

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

FEVEREIRO 2015

Comentário Mensal da Gestão / FEVEREIRO 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.



“There’s no such thing as a free lunch.”

“Não existe almoço grátis.” (Tradução livre)

Milton Friedman - Economista

Comentário Mensal da Gestão

Introdução

Chegamos ao segundo mês do novo Governo com o Ministro Levy a frente de um dos maiores desafios dos últimos anos. De fato, estamos praticamente a 2/3 do prazo tradicional de 100 dias para a primeira avaliação dos novos rumos de um Governo. E a verdade que se apresenta é muito pior do que a imaginada, não somente pelos desmandos e estragos do passado recente, mas pelos impactos decorrentes das ações implementadas que perduram ao longo do tempo. Contra tudo isso, iniciou-se uma cruzada que promete ser implacável, se o Ministro Levy permanecer, no sentido de se reduzir despesas e aumentar as receitas. Sim, porque a ideologia que sustentou a fracassada matriz macroeconômica, colocada em prática pelo ex-ministro Guido Mantega e pelo ex-secretário do Tesouro Arno Augustin com aval da Presidente Dilma, ainda se sustenta por vários integrantes do Governo Federal e, em certa medida com toda razão, por aqueles que votaram na Presidente diante de seu discurso político. A afirmativa e preocupação respalda-se nas rusgas da Presidente para com o Ministro Levy, frente às suas declarações mais do que coloquiais a respeito da política de desonerações conduzidas pelo ex-Ministro Mantega e sua equipe. A bem da verdade o Ministro Levy foi “politicamente incorreto”, mas em sua defesa (ainda que frágil perante seu posto) resta que qualquer um que não tenha sangue de barata, tenha mínimos conhecimentos de eficiência econômica, não padeça de extrema rigidez mental e/ou seja patriota, teria tido a mesma reação. O passado ninguém mudará, e ele está aí o tempo todo a nos lembrar das mazelas feitas. Ministro e Presidente precisam respirar fundo.

O processo de ajuste iniciado agora não tem nada de ideológico, trata-se simplesmente da retomada do rumo das coisas, em especial das contas públicas, pressuposto basilar para qualquer política econômica racional. Assim, a decisão de “mudar” da Presidente foi fundamental ou, inevitável, para alguns...sim, pois a deterioração de todo o quadro econômico-financeiro seria inexorável. Contudo, a Presidente não parece muito convencida e convincente em suas declarações...de fato, o desconforto com as novas medidas econômicas parece colossal. Enfim, *“à mulher de César não basta ser honesta, deve parecer honesta”*...o Brasil criou problemas demais para si, complexos e de solução penosa à população mais carente. Unicidade de atitude e pensamento já!

No cenário mundial, temos mais medidas de relaxamento monetário na China, sempre no intuito de ajudar o país a implementar suas prometidas reformas estruturais, ou seja, a volta do Governo ao modelo econômico tradicional. Do lado europeu o anúncio do pacote trilhonário pelo BCE mês passado, deflagrou ainda mais acentuadamente o relaxamento monetário em outras economias do globo. Diante desse movimento, o FED adota postura que se interpreta no mercado como vacilante na definição (*timing*) de seu aperto monetário, haja vista a potencial divergência entre a política monetária doméstica e a internacional, cujos reflexos são diretamente verificados na valorização do Dólar Americano frente a basicamente todas as divisas.

Neste ambiente, os Treasuries dos EUA fecharam o mês em 2%. S&P variou 5,49%, NIKKEI fechou em 6,36%, DAX com 6,61% e FTSE em 8,95%. O Ibovespa terminou o mês em 9,97% e o IBrX em 9,33%. Máximas para DIF16 em 13,24% e DIF17 em 13,21%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,12%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 2,8782.

Comentário Mensal da Gestão

Atividade Econômica



O quadro ao lado representa as expectativas do mercado no momento, absolutamente em linha com nosso cenário de início deste ano, cuja reavaliação formal ocorre a cada trimestre...em breve analisaremos o alinhamento ou não das trajetórias das variáveis. Enfim, realmente *não existe almoço grátis*...estamos pagando (e vamos pagar por pelo menos todo este ano) um preço bem alto pelo fracasso da política econômica dos últimos quatro anos – a chamada nova matriz macroeconômica..

