

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 simplified architectural structure. 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

JUNHO 2015

Comentário Mensal da Gestão / JUNHO 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.



“O déficit público não é de caráter orçamentário. O déficit público simplesmente não tem caráter.”

Mário Henrique Simonsen – Engenheiro, Especialista em Economia, Professor e Banqueiro

Comentário Mensal da Gestão

Introdução

Até as pedras sabiam que o ano de 2015 seria muito difícil – independente de quem ganhasse as eleições. Na prática, em economia, quando se chega a hora de tomar as decisões devidas, não se cabem ideologias de esquerda ou de direita, elas são únicas – sob pena de se tornar uma Argentina ou Grécia. Esta a razão pela qual só existem duas classes de economistas: os que sabem e os que não sabem economia.

Entretanto, a avaliação não pode nem deve ser tão rasteira assim. Nem sempre o necessário e adequado é possível em tempo e hora, e a arte de fazer isso acontecer por vezes recai na Política. Política que, em um regime democrático, não raro impõem obstáculos que inibem a velocidade e a necessidade premente de ajustes – tudo para o bem, que bom que seja assim quando as várias forças “discutem” por entendimento e objetivo maior e melhor para o País. O problema reside quando saímos da Política e entramos na Politicagem...quando o somatório das forças distendem por objetivos distintos, e não o *bem maior* do País. Um juízo de valor? Claro que “sim” dirão todos contrários a propositura...mas a verdade é uma só, não importa por que ângulo se olhe.

Chegamos a metade de 2015, com um bom tanto dos “deveres de casa” (em especial o ajuste fiscal) realizados, mas aquém do esperado, longe do tempo e hora necessários, com desvios de expectativas (cálculos originais) e algumas surpresas absolutamente desfavoráveis ao plano traçado. Tudo coisa doméstica, mesmo...aliás, se formos falar de externalidades estas no limite são *positivas* (veja a maior delas: o FED *ainda* não subiu juros). O Congresso Nacional Brasileiro não parece estar em sintonia com a realidade que se apresenta no Brasil e, pior, com a urgência das medidas econômicas. Mas isso tudo não vem por acaso. Trata-se da inépcia política da Presidente, dos escândalos sem fim a que se meteu o partido e não menos importante, da herança extremamente maldita que ela mesmo legou para si – que agora se traduz no pior dos mundos: inflação, baixo crescimento e desemprego. Autofagia político-econômica pura. O resultado: 9% de popularidade! Como caminhar mais 3 anos de Governo deste modo? Impossível! O que a história nos mostra para os próximos capítulos em situações assim é ruim.

No cenário global, o FED (Banco Central Americano) deixou de ser (um pouco) o eterno protagonista quanto ao seu eventual aperto monetário, e passamos a acompanhar a tragédia Grega que já dura anos e parece estar chegando ao fim. Um final melancólico e que trará ainda mais sofrimento e humilhação para a população. As atenções agora se voltam para o efeito contágio desse desfecho, e se desenham caminhos alternativos – a bem da verdade, não para a Grécia, mas para a Zona do Euro e até mesmo a União Europeia. Na China, o POBC (Banco do Povo da China) prossegue com a implementação de estímulos anunciada e fomenta o crédito com injeção de bilhões para reformas de moradias no país – mais do mesmo, sempre.

