

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

ABRIL 2015

## Comentário Mensal da Gestão / ABRIL 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.



*“On the road from the City of Skepticism, I had to pass through the Valley of Ambiguity.”*

*“No caminho da Cidade do Ceticismo, eu tive de passar pelo Vale da Ambiguidade.” (Tradução livre)*

*Adam Smith - Economista*

# Comentário Mensal da Gestão

## Introdução

Se no campo das ideias econômicas a serem implementadas o ritmo é intenso, determinado e corajoso, o outro lado da equação não menos importante, o político, parece não facilitar o processo. De fato, se o problema é econômico, não menos importante é a solução política...aliás, em uma democracia nada vai descer “goela abaixo”. Parece que a Presidente Dilma reconheceu, a fórceps (ou entenda-se, por convincentes míseros 13% de aprovação), que não tem habilidade política para conduzir o momento crítico. Na verdade, acabou por delegar a condução política para seu Vice-Presidente, assim como fez com a condução da política econômica para o Ministro Levy. A Presidente Dilma está acuada, e não faltam partidos que querem nocauteá-la de vez com o impeachment.

Neste campo de batalha, o terreno torna-se fértil para além dos questionamentos e discussões próprias e construtivas, espaço para se incutir dúvidas e aproveitamento político. O ceticismo torna-se uma arma de utilização constante, mina o moral e implanta o medo e as desconfianças. O debate e amplo conhecimento faz parte da democracia, legitima as ações e expõe o percurso a seguir, mas a instabilidade não. Também não faz nenhum bem separar “ricos de pobres”, “nós e eles”...somos todos uma só Nação. Nação brasileira que deverá passar por vários ajustes (em especial o econômico-financeiro) diante das seríssimas trapalhadas do passado recente...todos nós, em maior ou menor intensidade, mas todos. Desta forma, se a Presidente está escanteada e se assim for melhor, que assim seja pelo tempo que for necessário. Precisamos vencer o ceticismo e as ambiguidades, fazer valer e cumprir o plano econômico e ressuscitar a economia brasileira que esta mesma dirigente nos levou. 2015 é o ano dos ajustes, a começar pelo Fiscal que trará adequações frente aos excessos cometidos. A hora é de reforçarmos nossas convicções, propósitos e determinações. Não é hora de fraquejar.

No mundo, o programa de compra de bônus do BCE pode realmente fortalecer, no curto prazo, o crescimento na Zona do Euro e evitar o risco de deflação e assim “agradar” ao mercado. Nessa toada, como moda “pega”, a China também sinaliza com seu possível QE (*Quantitative Easing*) e o “circo” esta armado. No equilíbrio econômico mundial prevalecerá aquele que detiver as vantagens comparativas *ricardianas* e as flexibilidades de preços *friedmanianas*. O Banco Central Americano (FED), a frente da economia mais dinâmica do planeta, será o protagonista deste episódio. Os próximos capítulos, ou reuniões do FOMC (Comitê de Política Monetária americano), reservam os possíveis desfechos e consequentes impactos para todas as economias do resto do mundo. Mais uma vez, o nosso dever de casa, o quanto antes estiver pronto, nos ajudará a enfrentar os futuros desafios a serem deflagrados em especial pelo FED. Infelizmente, as atitudes mais prováveis de elevação dos juros americanos não se traduzem, no curto prazo, em apenas uma “marolinha”.