Mas o ajuste da economia já está em curso, um procedimento ortodoxo cuja austeridade (falta muito ainda do lado dos cortes de despesas) pretende atacar ambos os lados econômico (resultados práticos numéricos) e de credibilidade. Por mais paradoxal que pareça no curto prazo, a política em curso no médio/longo prazo fortalecerá o que mais nos importa agora: poupança! Somente com poupança teremos investimentos, eis a identidade seminal de economia: a igualdade entre Poupança e Investimentos.

É fato que a política econômica recente provocou desequilíbrios, foi incapaz de produzir o crescimento econômico, esvaziou a indústria, produziu resultados medíocres do PIB, trouxe o fantasma da inflação alta (agora acima do teto da meta), o rombo (déficit nominal) das contas públicas e o déficit das contas externas (conta corrente) e, por fim, a redução de postos de trabalho como consequência de tudo isso. Pois bem, isso vai mudar. Contudo, nenhum economista sério negará que a travessia será muito difícil (juros mais altos, desemprego em alta, atividade econômica fraca, etc.), o *almoço grátis* do passado vai nos custar um banquete no curto prazo, mas o pragmatismo e determinação são essenciais neste momento. Inequivocamente, toda a política econômica deve estar voltada ao combate implacável e primeiríssimo à inflação.

Enfim, vários são os interesses para uma economia melhor: mais e melhores empregos, negócios, qualidade de vida, bem-estar social, etc. Por outro lado, não são várias as alternativas disponíveis de política econômica para se chegar a tanto...precisamos pagar por cada almoço nosso.

Comentário Mensal da Gestão

Política Fiscal

A política de desonerações, orquestrada e implementada pela dupla Mantega-Augustin, fazia parte da chamada abordagem anticíclica da política econômica e deu no que deu. O esvaziamento dessa política, cujo êxito depende, dentre outras coisas, inclusive, do Congresso Nacional, será um importante passo neste processo inicial de ajustes. Será um divisor de águas (o primeiro de muitos, espera-se) ver a Presidente e seu bloco de apoiadores defender esta tese e, no todo, o programa de Levy.

Um bom indicador é que por ocasião do puxão de orelhas dado pela Presidente no Ministro Levy diante das “impropriedades” ditas a respeito da Política de Desonerações, ao menos não o obrigou a voltar atrás (se é que ele faria isso) com as declarações e medidas, como aconteceu com o ministro do Planejamento, Nelson Barbosa, que teve de recuar em relação às suas declarações iniciais sobre a mudança na política de reajuste do salário mínimo. Qual o resultado prático disso? O mercado entendeu e aposta dando o benefício da dúvida à Presidente quanto à disposição em seguir com o ajuste.

Mas, afinal, porque a Política Fiscal é tão badalada pelos economistas? Quais as verdadeiras funções e o que de fato esperar dessa “ferramenta”? Um trabalho publicado pelo FMI em 2006 denominado *Fiscal Adjustment for Stability and Growth* responde questões fundamentais tais como (i) quando o ajuste fiscal é necessário, (ii) como a posição fiscal deve ser avaliada, (iii) o que faz o ajuste fiscal ter sucesso, (iv) como o ajuste fiscal deve ser conduzido e, (v) quais Instituições podem ajudar no ajuste fiscal. Mais ainda, o trabalho se concentra em tópicos mais amplos em vez de aspectos mais técnicos e/ou teóricos e, embora muita da análise possa ser relevante para economias mais avançadas, seu foco é para países emergentes e economias de baixa renda. Resumidamente, as respostas resultam no que o próprio título do trabalho sugere: ajuste fiscal para estabilidade e crescimento. Fundamentalmente, governos procuram promover o bem estar social por meio do crescimento econômico sustentável e redução constante da pobreza e uma Política Fiscal sadia é essencial para se conquistar a estabilidade macroeconômica, por sua vez condição *sine qua non* para todas demais políticas. Um ajuste fiscal bem conduzido e de alta qualidade e foco pode “induzir” ao aumento da poupança, melhorar a eficiência das alocações dos recursos e, por conseguinte, auxiliar no desenvolvimento do país.