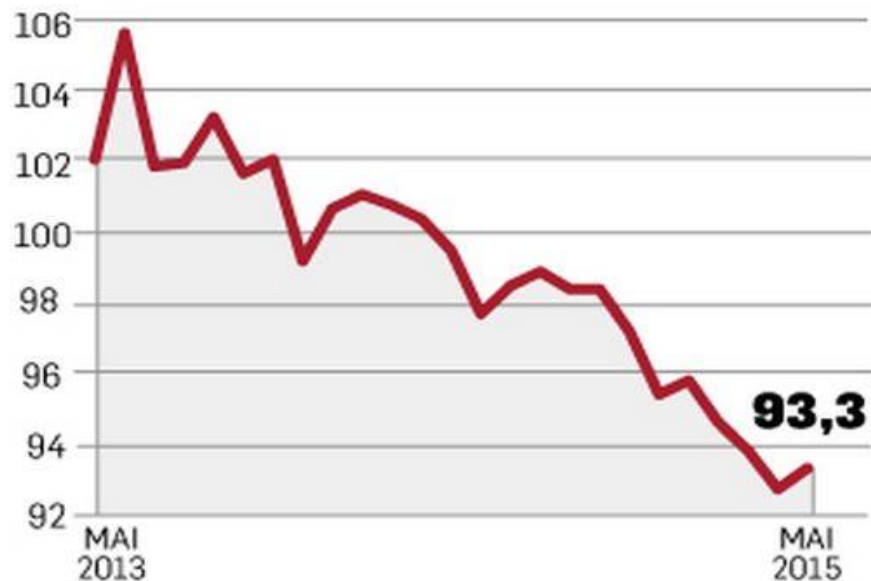
Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,34%. S&P variou -2,10%, NIKKEI fechou em -1,59%, DAX com -4,11% e FTSE em -4,40%. O Ibovespa terminou o mês em 0,61% e o IBrX em 0,76%. Máximas para DIF16 em 14,32% e DIF17 em 14,08%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,06%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 3,1026.

Comentário Mensal da Gestão

Atividade Econômica

● Produção industrial do Brasil

NÚMERO ÍNDICE COM AJUSTE SAZONAL
(BASE MÉDIA DE 2012=100)



FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Chegamos aos seis primeiros meses do ano, e em linha com os indicativos do PIB (Produto Interno Bruto) do 1º TRI 2015 do IBGE, dados gerenciais do 2º TRI 2015 e a evolução da Política Econômica (em especial o ajuste fiscal), refeitas as contas a reação mais vigorosa da atividade econômica esperada para o próximo ano ainda é possível, mas não está mais no horizonte com grandes probabilidades. Isso por vários motivos, mas sobretudo pela demora da aprovação das medidas em curso para ajuste das contas do Governo, pelos erros das expectativas de arrecadação, pelas surpresas de aumentos de gastos não vislumbrados e pelo ambiente político difícil que dificulta todas as demais ações.

O quadro ao lado mostra uma levíssima “recuperação”, nada que garanta uma reversão, notadamente pelo fato de que o setor de bens de capital cai fortemente implicando que o investimento está em queda – investimento este que é a principal saída para a retomada econômica. A boa notícia é que o investimento depende de um ambiente macroeconômico melhor, com melhores índices de confiança e decisões adequadas e foco nas metas.

Neste sentido, as coisas evoluem bem. Difícil acreditar? Certamente, mas as medidas estão em curso, lentamente mas em curso. Os reflexos da nova e coerente Política Econômica são no médio e longo prazos, e alguns (poucos) importantes resultados já aparecem como o resultado positivo da balança comercial.

Enfim, o resumo da ópera é que se o *timing* do momento político ruim (aqui entendido como uma não reversão da política econômica em curso) for compatível com este tempo adicional que será necessário para surtirem os efeitos dos ajustes implementados e a implementar nos próximos meses, a retomada da atividade econômica virá – certamente mais tardia, mas virá.

O custo dos desmandos do passado recente nos cobra muito alto, precisamos, de fato, aguentar o retranco.

Comentário Mensal da Gestão

Política Fiscal

Chegamos ao ponto em que se avalia se o copo está meio-cheio ou meio-vazio.

Desde o contingenciamento estabelecido, limitando o orçamento aprovado, observou-se além das expectativas de redução da atividade econômica, reduções adicionais as originalmente previstas na arrecadação. A receita bruta do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) até Maio caiu 3,5% em termos reais se comparado ao mesmo período do ano passado, o que se traduziu em um superávit de R\$ 6,7 bilhões...também muito aquém dos quase R\$ 20 bilhões economizados sobre igual período. Por outro lado, os Governos Regionais (Estados e Municípios) devem cumprir sua “meta” entregando seu objetivo de superávit – como tem feito até o momento. Somando tudo, o que temos é o setor público consolidado (Governo Central, Estados e Municípios e Estatais – excluídas a Petrobrás e a Eletrobrás) com um déficit de R\$ 6,9 bilhões em Maio – resultado negativo, mas muito melhor do que os R\$ 11 bilhões de déficit de Maio do ano passado.