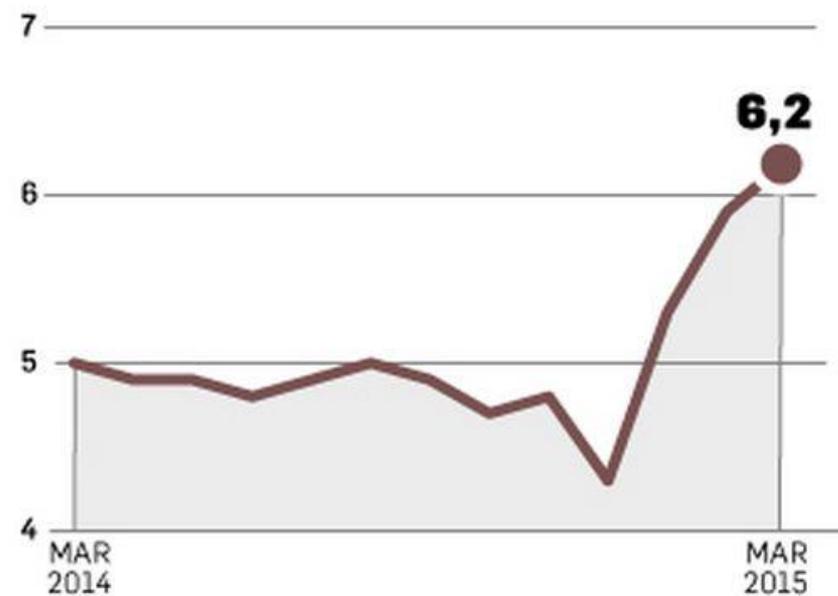
Assim, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,05%. S&P variou 0,85%, NIKKEI fechou em 1,63%, DAX com -4,28% e FTSE em -0,48%. O Ibovespa terminou o mês em 9,93% e o IBrX em 9,12%. Máximas para DIF16 em 13,68% e DIF17 em 13,47%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,10%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 2,9936.

# Comentário Mensal da Gestão

## Atividade Econômica

### ● Índice de desocupação

EM PORCENTAGEM DA FORÇA DE TRABALHO



FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Temos uma boa e uma má notícia, e a confirmação de ambas depende da continuidade dos propósitos apresentados pelo Ministro Levy e sua equipe: levar a cabo o ajuste da economia, realinhando-a a única matriz macroeconômica que realmente funciona – aquela implementada desde o advento do Plano Real. A má notícia é que o desempenho da economia em 2015 será muito ruim mesmo, e a boa é que este aperto levado a sério nos colocará em condições de rápida reversão e reinício de um crescimento sustentado.

Ainda do lado negativo, o que se observa é uma deterioração esperada, porém em um ritmo muito mais acelerado. O gráfico ao lado mostra o aumento do desemprego de forma bastante contundente depois de ter chegado a níveis históricos dignos de “pleno emprego”, mas a partir deste ano já atingindo em Março a marca de 6,2%. Inequivocamente reflexo da contração da atividade econômica...talvez maior que o mercado aposta (entre 1% e 1,5%) e nossas projeções (entre 1,5% a 2%). Na esteira das más notícias, segue ainda a surpreendente redução da renda média real do trabalhador (descontada a inflação) que caiu 2,8% em relação a fevereiro e 3,0% em relação a março de 2014. É compreensível que um ajuste do tamanho proposto e necessário em curso trará reflexos nos mais variados segmentos, sobretudo quando se quebram premissas e dogmas de que preços e outras variáveis macroeconômicas se ajustarão cada qual a seu tempo, intensidade e posição relativa. Melhorar (ou manter) o bem-estar social ao menor custo possível faz parte da transitoriedade para o equilíbrio desejado. Em um modelo onde não existe uma única variável de ajuste ou âncora, a turbulência pode ser grande: a situação limítrofe da Política Econômica ideal e a Economia Política necessária.

Do lado positivo, espera-se que nos próximos meses haja manutenção e até alguma redução no pessimismo e portanto na piora dos indicadores macroeconômicos. Sim, uma ainda que “tímida recuperação” por parte do consumidor como por parte da indústria e do comércio pode acontecer. Muito cedo? Pode ser, mas existe uma certa melhora na percepção do desempenho da economia, se levado os ajustes a efeito. A balança comercial mostra alguma recuperação, sinais de destravamento dos leilões de concessão (receitas extraordinárias!)...enfim, as expectativas ruins em breve se dissiparão.

# Comentário Mensal da Gestão

## Política Fiscal

As contas públicas decepcionam novamente! De um superávit primário esperado de R\$ 3 Bilhões para ridículos R\$ 239 milhões. Fazer os alardeados 1,2% do PIB de superávit não será nada fácil, pois com a economia em recessão, temos naturalmente menos consumo, vendas, produção e por aí menor a arrecadação. Resultado: esforço redobrado para cumprir a meta fiscal.

