

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

MARÇO 2015

## Comentário Mensal da Gestão / MARÇO 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.



*“The remedy is worse than the disease.”*

*“O remédio é pior do que a doença.” (Tradução livre)*

*Francis Bacon - Filósofo*

# Comentário Mensal da Gestão

## Introdução

O primeiro trimestre de 2015 acabou e o plano de voo do Ministro Levy parece razoavelmente delineado. Assim se interpreta, pois o Ministro não para de fazer reuniões com Políticos, dar satisfações em todas as searas em ritmo alucinante e cujo mantra ele não se afasta e espalha para todos os cantos: o ajuste fiscal é imperioso. Diametralmente oposto ao propagado, estimulado e implementado no Governo passado, agora todos precisam “professar a mesma fé”... e parece que o Ministro está tendo sucesso em sua empreitada...até o heterodoxo Aloisio Mercadante parece ter se “alinhado”, pasmem. Por mais efêmero e circunstancial que sejam os apoios *quasi*-verdadeiros, este desafio é o primeiro e mais importante neste momento, e toda ajuda é necessária e bem-vinda. Só assim poderemos restabelecer a confiança no Governo e nas possibilidades de crescimento do País e evitar a perda do Grau de Investimento. O eventual rebaixamento da nota de crédito soberano seria um verdadeiro desastre no plano de se recolocar o Brasil na rota do crescimento seguro.

Nesta cruzada, o Ministro Levy tem salientado a importância da participação de toda a sociedade no esforço do ajuste fiscal, e a própria Presidente já pediu paciência e compreensão a sociedade...mas não pediu desculpas e/ou reconheceu os enormes equívocos econômicos do passado recente. Mas nem tudo corre tão bem assim, e pelo segundo mês consecutivo o Ministro faz declarações (aqui, sem a devida análise do mérito) que causam mal-estar no núcleo do poder...desta vez, não como crítica ao modelo econômico do passado recente, mas a própria postura da Presidente na condução dos problemas. Inadmissível para o posto que ocupa, ou então que não o ocupe...a corda sempre rompe do lado mais fraco e o Ministro precisa saber qual é o lado dele. Com isso, na sequência vêm as declarações de ajustes e “panos quentes” sobre o assunto ou outros de possível embate que, para o momento, acabam servindo de “moeda de troca”, a despeito de sua genuinidade. Exemplo estarrecedor para um Chicago Boy foi ver que o Ministro Levy não considera Fundamental (ao menos por hora) a independência efetiva do BACEN, um tema espinhoso e de difícil modificação sob a égide do PT e da Presidente.

No campo internacional, o Banco Central Americano tomou a cena de vez e tudo o mais parece girar em torno do *timing* para elevação dos juros por lá. Vira e mexe conjuntamente aparecem especulações de toda sorte, proporcionando assim um ambiente de muita instabilidade. Os indicadores do momento reforçaram a percepção de que a economia dos Estados Unidos, após um bom final de 2014, pode estar desacelerando, e assim fez o juro das T-notes de 10 anos recuarem...também que a inflação está longe do que se esperavam...nada disso ou, ao menos, quase nada disso. Para um cenário de médio e longo prazos a decisão de elevar juros (e o quanto antes) é inexorável. Do lado dos emergentes, destaca-se a Rússia que sofre absurdos com a queda do petróleo e, segundo o Banco Mundial em seu cenário de “limite inferior” (barril em USD 45) a retração da atividade na Rússia será bastante forte.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,93%. S&P variou -1,74%, NIKKEI fechou em 2,18%, DAX com 4,95% e FTSE em 3,67%. O Ibovespa terminou o mês em -0,84% e o IBRX em -0,51%. Máximas para DIF16 em 13,92% e DIF17 em 13,87%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,39%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 3,2080.