Então, o problema continua sendo o Governo Central, que assiste a sua arrecadação despencar em função da atividade mais fraca ao tempo em que também suas despesas são muito mais rígidas, a saber: Previdência e os gastos sociais. Apesar das novas regras de concessão dos benefícios ditadas pelas MPs 664 e 665, os gastos com seguro desemprego e benefícios previdenciários, por exemplo, não desaceleraram...pelo contrário, o enfraquecimento do mercado de trabalho acirrou a situação.

Se por um lado tributos importantes que compõem a receita no início do ano não mais se repetirão a partir de agora como IPVA e IPTU, outros como o ICMS em especial sobre a conta de luz e a gasolina (por razão dos reajustes efetivados e provavelmente mais algum adiante) poderão trazer algum resultado. Também adicionam-se a estas receitas aquelas provenientes da nova alíquota para CSLL para os bancos e o aumento do PIS e COFINS sobre receitas financeiras – todas ainda em “banho-maria”, mas que terão impactos significativas na arrecadação a partir do 2º SEM 2015.

Neste ambiente iniciam-se os rumores de que a meta de superávit não será alcançada. Pode ser, mas os números que começam a circular (0,5% ou 0,6% contra 1,1% da meta atual) parecem exacerbar o pessimismo e desconsiderar as alternativas em curso (concessões). Seja como for, o que realmente importa é a direção, os objetivos traçados e a reforma estrutural que está sendo feita, ou seja, existe efetivamente uma alteração substancial em como se gerenciar as contas públicas. Tem mais: até as pedras sabem (ao menos as pedras que estudaram um pouco) que um país com uma situação como a nossa já deveria ter perdido o Grau de Investimento. E por que não perdemos? Somos mais bonitinhos? Claro que não! Trata-se, como de resto tudo em economia e finanças, de expectativas. Isso mesmo, as agências classificadoras de risco têm sido condescendentes conosco pelo simples fato de terem expectativas de que as mudanças em curso não se alterarão e serão ainda mais aprimoradas...mas caminhamos no fio da navalha...usamos e abusamos...não seria surpresa tomarmos *downgrade* e/ou perder o Grau de Investimento. Não seria de forma alguma uma injustiça. Por esta razão acreditamos que a equipe econômica não vai deixar 0,5% de superávit acontecer (estamos tendo o benefício da dúvida)...o principal indicador para as agências de risco, a relação Dívida/PIB não se estabiliza assim...seria um suicídio!

Comentário Mensal da Gestão

Conjuntura Internacional

A Grécia tomou conta do cenário internacional neste mês. Dizem que uma imagem vale mais que mil palavras...aí vai! E agora, como fica?



Para não dizer que houve monopólio das notícias sobre a Grécia, em especial pelo receio do Banco Mundial do possível contágio em economias menores do Leste Europeu, o Governo Chinês continua com suas intervenções no intuito de fomentar sua economia e o FED chegou ao limite de suas “desculpas” para adiar o aumento de suas taxas de juros...

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Juros

Quanta contradição... O que prevalece: o compromisso com o ajuste fiscal e o controle da inflação ou a irresponsabilidade dos congressistas? Ao mesmo tempo que o Banco Central mantém o discurso de aperto monetário e indica que irá continuar subindo os juros para baixar a inflação, o Congresso Nacional aprova medidas de aumento de despesas tais como a vinculação de todas as aposentadorias à política de reajuste do salário mínimo e a aprovação do reajuste dos salários dos servidores do Judiciário em até 78%. Não há o compromisso do Congresso com a sustentabilidade econômica e o equilíbrio fiscal – soma-se a isso a queda já mencionada da arrecadação do governo. Como fechar a conta desse jeito? Simples, não fecha. A Política Monetária precisa estar alinhada com a Fiscal, e esta depende muito da vontade, entendimento, aceitação e ação de nossos Congressistas. É como um jogo de frescobol, uma ajuda a outra.