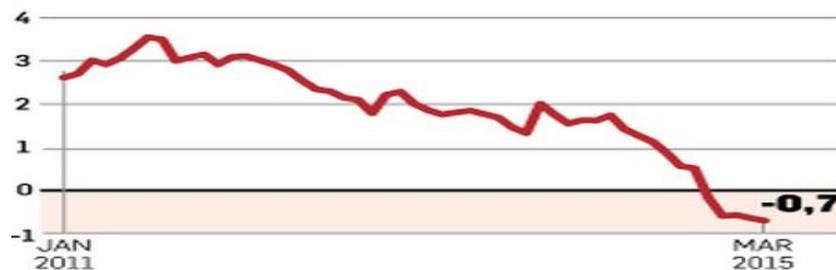
Nos primeiros três meses de 2015, o resultado das contas públicas foi de um superávit primário de R\$ 19,0 bilhões, enquanto que no período acumulado de 12 meses registra-se R\$ 39,2 bilhões, ou seja, 0,7% do PIB, algo abaixo do obtido em 2014. Felizmente o Ministro Levy está atento a este fraco desempenho e advertiu aos ilustres integrantes da Câmara dos Deputados a este respeito e seus reflexos na classificação de risco do País...a bem da verdade, a continuar neste ritmo, o Brasil está mais perto do rebaixamento da qualidade da dívida ao Grau de Especulação do que da manutenção do Grau de Investimento. Não há mais tempo a perder, é imperioso o empenho dos congressistas para aprovação dos ajustes delineados e cumprirmos a meta fiscal – único caminho para a recuperação da economia e retomada do emprego. Não há saída senão reduzir ainda mais as despesas e apelar para as receitas extraordinárias. Privatizações e concessões têm de ser intensificadas, sem medo e sem restrições ideológicas: foco nas decisões que já se mostraram corretas, aceitação das reais responsabilidades Governamentais e inteligência e humildade de reconhecer suas limitações.

O quadro inferior a direita, que não quer calar e mostra o “coeficiente de arrasto” da “brincadeira” passada, demonstra o salto dos recursos tributários que o Governo deixou de arrecadar pela política de incentivos. Brincadeira ou o quê?

## FRÁGIL

### ● Contas do setor público\*

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



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

FONTE: BANCO CENTRAL

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

### ● Desonerações e renúncias fiscais

Impostos e contribuições (Em bilhões de reais)	2012	2015*
Folha de pagamento	3,7	22,4
CIDE - combustível	8,5	5,8
IPI (industrializados)	9,5	7,2
Cesta Básica	1,0	10,3
"Simples" e MEI	5,7	11,0
IOF	2,3	0,4
Nafta e Etanol	–	3,9
Ampliação do lucro presumido	–	2,1
Transporte Público	–	1,6
Telecomunicações e smartphones	–	1,1
Outros	16,2	47,7
<b>TOTAL</b>	<b>46,9</b>	<b>113,5</b>

\* PROJEÇÕES DA LEI ORÇAMENTÁRIA ANUAL

FONTES: RECEITA FEDERAL/MINISTÉRIO DA FAZENDA

# Comentário Mensal da Gestão

## *Conjuntura Internacional*

Quem pensa que o ex-Ministro Guido Mantega deixou suas marcas apenas por aqui na terra dos tupiniquins está muito enganado. Em 2010 o ex-Ministro cunhou uma expressão que é utilizada pelo mundo todo, inclusive atualmente, pela razão inversa do que originalmente o motivou estabelecer aquele “pensamento” – Mantega cunhou o termo Guerra de Moedas. À época o QE americano incomodava profundamente o ex-Ministro porque o Real se valorizava e assim, segundo ele, tornava nossos produtos menos competitivos. Pois bem, agora o termo também está sendo utilizado, mas pela razão de que as moedas dos países emergentes estão se desvalorizando demasiadamente, porque o QE americano acabou e haverá aperto monetário em breve. Que visão! Que eclético, intertemporal e auto adaptável! Bravo, Guido Mantega!!!