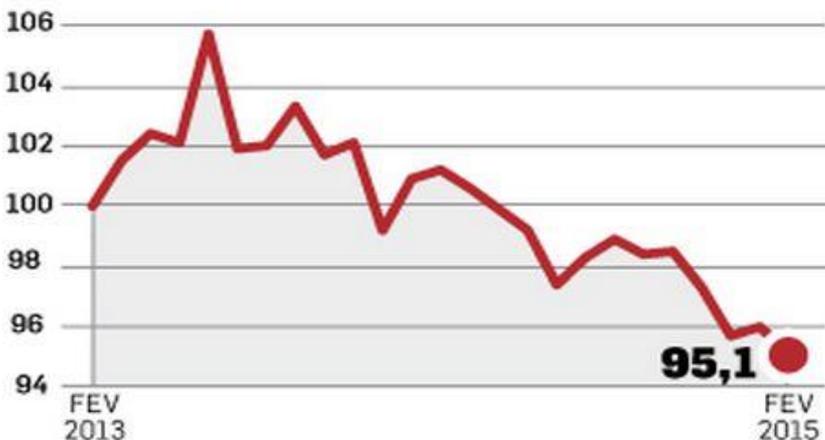
# Comentário Mensal da Gestão

## Atividade Econômica

### DESLIZANDO

#### ● Produção industrial do Brasil

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



FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

A indústria é só um dos setores da economia, seja a análise do lado da oferta ou da demanda, que mostra desempenho ruim e se agravando ao longo deste ano. O que se ressalta na indústria, é que os resultados são consistentemente decepcionantes e nenhum outro setor foi tão festejado, bajulado e incentivado com tantos favores no Governo passado: redução de impostos (veículos, aparelhos domésticos, material de construção), juros subsidiados, desoneração de folha de pagamentos, além de alguma reserva de mercado...tudo isso com apoio do Tesouro via o bondoso BNDES. Não obstante o verificado, o setor sempre reclamou (e embasava seus argumentos, inclusive, com o ensinamento nos livros-texto de economia) da taxa de câmbio excessivamente valorizada...um Real mais fraco auxiliaria bastante a indústria em especial na Balança Comercial. Pois bem, estamos vendo uma desvalorização do Real, só neste ano, de aproximadamente 20%...e a indústria? Nada. Por que? A palavra é: competitividade! A indústria brasileira é pouco competitiva não só porque a infraestrutura é cara, ruim e obsoleta, mas também porque falta maior produtividade – produtividade esta que depende de melhor qualificação profissional dos trabalhadores, do melhoramento do parque industrial (inclusive com importação de matérias-primas), máquinas e capital de giro, bem como fornecimento externo de insumos...vejam só...todos impactados negativamente com um Real mais fraco!

Mas não sejamos tão rasteiros na análise. A economia está toda desarrumada, em especial neste setor, e não se trata de Real desvalorizado ou ajustes pontuais para resolver o problema de forma estruturalmente coesa. O índice de confiança no setor está em frangalhos e as expectativas piores ainda. Mais uma vez, o ajuste nas contas públicas devolverá a credibilidade, previsibilidade e sustentação à economia. Equilíbrio fiscal derruba inflação e, por conseguinte, os juros. Adicionam-se a isso um regime tributário mais eficiente, reformas trabalhistas e remoção de outros obstáculos de ordem comercial e teremos o renascimento da indústria em níveis de competitividade global.

O que se advoga para o setor industrial vale, em toda a sua extensão, para os demais setores da economia.