O recado do Relatório Trimestral de Inflação divulgado pelo Banco Central foi claro: os juros irão subir mais e devem ficar acima dos 14% aa já na próxima reunião do COPOM (Comitê de Política Monetária). O BACEN assume uma economia fraca, inflação alta e subindo e um desemprego crescente. Pior dos mundos! Com esse discurso, o BACEN tenta com todas as forças recuperar a credibilidade, o controle das expectativas e baixar o IPCA para o centro da meta de 4,5% ao final de 2016. Possível? Sim. Provável? Não. Entretanto, nem tudo está perdido, já se vislumbram convergências da inflação para a meta a partir de 2017.

Contudo, o cenário é pessimista. A expectativa de melhora efetiva na economia brasileira foi adiada em 12 meses. Acreditávamos numa melhora a partir do segundo semestre deste ano, porém a piora do quadro econômico não cessa: (i) a prévia do PIB calculada pelo BACEN, o IBC-Br, teve queda de 0,84%, (ii) o IPCA-15 de junho ficou em alta de 0,99% - previsão era de 0,70% e (iii) a criação de vagas formais de trabalho apresentou queda de 115 mil postos em maio – expectativa era de 57 mil vagas fechadas. Os números mostram um cenário de deterioração e, a continuar nesta toada, teremos reflexos ainda maiores na redução da renda real e disponível, aumento da inadimplência, redução do consumo e aumento da inflação. Tudo reflexo da “bonança” desmedida do passado recente e traduzida na herança econômica recebida que agora precisa ser consertada.

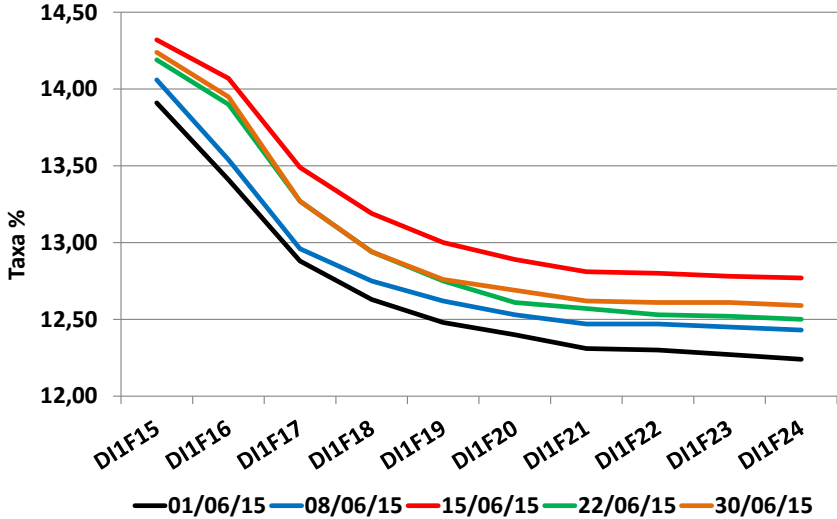
Cabe ressaltar que a Política Monetária tomou um viés, para o bem neste momento, bastante *wickseliano* (taxa de juros como principal variável de ajuste para inflação) – sobretudo pela postura técnica irrepreensível de dois diretores do BACEN: Tony Volpon e Awazu. Suas colocações tem sido coerentes, fundamentadas na visão prática e na literatura econômica. Outro sinal de que a equipe econômica está efetivamente comprometida com a redução da inflação foi a decisão do CMN de manter a meta de inflação em 4,5% para 2017, mas com redução do intervalo de tolerância de dois pontos percentuais para 1,5% a partir de 2016. Outro golaço!

Todo esse movimento ajuda muito a resolver os problemas domésticos que nós mesmos criamos, e facilitará a transição com mais tranquilidade quando das turbulências provenientes da normalização da Política Monetária dos EUA. Estaremos menos vulneráveis...assim espera-se.