Por fim, há que se ressaltar que a Política Fiscal (sua implementação, ajustes, avaliações e correções) não é algo incipiente ou de pouco estudo e pesquisa, não mesmo (embora ainda não esgotado)! Na verdade muito bem estudado, no mundo e no Brasil. Assim, todos os ajustes podem ser avaliados *ex-ante* e (claro) *ex-post*, com resultados esperados com razoável margem de acerto. O cálculo do Impulso Fiscal, indicador que agrega subsídio relevante ao acompanhamento do impacto das atividades do governo na economia, evidencia as ações discricionárias do governo para adequar, por exemplo, a postura fiscal aos ciclos econômicos e a estratégia de manter a relação Dívida/PIB em níveis aceitáveis. Matemática simples, não dói muito.

Mais uma vez, dá para se calcular antes. O ex-Ministro Mantega sabia (assim queremos crer) onde nos levaria, o atual Ministro Levy sabe onde nos levará.

Comentário Mensal da Gestão

Conjuntura Internacional

Com absoluto alinhamento às nossas perspectivas, o presidente do FED (Banco Central) de Dallas, Richard Fisher afirmou que o BACEN Americano deveria elevar juros mais cedo do que mais tarde, contudo ele não quer que o aperto seja feito de maneira muito rápida ou frequente demais. Fisher disse que o Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) deveria agir gradualmente na elevação de juros e evitar movimentos reativos dos investidores, o que poderia prejudicar os mercados e a economia enquanto o FED "normaliza" a política. Quando começar a elevar juros, o FOMC não deve necessariamente tomar medidas de aperto a cada encontro e deve refinar sua comunicação, de modo a esclarecer as informações para os mercados financeiros. Em outras palavras, a economia é um grande transatlântico, melhor reduzir velocidade aos poucos para fazer a "curva" do que se sujeitar a ter de tomar medidas mais drásticas e acentuadas – aqui bem entendido o aumento de taxas de juros e demais medidas de aperto monetário. Melhor isso agora do que o risco de desaquecimento econômico indesejável adiante. Nossos cenários continuam com a perspectiva de aumento de juros pelo FED no final 1º SEM ou início 2º SEM de 2015.

Na Europa, a insegurança sobre o futuro da Zona do Euro é total. Após as eleições da Grécia, seus novos governantes entraram em longas negociações com credores internacionais sobre o pacote de resgate do país, cujo resultado foi uma solução parcial com a extensão do programa de ajuda por mais quatro meses, ou seja, em bom português: empurrou-se com a barriga. O índice de preços ao consumidor na Zona do Euro caiu menos em Fevereiro/15 em relação a Fevereiro/14, mas apesar de um ritmo menor, a inflação no bloco continua muito abaixo da meta do Banco Central Europeu (BCE), que é de taxa ligeiramente inferior a 2,0%. A taxa de desemprego também não mudou muito, saiu de 11,3% para 11,2% - uma diminuição de 140 mil no número de desempregados no bloco. Eis os motivos e as razões para o tamanho do pacote implementado pelo BCE...assim os economistas por lá entendem .

Na China, o Banco do Povo da China (PBOC, o Banco Central Chinês) anunciou a redução na taxa de juros de concessão de empréstimo de um ano em 0,25 ponto percentual, para 5,35%, de 5,60% anteriormente. A taxa de depósito de um ano também foi reduzida em 0,25 ponto percentual, para 2,50%, de 2,75%. Estas medidas ocorrem às vésperas do Congresso Nacional do Povo, evento do Partido Comunista que define as metas e projeções econômicas para o ano. Como neste espaço já adiantamos, espera-se uma meta mais tímida de crescimento: de 7,0% contra 7,5% no ano passado. As medidas são uma tentativa do Banco Central de estimular a demanda agregada e combater o risco deflacionário, além de incentivar o mercado imobiliário. Entretanto, assim como aqui, lá também parece haver grande necessidade de ajuste fiscal.

Resguardadas as particularidades de cada país, uma vez feito o bom diagnóstico, as fórmulas e modelos econômicos servem para qualquer país, em qualquer tempo e (em quase) qualquer circunstância. .. e os resultados vem rigorosamente em linha, para americanos, europeus, chineses ou brasileiros.

Simples? Não, mas é uma verdade incontestável.

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Juros

Tranquilidade, previsibilidade, baixa volatilidade. Esqueça! Mas não é renda fixa?