# Comentário Mensal da Gestão

## Política Fiscal

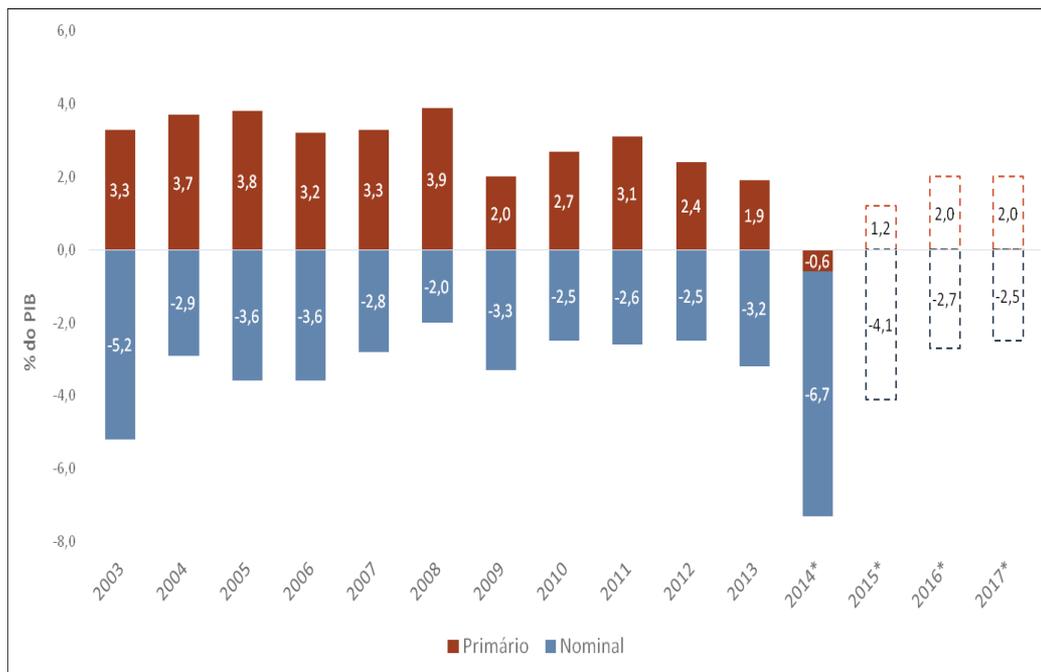
### O Ministro Levy leva consigo por onde passa a seguinte mensagem da razão do Ajuste Fiscal:

- REVERTER A DETERIORAÇÃO FISCAL E DAS CONTAS EXTERNAS
- RESPONDER À DESCONTINUAÇÃO DAS POLÍTICAS ANTI-CÍCLICAS DOS NOSSOS PRINCIPAIS PARCEIROS
- REORIENTAR A ECONOMIA COM O FIM DO SUPER CICLO DAS COMMODITIES
- GARANTIR CONDIÇÕES DE SEGURANÇA E COMPETITIVIDADE PARA NOSSA ECONOMIA
- PROTEGER OS GANHOS SOCIAIS
- FORTALECER A NOVA CLASSE MÉDIA COM A “INCLUSÃO POR OPORTUNIDADES”

### Mas, quanto deverá ser feito de Ajuste Fiscal?

Não são raros os segmentos da sociedade que não entendem a razão deste Ajuste Fiscal. Afinal, estava indo tudo tão bem...e assim, a repulsa de vários segmentos baseia-se no fato de que o ajuste fiscal é um fim em si mesmo, a percepção de ser uma etapa necessária mas que não sabemos bem o porque, e o potencial das implicações que este ajuste pode trazer. O ideal seria termos mais tempo para educar e explicar detalhadamente...

Neste momento, objetivamente, o número (meta de superávit) importa mas não é o fundamental. A essência está no compromisso para com o ajuste, a necessidade da retomada consistente do superávit primário, combinada com uma Política Monetária realmente vigilante e câmbio flutuante. Trata-se de uma transição da economia de forma contundente para que seja breve e eficiente, ou seja, um remédio com prescrição adequada – dosagem e período de tratamento que cure de fato, e não mate o “paciente”.



Fonte: Banco Central e LDO (2015/17)

Elaboração: Ministério da Fazenda

# Comentário Mensal da Gestão

## *Conjuntura Internacional*

Nada parece capturar mais a atenção do mundo e monopolizar as discussões do tema do que a “normalização” da Política Monetária americana pelo FED.

A aparente simpática presidente do FED, Janet Yellen, discípula insofismável de seu antecessor Ben Bernanke, não esboça nenhuma reação quanto à eventual pressa para aumentar as taxas de juros. De fato, apesar de praticamente todos os pré-requisitos para a elevação já terem sido alcançados (afora a inflação) a decisão esbarra sempre no fato da atitude ser prematura...e assim vai-se levando ao ponto considerado ideal, ou cujo impacto de possível erro tenha seus efeitos minorados. O bom é inimigo do ótimo. A posição vacilante e/ou de não unanimidade, tem levado a duas situações de interpretação pelo mercado, ora que o aperto monetário será mais para o fim deste ano, ora que poderá vir mais cedo, porém de forma mais parcimoniosa. Contudo, ambas tem o mesmo efeito: precaução e incertezas dos investidores em toda parte do mundo e a consequência imediata desses fenômenos: volatilidade. Repetindo nosso mantra: nossos cenários continuam com a perspectiva de aumento de juros pelo FED no final 1º SEM ou início 2º SEM de 2015.