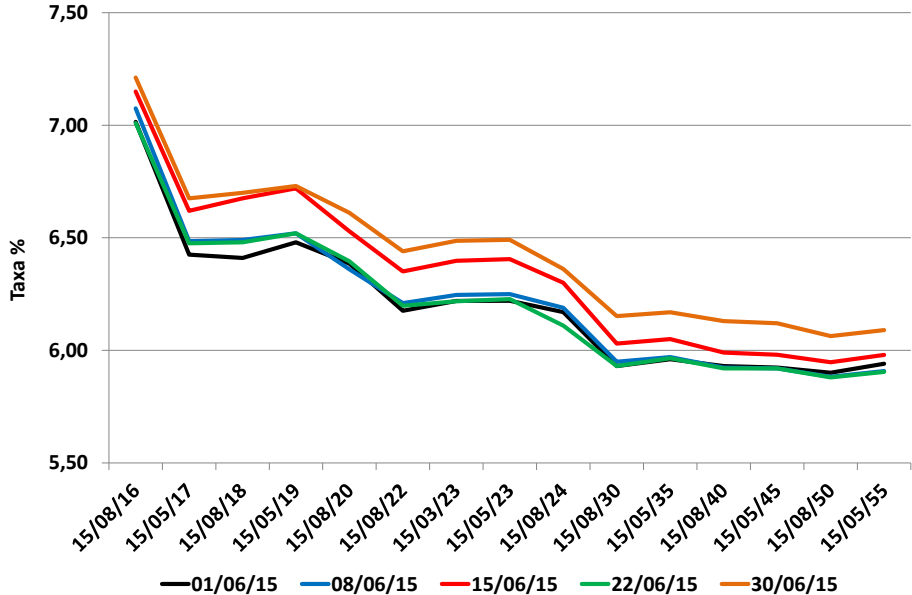
Comentário Mensal da Gestão

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Câmbio

Tragédia grega? Quais serão as consequências para os países não desenvolvidos do não pagamento da dívida grega de 1,6 bilhão de euro para o FMI (Fundo Monetário Internacional)?

Acreditamos que o impacto sobre o Brasil é limitado, já temos nossos próprios problemas, mas claro que sofreremos alguns respingos. A volatilidade nos mercados internacionais e a aversão ao risco podem provocar turbulências no Brasil. O risco país comparado ao mês anterior aumentou cerca de 10% e o movimento de *Flight to Quality* é uma regra em cenários de *stress*. Entretanto, a elevada taxa de juros brasileira tende a conter esse movimento, favorecendo o Real. As consequências de uma eventual saída da Grécia da Zona do Euro é bem menor hoje do que há três anos visto que o risco de contágio para outros países da União Europeia, embora não eliminado, foi reduzido. O impasse da situação grega na Zona do Euro está em seus capítulos finais, porém não se pode dizer o mesmo do desfecho da crise...esta, a bem da verdade, está longe de ocorrer. Em um ato de absoluta transferência de responsabilidade, travestido de democracia e ação participativa, o Governo Grego convocou um plebiscito para o dia 05/07/15 para que a população decida se aceita as medidas restritivas impostas pela Comunidade ou se preferem deixar a Zona do Euro. Existem aqueles que acreditam que a situação da Grécia pode adiar o movimento de alta na taxa de juros nos Estados Unidos pelo FED, pois assim ajudariam a não ampliar a volatilidade no mercado internacional – muitíssimo inverossímil. De toda sorte, um adiamento da elevação da taxa contribui para a valorização do real no curto prazo. Bom para nós.

Contudo, um outro problema começa a incomodar após seis meses da “nova condução” da Política Cambial. O câmbio era para ser também, no limite, apenas mais um preço – oferecendo transparência, referência para nível geral dos preços e auxílio no atual realinhamento dos preços. Também ficou entendido e aceito que esta “transição” seria com gradualismo e sem choques, mas não se esperava tanto tempo e que no meio do caminho se tivessem ruídos na mensagem original. Seria e ainda é necessário que o BACEN, com a transparência (que ao fim e ao cabo deve ser utilizada como uma ferramenta de sua gestão), tenha um programa claro e definitivo de como será esta transição – um verdadeiro *Quantitative Easing* as avessas. Caso contrário, ficaremos sujeitos ao “bom gerenciamento” dos técnicos do BACEN – ora esperando uma janela de oportunidade para redução da rolagem dos *swaps*, ora sinalizando contradições em suas declarações. Isso é muito ruim, não dá clareza de propósitos em suas ações e parece querer “arbitrar”...o mercado financeiro não gosta e precifica estas ações. Torna-se um jogo de perde-perde e não se coaduna com o resto do *mind set* da atual Política Econômica. Esperamos que a instituição acabe com a “interferência aleatória” no mercado cambial, e que, como nos demais ativos, a demanda e a oferta que determinem o seu preço. Apenas como exemplo, estas intervenções, somente no mês de Maio/15 custaram R\$ 22 bilhões. Achou pouco? Peguemos como referencia todo o superávit (que possivelmente não alcancemos) para 2015: R\$ 66 bilhões.