O cenário econômico se deteriorou em fevereiro. Foi um mês de revisões das projeções macroeconômicas para boa parte do mercado. Para ilustrar, o Boletim Focus divulgado pelo Banco Central na primeira semana do mês (02/02/15) mostrou pela primeira vez a inflação do IPCA para 2015 acima de 7%, as pesquisas seguintes indicaram sucessivos aumentos, sendo que no último Boletim do mês (23/02/15) o IPCA ficou em 7,33%. O mesmo aconteceu com os outros indicadores da economia brasileira. O PIB que iniciou o mês no terreno positivo fechou com projeção de -0,5% (retração). As projeções da SELIC para final de 2015 elevaram-se de 12,50% para 12,75%. Com esses novos números, as expectativas do mercado passaram a ficar mais em linha com as da Redwood.

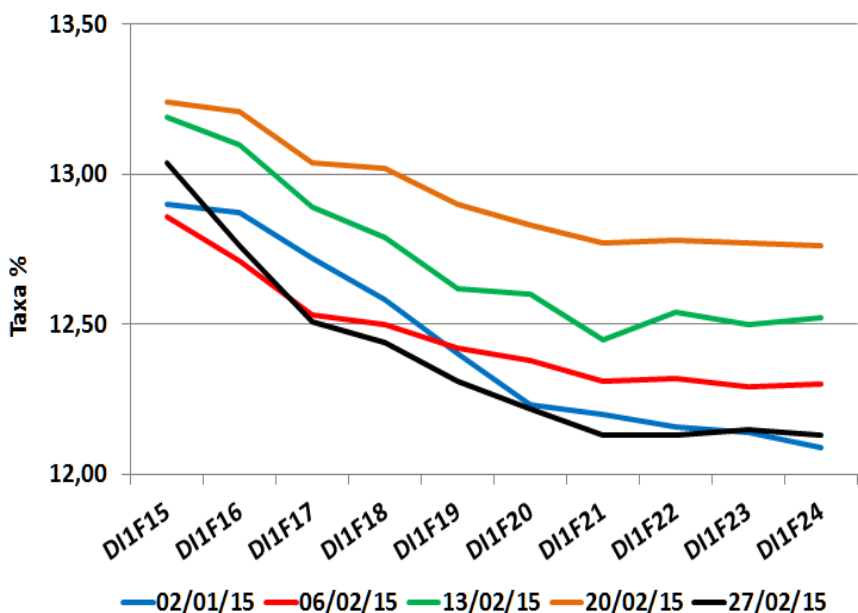
As preocupações com os fundamentos domésticos, o acordo entre a Grécia e os seus credores internacionais e a eterna dúvida de quando será o aumento dos juros nos EUA trouxeram grande volatilidade para o mercado de juros. Internamente o receio do mercado é em relação a aprovação do pacote fiscal proposto pelo Ministro Levy pelo Congresso visto as dificuldades de comunicação entre Governo e Congresso. De toda sorte, as novas medidas na área fiscal divulgadas no fechamento do mês (limites nos gastos do poder executivo, aumento de alíquotas sobre faturamento de empresas e menor devolução a exportadores via Reintegra), somadas ao superávit primário de R\$ 21,063 bilhões em janeiro fizeram as taxas dos contratos futuros recuarem de forma consistente, em especial na ponta longa. Por outro lado, o cenário de inflação pressionada colaborou para o movimento da curva de juros ao longo do mês. Os contratos futuros de curto prazo tiveram forte elevação com grande parte do mercado precificando elevação de 0,50% da Selic na reunião de março, especialmente após declaração do novo diretor de política monetária do BACEN, Luiz Awazu, de que a instituição trabalha focada no objetivo de trazer a inflação para a meta de 4,5% em dezembro de 2016. Será sonho de uma noite de verão?

O questionamento não tem nada de cinismo ou crítica rasteira. A Política Monetária precisa ser firme, objetiva e clara. Independentemente do regime adotado de controle inflacionário, a formação das expectativas é fator crucial e a comunicação do BACEN, em última análise, extremamente importante. Há que se ter um cuidado enorme em como o BACEN se comunica com o mercado – de fato, se bem utilizado é uma ferramenta muito útil. Em Dezembro passado a mensagem era conduzir a política de juros “com parcimônia” e com a nova equipe econômica “fará o necessário para combater a inflação”...um verdadeiro samba do crioulo doido. Qual o motivo da mudança repentina de orientação? O realinhamento dos preços que “ninguém” sabia viria? E como o BACEN fará para a inflação convergir para 4,5% em 2016? Pairam muitas dúvidas se a equipe do BACEN, surpreendida constantemente com “adversidades”, tem capacidade e competência para entregar o que promete. Quer mais? Em 2014 dizia que a Política Fiscal deixaria de produzir inflação, em 2015 passou a dizer em seus documentos que, agora sim, se pode contar mais com a Política Fiscal na tarefa de controlar a inflação. E o que falar da atividade econômica, o BACEN será o verdadeiro guardião da moeda ou flertará com os necessários aumentos de juros em uma arbitragem de “Inflação x Crescimento Econômico”? Parece mesmo sonho de uma noite de verão que, torçamos, não se torne um pesadelo.