Na Europa, enfim alguma notícia boa. Os PMIs (Índice de Gerentes de Compras) industriais de vários países subiram: na Espanha subiu de 54,2 para 54,3, na França de 47,6 para 48,8, na Alemanha de 51,1 para 52,8, no Reino Unido de 54 para 54,4 e na Itália subiu para 53, o maior nível em 11 meses. Na Zona do Euro o avanço também se verificou: de 51 para 52,2. Estes dados encham o BCE de certeza de que o rumo por ele dado é o correto e a intensificação das medidas (de afrouxamento monetário) está permanentemente em pauta, pois interpretam-se esses números como mais um sinal de que uma recuperação, ainda que modesta, da atividade econômica na região está em curso. Alguns princípios e paradigmas tem sido quebrados, em especial para o limite de baixa para taxas de juros...zero, certo? Não. Na Europa bancos centrais estão praticando taxas de juros negativas...exemplo? Na Alemanha, investidores em Títulos do Governo tem de esperar por vezes mais de sete anos para se ter algum retorno! Em outras palavras, os investidores nestes casos devem *pagar para ter o privilégio* de investir nos Títulos do Governo. Não precisa muito esforço para ver que isso não vai muito longe...idiosincrasias tem limite.

Na China, após o avanço do PIB em 2014 em 7,4%, espera-se uma redução dessa expansão para algo em torno de 7%. Ainda assim, caso a Zona do Euro continue com o verificado e comentado acima, a economia mundial deverá crescer acima do verificado no último ano: 3,6%. O principal destaque, um verdadeiro *outlier* na amostra, será a Rússia puxando fortemente para baixo o índice de crescimento mundial.

No campo não econômico (mas certamente com reflexos) os EUA também lideram as manchetes com as reaproximações de Cuba e mais recentemente com o Irã. O pontapé da reaproximação com Cuba foi ao final de 2014, mas o primeiro contato *de verdade* acontecerá na Cúpula das Américas no Panamá, onde os Presidentes Barak Obama e Raul Castro se encontrarão e poderão estabelecer as bases para por fim a meio século de hostilidades.

Será um momento importante e histórico, sobretudo para Cuba.

# Comentário Mensal da Gestão

## *Mercados - Juros*

A inflação, para países que já padeceram de forma tão contundente desse mal como o Brasil, deveria ser demonizada a qualquer custo. Trata-se do imposto mais perverso que existe e sempre impacta, impiedosamente, nos mais pobres. O Brasil deu fim a este mal com o advento do Plano Real e com a implementação (à época, muitíssimo questionado) do regime de metas de inflação como alternativa as tradicionais medidas de controle inflacionário. Em bom economês, o BACEN deixou de ser um gestor “monetarista” e passou a gerir de forma mais “wickselliana” (Johan Gustaf Knut Wicksell foi um economista sueco), onde a taxa de juros (ou, para Wicksell, a taxa natural de juros) tem papel fundamental no controle da demanda por moeda e portanto no controle de preços. Ao identificar uma taxa natural de juros, elemento central para os monetaristas, e a endogeneidade da moeda, essencial para algumas vertentes do pensamento keynesiano, Wicksell desenvolveu elementos que fazem com que sua teoria tenha considerável explicação da realidade atual. Mas será que é por aí mesmo que o nosso BACEN avalia as coisas? Será que a operacionalidade da política monetária praticada consiste realmente na manipulação da base monetária com vistas à influenciar a taxa básica de juros (e vice-versa)? Será mesmo a Selic utilizada incontestemente sob este prisma?

No mercado, o alívio dos juros visto em janeiro não perdurou no trimestre. O pacote de ajuste fiscal anunciado no início do ano com o objetivo de conter os gastos do governo e ajudar no controle da inflação ainda não foi aprovado pelo Congresso Nacional. A demora na aprovação do pacote compromete o cumprimento da meta fiscal do setor público consolidado de 1,2% do PIB projetado para 2015 e reduz o impacto positivo sobre a inflação.