Mas afinal, estes programas de afrouxamento monetário que se expandem na Europa, Japão e possivelmente na China é uma estratégia saudável? Ou seria um jogo de soma zero? Claramente os Bancos Centrais da Europa e Japão querem ver suas moedas desvalorizadas, taxas de juros mais baixas para que hajam estímulos na demanda agregada, melhoras na balança comercial e também nos investimentos...mas, obviamente, nem todas as moedas podem se desvalorizar...assim o que vemos como reação imediata, até que um novo equilíbrio dinâmico geral se estabeleça, é volatilidade! Para uma pequena parcela de operadores de volatilidade no mercado financeiro parece boa notícia, mas para o resto da economia real um verdadeiro desastre. Volatilidade cambial impõe a necessidade de *Hedge* para as empresas (mais custos, acompanhamento e programações), tira foco e assertividade na pauta de exportações das empresas e diminui apetite dos investimentos diretos e estrangeiros. Resultado: o crescimento econômico sofre. Mas infelizmente a conjuntura internacional hoje, em especial direcionada pelas principais economias do planeta, segue justamente este caminho: a Lei de Gerson (tirar vantagem espertamente um dos outros...não se sustenta...e o que importa mesmo é combater a crise em suas origens, pois no longo prazo câmbio será sempre só mais um preço...preço este que em uma economia cada vez mais globalizada traduzirá o nível geral de preços. Utópico? Certamente não!

Na Europa, o PMI (Índice de Gerentes de Compras) industrial da Zona do Euro foi de 52 (caiu) com destaques para: Espanha com 54,2 (caiu), Itália 53,8 (subiu), França 48 (caiu), Alemanha 52,1 (caiu) e Reino Unido que caiu para 51,9 – o resultado foi o mais baixo em sete meses, frustrando expectativas de alta prevista em 54,5. Na China o PMI Industrial oficial ficou estável em 50,1, enquanto que no Japão caiu para 49,9 ante aos 50,3 de Março.

Nos EUA, o PMI Industrial de Abril ficou abaixo das expectativas preliminares e tocou o patamar mais baixo em três meses: 54,1. Também os investimentos em construção caíram 0,6% (Março ante Fevereiro), mas o Índice de Atividade Industrial (ISM) manteve-se estável em Abril. Ainda do lado positivo, o Índice de Sentimento do Consumidor (Michigan) subiu neste mês. Pois bem: atividade econômica, inflação e desemprego... as expectativas não se alteraram muito recentemente e com isso o FED (Banco Central Americano) manteve sua postura na última reunião sem um direcionamento específico para quando do início do aperto monetário tão aguardado. Enfim, eles comandam e nós (resto do mundo, em especial os que não fizeram o dever de casa quando podiam e deviam), ficamos como “bala em boca de banguelo”...

Enquanto isso, é verdade que não precisamos inventar uma nova frase de efeito, mas bem que seria legal uma que traduzisse nossa atitude quando a conjuntura Internacional nos era favorável, sobretudo nos termos de troca, e ignoramos solenemente.

# Comentário Mensal da Gestão

## *Mercados - Juros*

Retração econômica, inflação acima do teto da meta, deterioração das contas públicas e taxa de desemprego crescente. Fato! Este é o cenário de 2015.

Para fins de Política Monetária, o nosso Banco Central (BACEN), observa todas estas variáveis. A principal, no entanto, o aumento generalizado e constante de preços, vulgo inflação, parece estar mais atrelada aos reajustes e realinhamento de preços (sobretudo por aqueles administrados e seus efeitos correlatos), do que propriamente aumento de consumo *per se*.

Pois bem, pouco importa! Em um acesso de “lucidez” o BACEN “enxerga” os aumentos dos juros como adequado...inclusive para manter-se vigilante e combater os efeitos secundários. Ótimo! Efeitos de segunda ordem nos preços, mas como ficará sua postura com os efeitos de terceira ordem nos impactos da atividade econômica e do desemprego? Será que os Diretores se esqueceram que o BACEN não tem autonomia? Que são indicações políticas? Mais do que isso, o Banco Central no afã de posar tecnicamente livre e politicamente intocável e para “agradar” ao “mercado”, mantém o discurso de que a inflação convergirá para o centro da meta em 2016. No entanto, como contra fatos (e histórico) não existem argumentos, sua postura e condução não endossam tal afirmação e intuito, e utilizando os instrumentos monetários e coerência de atitudes de costume temos nossas dúvidas.