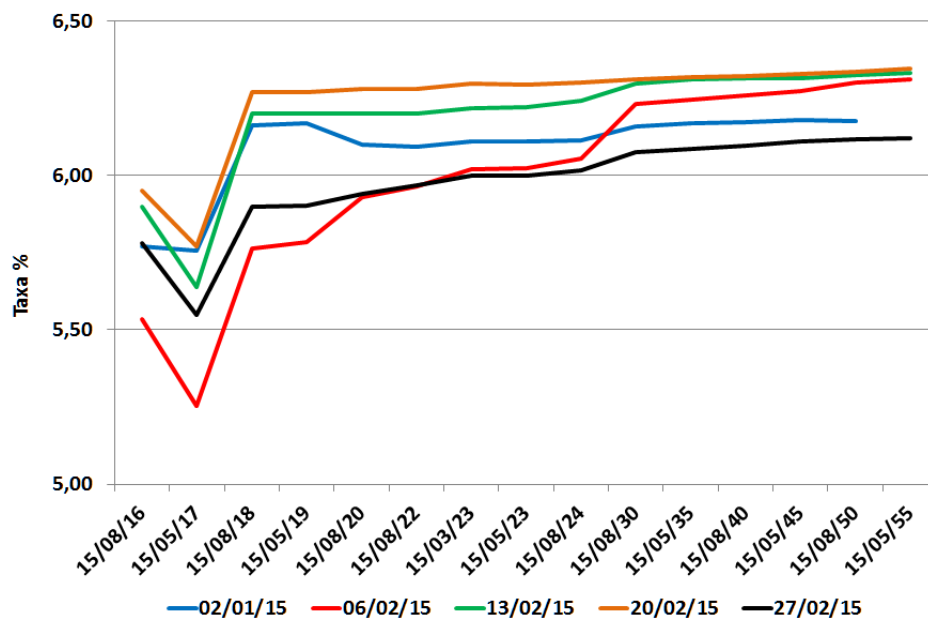
Comentário Mensal da Gestão

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Câmbio

Mudança de patamar: dólar ao redor de R\$ 2,90. A moeda disparou e atingiu níveis não vistos há mais de 10 anos. Será pontual ou novo nível de negociação?

Acreditamos que seja um movimento mais pontual, de incertezas relacionadas ao cenário doméstico e ao início da elevação dos juros nos EUA. Em nosso Cenário Probabilístico (Provável) trabalhamos com uma perspectiva de desvalorização do Real no primeiro semestre, vistos os fatores citados e posterior reversão com a valorização do Real até o fechamento do ano. É isso, ponto. Contudo, uma divergência: o movimento altista foi antecipado em alguns meses...O que isso significa? Uma simples recalibragem do modelo de projeções ou as probabilidades atribuídas aos Cenários Provável e Pessimista mudaram?

O Real iniciou o mês pressionado pelas declarações do Ministro Levy de que não interferirá no câmbio e deve-se evitar uma valorização artificial e que o BACEN irá reduzir a rolagem do vencimento de swap cambial de abril após ter feito a rolagem integral dos swaps que venceram em janeiro e fevereiro. Disse ainda que “a economia tem que funcionar por si”. Definitivamente uma declaração fortíssima, típica de sua formação, quilômetros de distância do que já vimos (na prática) no País e um verdadeiro desafio, para a equipe econômica como um todo e o próprio mercado financeiro brasileiro, não acostumados a esta filosofia de “preços livres”.