Por várias vezes neste espaço advogamos a ação conjunta das Políticas Monetária e Fiscal de modo a potencializar os efeitos sobre a inflação. A inflação prevista para 2015 já ultrapassa, em muito, o teto da meta de inflação de 6,5%. Não há dúvidas de que o esforço deve ser de todas as esferas do Governo tanto do lado do custo como das receitas, no contexto do ajuste Fiscal e, não menos importante, na absoluta firmeza da Política Monetária.

Em relação a inflação, no decorrer do trimestre, as revisões das projeções foram sempre de alta. O teto da meta, estipulada pelo CMN, parece um número distante, inatingível. Ao que tudo indica, este ano, o presidente do Banco Central terá que explicar para o Congresso porque a inflação superou 6,5% aa., em tese, seu primeiro e principal mandato. Inflação elevada, baixa confiança do investidor e do produtor e o agravamento da crise política elevaram os prêmios de todos os vencimentos ao longo da curva de juros e dos cupons de NTN-B, no consolidado do trimestre e do mês. Os títulos atrelados a inflação (IPCA) com prazo de vencimento superior a 2024 foram negociados no decorrer do mês de março com juro real superior a 6,5%.

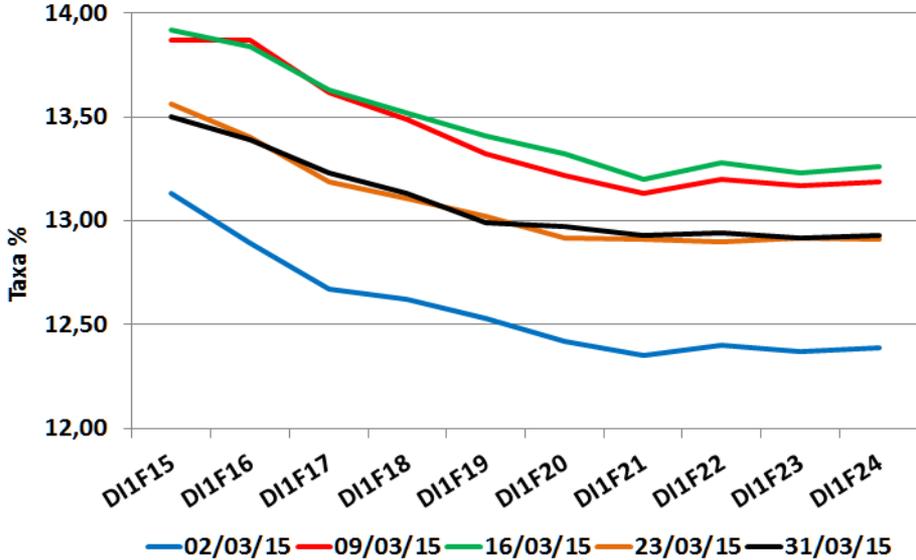
Diante deste cenário, o COPOM subiu mais 0,5% na taxa Selic para 12,75% aa. Após a divulgação da ata do COPOM, que não acrescentou informações relevantes para o mercado, os vencimentos mais curtos dos contratos futuros de juros chegaram a precificar alta de mais 0,75% na Selic na próxima reunião.

A questão é: até que ponto o remédio (combinação das Políticas Monetária e Fiscal rígidas – se de fato adotadas) em dosagem e prazo serão utilizados para a cura de nossos problemas sem asfíxiar, demasiadamente, a economia? A celebre frase de Francis Bacon não pode prevalecer.