Tony Volpon e Otávio Damaso foram nomeados por Dilma para a diretoria do Banco Central e participaram pela primeira vez da reunião do Copom nos dias 28 e 29 de abril. Os novos executivos, junto com os demais membros do Comitê, decidiram pela elevação da SELIC em mais 0,5%, sem viés, por unanimidade. Quanto ao comunicado, pós reunião, o BACEN deixou em aberto a magnitude dos próximos movimentos. Pode ser que com estes dois novos integrantes a realidade mude. Será?

De toda sorte, se não podemos contar com um BACEN 100% independente e crível nas suas declarações, ao menos parece haver (atualmente) uma redução dos ruídos políticos. Isso, entretanto, não diminuiu a dificuldade na aprovação do pacote fiscal...assunto prioritário que precisa alinhar-se com a Política Monetária para maior eficácia no combate a inflação. O *status quo* prejudica as contas do governo e traz incertezas para o mercado financeiro. Essa situação refletiu, principalmente, nos juros de curto prazo trazendo volatilidade para o mercado.

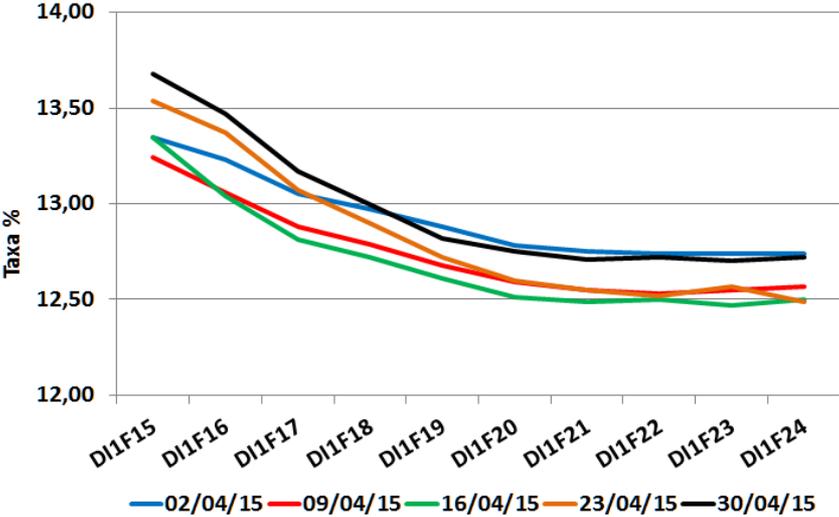
No consolidado do mês, os juros futuros reduziram os prêmios na parte longa da curva. Já a parte curta da curva de juros trabalhou em vários pregões descolada do movimento do câmbio, com o mercado pesando mais a decisão do COPOM de manutenção do ritmo de elevação da SELIC. Quanto aos juros longos, os investidores começam a olhar mais para frente (2016) já que em 2015 é dado que a inflação ficará acima da meta. Assim como na curva de juros, a curva de NTN-B teve sua inclinação alterada: elevação dos cupons curtos e redução do prêmio dos títulos de longo prazo.

A transparência nas atitudes, o entendimento do real funcionamento e objetivos da Política Monetária é, antes de tudo, uma ferramenta “aliada” na condução da Política do BACEN...os efeitos surpresa, mistérios e “cartas na manga” em regra não resultam bons efeitos. Quanto será inflação em 2016?