Mas a valorização da moeda americana tem se verificado praticamente em toda parte do globo. A desconfiança em relação à manutenção da Grécia na Zona do Euro, a desaceleração da economia chinesa e a possibilidade de aumento de juros nos EUA em meados de 2015 jogaram o dólar para cima ante a maioria das demais divisas. O movimento de aversão a risco dominou os mercados mesmo após o fechamento do acordo de extensão de ajuda à Grécia por mais quatro meses. Enfim, as externalidades também influenciam, e muito, no que ocorre aqui dentro. Mais do que isso, mundo afora os países adotam posturas ativas em defesa de suas moedas e economias, um jogo cujo desequilíbrio (para economias abertas) ocorre apenas no curto prazo, mas o mercado SEMPRE se ajusta e, em regra, para este caso, e no curto prazo, via juros.

Então o que se esperar da Política Cambial se o preço do dólar representar o “nível geral de preços”? Qualquer cotação será boa, adequada ou justa? Além disso, e se os solavancos das cotações forem gigantescos, impingindo volatilidade tamanha que inviabilize qualquer estabilização de contratos e planejamentos? Como ficam a soberania nacional, os nefastos impactos na economia e os brios do responsável de plantão? Seremos eternos reféns de Hedge cambial? Isso não cabe, a economia real não aguentaria e a fonte não é inesgotável. Existe, então, uma situação de contorno?

Sim. A economia tem de funcionar por si. Utópico? Veremos em breve!

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Bolsa

Onde está a racionalidade do mercado?

O mês de fevereiro foi carregado de notícias negativas e mesmo assim o Ibovespa subiu 9,97%, depois de um janeiro de forte queda. Os problemas com a operação Lava Jato, culminando com o rebaixamento para grau especulativo da Petrobrás pela Moody's, o aumento dos combustíveis, os sucessivos aumentos da energia elétrica, o fantasma da crise hídrica e as greves e manifestações que começaram a pipocar pelo país...tudo isso, parece que os investidores não deram a importância devida, e consideraram apenas que os papéis estavam baratos, principalmente em dólar, voltando às compras. Nós continuamos muito pessimistas...somente um portfólio realmente capaz de gerar alpha se justifica em nossa bolsa de valores.

Petrobrás manteve-se como destaque no mercado acionário. O mês iniciou com a expectativa da troca de comando da empresa e do Conselho de Administração por executivos renomados de mercado. A substituição da presidente e de cinco diretores ocorreu logo no início do mês. Para a presidência da empresa foi nomeado Aldemir Bendine até então presidente do Banco do Brasil. O mercado esperava um executivo independente sem relações com o governo, entretanto, mais uma vez prevaleceu a vontade da Presidente Dilma. Apesar dos nomes indicados não serem os preferidos do mercado, a mudança, no geral, foi bem vista de forma a reduzir o risco de inadimplência da empresa. Quanto ao Conselho de Administração da empresa alguns nomes foram trocados. Relevante é que o Ministro Levy, diferente do seu antecessor, não participará do Conselho de forma a evitar interferência política na empresa.

Mesmo com a mudança dos executivos e o empenho do Ministro Levy de oferecer uma “carta de conforto”, isto é, uma garantia de ajuda a Petrobrás, se necessário, a Moody's rebaixou o rating da empresa para Grau Especulativo. O rebaixamento dificulta a captação de recursos e encarece os financiamentos da companhia e, de quebra, sensibiliza a curva de precificação e emissão de Bonds outras empresas. De acordo com a agência de classificação de risco, o rebaixamento reflete maior preocupação com as investigações sobre corrupção, pressões de liquidez que podem vir do atraso na divulgação do balanço, além da falta de garantia concreta de que o balanço auditado sairá em data específica. O rebaixamento da Petrobrás elevou os temores no mercado de que os ratings de outras empresas estatais possam ser rebaixados, bem como a nota do Brasil, que perderia a classificação de Grau de Investimento. É o chamado efeito contágio Petrobrás, que vai muito além dos efeitos no mercado financeiro (que nos interessa sobremaneira, dada nossa Carteira de Valor) e atinge em cheio a economia real.

Analisando todo o cenário (juros, riscos, custos oportunidades, dólar, alavancagem das empresas, índice P/L, etc.) a Bolsa está barata? Parece que não! Mas o Sr. Mercado (Warren Buffet adora mencionar o termo cunhado por Ben Graham) comprou. Por que? Pura dislexia mercadológica de curto prazo.

E a racionalidade do mercado, onde está? Em lugar nenhum. De fato, tentar achar uma racionalidade de mercado (no curto prazo) é uma irracionalidade!



Comentário Mensal da Gestão

FEVEREIRO 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