Enfim, além de inoperante, custoso! Mas sempre existirão aqueles acaloradamente defendendo controles e mais controles. Estes, estão fora de seu lugar, ao menos por este momento. Mesmo com toda a turbulência no mercado internacional e os intervencionismos camuflados, a moeda brasileira fechou o mês com valorização de 2,4%. No ano, entretanto, acumula desvalorização de 16,81%. Melhor deixar prevalecer o pensamento que norteia todo o resto da Política Econômica.

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Bolsa

E lá se foi meio ano... Acreditávamos que a retomada do crescimento se iniciaria no segundo semestre deste ano, entretanto como já citado, com a atual conjuntura parece que teremos que esperar um pouco mais. O retorno acumulado pelo Ibovespa no ano, 6,15%, parece não justificar o risco incorrido no mercado de ações se comparado a elevada taxa de juros interna. A constatação não é novidade alguma para aqueles que acompanham a Bolsa brasileira e a economia como um todo, mas nos últimos meses tomou contornos insustentáveis mesmo para aqueles com visão de longo prazo - premissa fundamental, notadamente para os investidores que acreditam na estratégia de *Value Investing*.

Sob o enfoque de *Value Investing*, ainda se encontram algumas Empresas de Valor, mas pouquíssimas são ainda bons investimentos – ou seja, boas empresas, mas com baixas perspectivas de retorno para um horizonte mínimo de um ano – na verdade pouco tempo, porém com uma assimetria enorme quando se comparado o risco x retorno e os custos de oportunidade vigentes. Neste momento, era para se fazer valer a frase *mater* de Warren Buffet a respeito dos mercados: “*Tenha medo quando todos estão gananciosos e seja ganancioso quando todos estão com medo*”...simplesmente não dá! Combine esta declaração com outra muito comum de Valor de que *cenários macroeconômicos não devem influenciar nas análises de Valor* e chegamos a conclusão de que o apetite e disposição (e a própria metodologia de gestão em Valor) do investidor em mercados menos desenvolvidos precisa ser *customizada*. O contágio do ambiente macro no micro, em especial; no curto e médio prazos, é muito forte...somente empresas de Valor sobrevivem. As notícias de congelamento ou redução de investimentos por parte das empresas se alastram. Demissões, férias coletivas e redução de horas trabalhadas são uma constante com a conseqüente redução da renda. Com este cenário, como vislumbrar uma bolsa pujante numa economia praticamente fechada, com decréscimo do consumo interno e exportações insipientes? Não é sem razão que o índice de confiança da indústria caiu 4,9% MoM em Junho – o menor da série desde o começo da divulgação.

