouco fecha abaixo dos 50.000 pontos. O índice só não caiu mais devido a mudança na metodologia da carteira teórica que a partir de 2014 passou a ter maior concentração em bancos em detrimento às ações ligadas a *commodities*. A Bolsa caiu em 3 dos 4 anos do primeiro governo Dilma, totalizando no período queda de 27,84%.

Volatilidade foi a palavra mais utilizada para a Bolsa brasileira em 2014, especialmente no segundo semestre com a proximidade das eleições presidenciais. O índice surfou a onda das pesquisas eleitorais, com elevadas altas na indicação de possível vitória do candidato Aécio Neves e intensas quedas com a manutenção do governo.

O mercado externo também teve importante papel no comportamento dos preços dos ativos domésticos: (i) queda do preço das *commodities*, (ii) desaceleração dos países emergentes, (iii) incertezas em economias centrais e, (iv) conflitos geopolíticos influenciaram o preço das ações negociadas em Bolsa.

O cenário adiante é também bastante nebuloso. A elevação da taxa de juros americana é certa, em nossa opinião ainda no 1º SEM/15, a Zona do EURO entra mais um ano sem se recuperar da crise de 2008, a China reduzirá o crescimento visto nos últimos anos e o Japão sofre com a estagflação. Ufa! Nossas esperanças estão na condução da política econômica com a nova equipe, resta saber se terão autonomia para adotar todas as medidas necessárias para a retomada do crescimento e a manutenção do nosso Grau de Investimento. Será um ano de ajustes, em definitivo, e o Ibovespa, como um todo, tende a sofrer.

Entretanto, mesmo com todas as incertezas quanto ao mercado brasileiro e as denúncias de corrupção na Petrobrás (com potencial contágio), as aplicações dos investidores estrangeiros fecharam o ano de 2014 com saldo líquido positivo na BM&FBovespa, porém com sinalização negativa em dezembro. Relativamente, ao comparar o Brasil com os países da América Latina o investidor ainda vê vantagens em manter posições em ações brasileiras. Oportunidades para (longo prazo) *Value Investing*.



Comentário Mensal da Gestão

DEZEMBRO 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