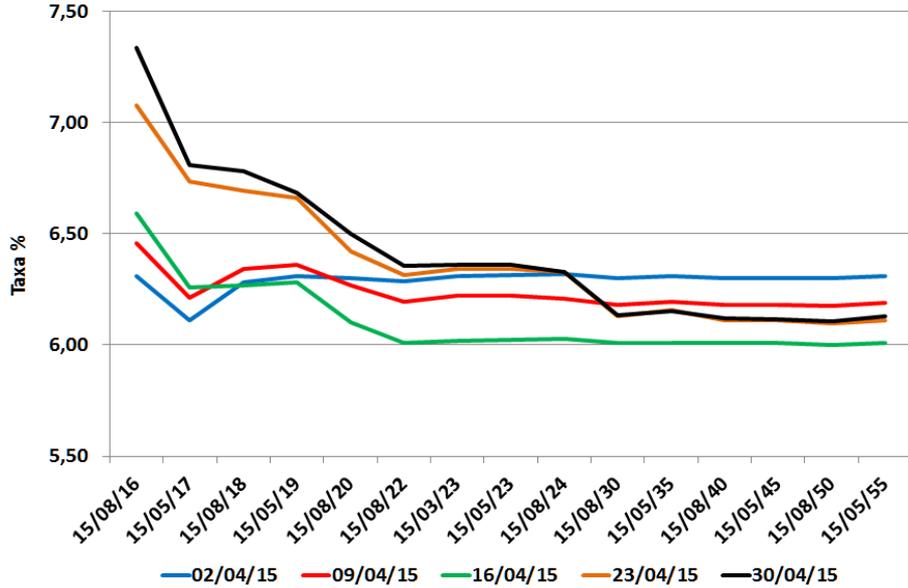
# Comentário Mensal da Gestão

## Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)

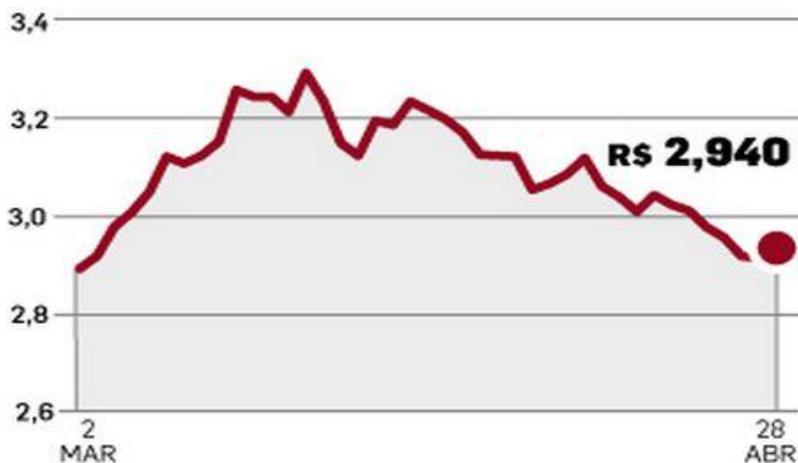


# Comentário Mensal da Gestão

## Mercados - Câmbio

### RECUO

#### ● Cotação do dólar



FONTE: BROADCAST

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Entender a Política cambial está cada vez mais difícil...afinal, o dólar flutua livremente ou não? BACEN continuará intervindo? Leilões de *Swaps* acabam?

Em passado muito recente (como mostra o gráfico ao lado) a cotação do USD já subiu e voltou a cair, com o BACEN sem saber ao certo o que considera “adequado” (em princípio câmbio livre está *sempre* adequado). Depois de chegar a R\$ 3,31 (nessa hora o Brasil viraria a Argentina), as cotações diminuíram sistematicamente (começamos a parecer gente de novo) e entendemos a reação do mercado (e portanto este fenômeno) por três razões, basicamente: (i) o FED não aumentaria sua taxa de juros neste momento (implica alta liquidez no mundo), (ii) nosso juros domésticos mais altos atraem dólares (possível reinício de *carry trade*) e (iii) uma certa recuperação da confiança interna.

Pois bem, neste mês tudo caminhava para o fechamento do dólar à vista bem abaixo dos R\$ 3,00. Mas no último pregão do mês a moeda americana teve forte valorização devido a disputa pela Ptax, as dúvidas do mercado quanto a rolagem dos *swaps* com vencimento em junho e uma piora sobre os fundamentos do Brasil (pasmem, apenas três dias depois da mínima!), após o fraco superávit primário do setor público consolidado em março. No mês, a moeda americana recuou -6,68% e fechou negociada a R\$ 2,99 (Ptax venda).