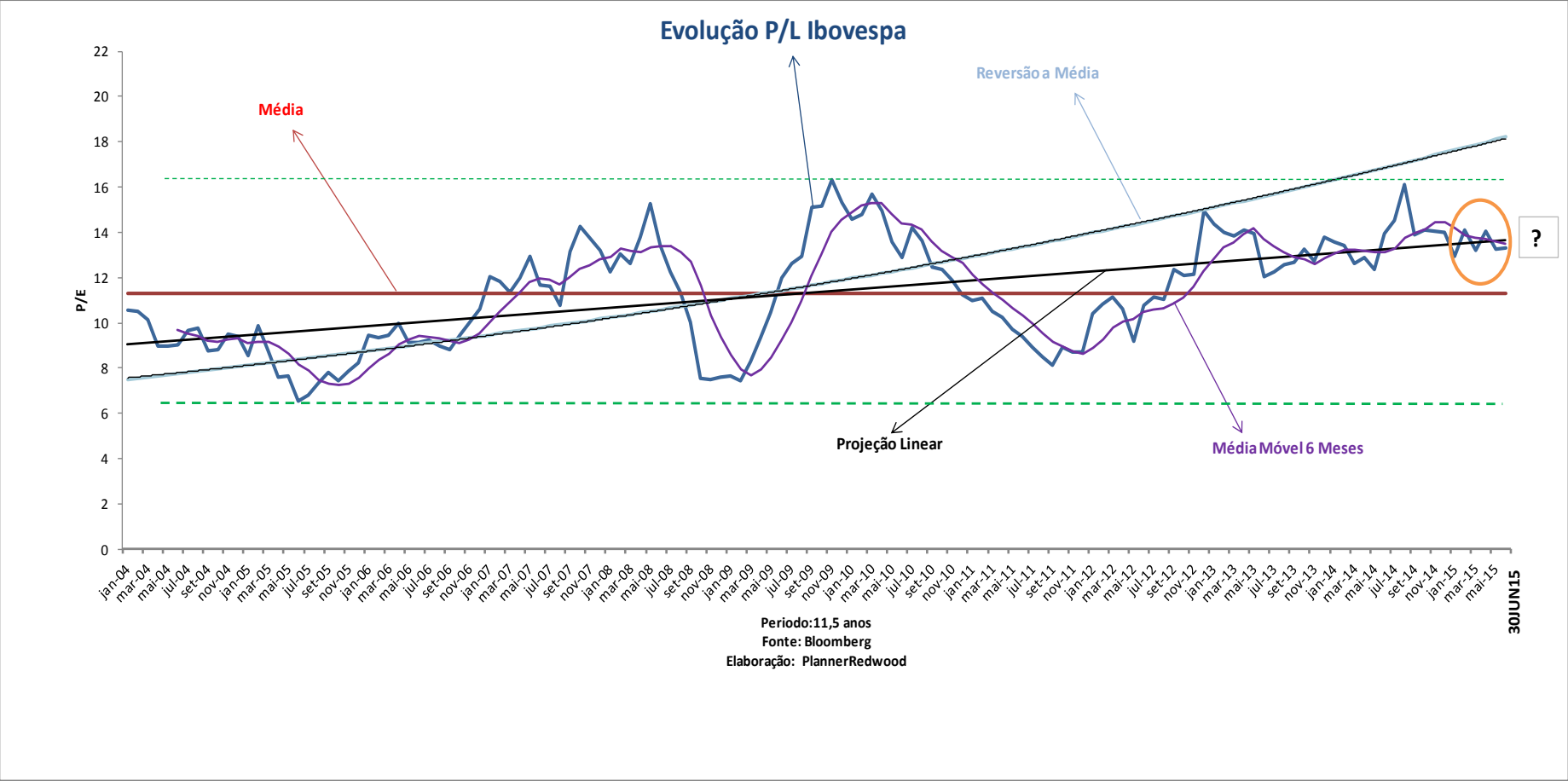
Manchetes dos jornais foi a redução de R\$ 90 bilhões de investimentos no novo plano de negócios da Petrobrás. Além da venda de ativos de forma a reduzir a alavancagem da empresa. Vale, em reunião como os analistas, reafirmou que caminha para o corte de custos, venda de ativos, redução dos investimentos e aumento dos dividendos. Já Usiminas anunciou a redução da jornada de trabalho para as áreas administrativas de todas as unidades de 5 dias na semana para 4 dias, com redução de salário proporcional. Esses são apenas alguns dos exemplos de redução dos investimentos na indústria e conseqüência futura de menor produtividade e crescimento no país.

A esperança para alguns setores da economia, não no curto prazo, é o plano de concessões de infraestrutura anunciado pelo Governo Federal. Portos, aeroportos, ferrovias e rodovias estão à venda. Ótima notícia desde que as regras sejam claras e justas para os investidores. No primeiro mandato a presidente Dilma impôs limites para lucros e rentabilidade dos investimentos afugentando os investidores. Cabe agora ao Governo reverter a situação e recuperar a credibilidade propondo planos e projetos com preço adequado e regras perenes, sem risco de mudanças no meio do caminho. Também não nos esqueçamos que o mercado financeiro precifica antecipadamente os acontecimentos – seja para melhor ou pior. Assim, o acompanhamento de perto das empresas e da economia trará os sinais correspondentes.

O gráfico a seguir, com análise conjuntural, dá o tom do momento.

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Bolsa





Comentário Mensal da Gestão

JUNHO 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