A realidade fática é que o dólar encerrou o mês abaixo dos R\$ 3,00 por 5 pregões devido uma melhora na percepção sobre o Brasil em razão do encaminhamento das medidas de ajuste fiscal no Congresso, da publicação do balanço da Petrobras (apesar do prejuízo de mais de R\$ 21 bilhões relatado pela estatal em 2014) e do fluxo positivo de capital externo. Mas o investidor continua atento, e caso o governo não consiga aprovar o programa de ajuste fiscal novas pressões sobre o real virão a exemplo do que ocorreu no último pregão do mês.

Pelo cenário externo, especialmente quanto ao início do aperto monetário nos EUA (nosso cenário), os fundamentos locais mostram um novo movimento de valorização rápida (e efêmera aos níveis atuais) da moeda americana frente ao Real. O cenário que poderia levar as novas altas do dólar seria uma deterioração maior das variáveis macroeconômicas e a consequente redução da confiança do investidor e saída do capital externo (via efeito *Flight to Quality*). E o BACEN nada quer, pode ou vai fazer. Certo?

# Comentário Mensal da Gestão

## *Mercados - Bolsa*

Recuperação da confiança dos investidores estrangeiros na economia brasileira, divulgação do balanço de 2014 da Petrobrás e a forte valorização do minério de ferro fizeram o Ibovespa subir 9,97% no mês. Será que podemos comemorar? Acreditamos que ainda não!

Com base nos resultados de empresas já divulgados é difícil justificar os atuais níveis do Ibovespa. O movimento de abril deve-se, primordialmente, ao fluxo positivo dos investidores estrangeiros e não aos fundamentos das empresas brasileiras. Os estrangeiros veem o que nós não vemos...mesmo?

O Ministro Levy tem estabelecido uma boa relação com o Congresso, em nome do Planalto. A Presidente Dilma tem declarado que o governo fará grande corte no orçamento de 2015, a despeito da aprovação da verba para os partidos, e que ela fará de tudo para chegar a meta fiscal estabelecida. A escolha do vice presidente Michel Temer para comandar a articulação política do governo foi bem aceita pelos investidores. Entretanto, o pacote de ajuste fiscal continua pendente de aprovação no Congresso e os números consolidados de março do setor público decepcionaram colocando em risco a atingimento da meta do superávit fiscal de 1,2% do PIB em 2015. Isso tudo, de um jeito ou de outro, influenciou o desempenho do Ibovespa.

Finalmente! No dia 22 de abril a Petrobrás divulgou o Balanço do 4º Trimestre de 2014, com ganhos operacionais mas enormes perdas contábeis. O resultado foi positivo na medida que o governo não precisará utilizar seu caixa para salvar a companhia, no curto prazo. O maior risco para a saúde financeira da petrolífera foi resolvido. Com a divulgação dos resultados, não parece mais haver a possibilidade de os credores pedirem vencimento antecipado de parte da dívida, pois houve respeito as cláusulas restritivas. O assunto tem destaque porque, dado o tamanho da empresa e sua significância para o país, em todos os sentidos (confiança, investimentos, etc.), tem o poder, em alguma medida, de impactar e formar expectativas positivas ou negativas.

Mesmo com o resultado ruim, as ações da empresa Vale tiveram forte valorização no mês. Pesou sobre esse desempenho o preço do minério de ferro que valorizou no mercado internacional após medidas de incentivo ao crescimento na China, redução da produção nas mineradoras de maior custo e mudanças no plano de expansão da BHP Billiton, maior empresa de mineração do mundo.

Enfim, duas das principais empresas do Ibovespa foram bem...e assim o índice foi bem. Bom isso? Que nada! Ibovespa reúne poucas ações e ainda razoavelmente concentrado, mas sobretudo pela sua liquidez é o mais “apreciado” e “visto” aqui e no mundo. Contudo, longe de ser um índice realmente representativo.



# Comentário Mensal da Gestão

ABRIL 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](mailto:redwood@planner.com.br)

[www.planner.com.br](http://www.planner.com.br)