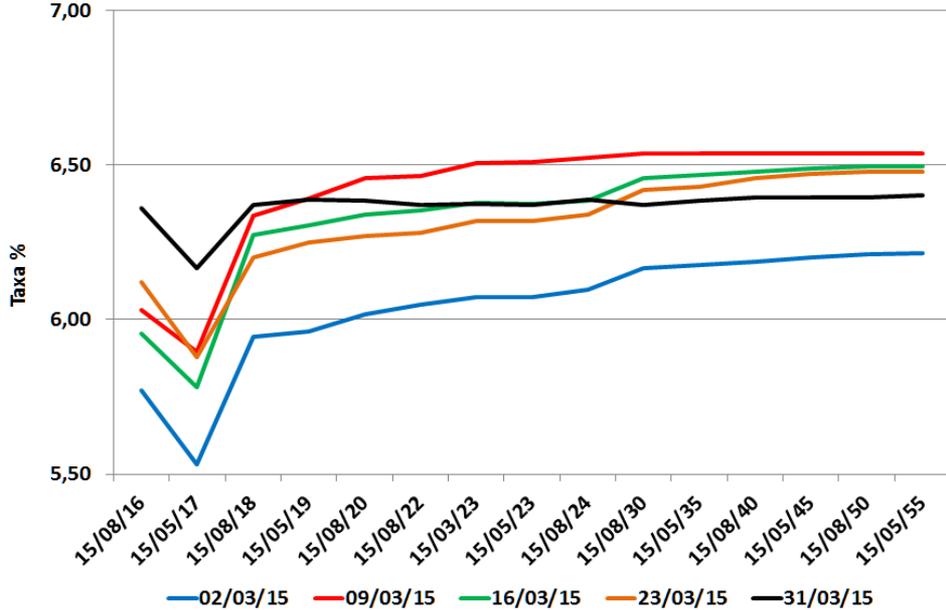
# Comentário Mensal da Gestão

## Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



# Comentário Mensal da Gestão

## *Mercados - Câmbio*

Quando se acha que está ruim, pode sempre piorar. O real continuou a perder valor em relação ao dólar e chegou a bater a cotação de R\$ 3,30 no mercado à vista, no decorrer do mês de março, fechando o mês em R\$ 3,2080 . No ano a moeda americana acumula alta de 20,77% em relação a moeda brasileira. O movimento de alta do dólar foi generalizado tendo maior impacto nos países menos desenvolvidos.

Fatores externos e internos, este com maior peso, influenciaram o mercado cambial. Os desgastes políticos se agravaram e tiveram influência direta na cotação do real. Além das rugas entre a presidente Dilma e os presidentes da Câmara e do Senado, as diferenças de *escola* entre a presidente e o Ministro Levy ficaram explícitas com os declarações do Ministro, em relação a condução da economia no primeiro mandato, em dois eventos. O primeiro aconteceu no anúncio das novas medidas fiscais de desoneração da folha de pagamento das empresas quando o Ministro declarou que a metodologia anterior era grosseira e ineficiente e o segundo em reunião com estudantes da Universidade de Chicago quanto voltou a questionar a eficiência das medidas adotadas no primeiro governo. A dúvida quanto a permanência do Ministro após essas declarações gerou volatilidade nos mercados e desvalorização do real. Entretanto, devido a dependência do governo ao sucesso das ações propostas pelo Ministro, nada aconteceu e o mercado seguiu o seu curso.

Outro fator interno que contribuiu para a desvalorização do Real foram as declarações do presidente do Banco Central de que a instituição não interferirá no câmbio. O câmbio é livre e segue a lei da oferta e da demanda. Vejam só! Primeiro um freio de arrumação, e depois um cavalo-de-pau! Com o mesmo Presidente a frente da Instituição e mesma trupe (ou quase) só se acredita porque estamos vivenciando o fato. O BACEN encerrou o programa de leilões diários de *swap* cambial em 01 de abril (pela data imaginava-se seria brincadeira) mas manteve a rolagem integral dos lotes em aberto. O programa iniciou em agosto de 2013 e de acordo com o BACEN *forneceu volume relevante de proteção* cambial para os agentes econômicos. Afirmam-se, ainda que, caso necessário, a instituição pode realizar operações adicionais utilizando-se dos instrumentos cambiais disponíveis. Ah, bom! Voltamos ao normal!

Mas esta premissa e filosofia de que o Câmbio é só mais um preço na economia é coisa do Chicago Boy, definitivamente. E neste quesito estamos sendo ajudados de inúmeras frentes, uma vez que este *mini-overshooting* (20% em 2015 e de mais de 40% desde Julho/14) do dólar ainda não contaminou a inflação... isso mesmo, apesar de altíssima ainda não se verifica o tradicional *pass-through* das valorizações cambiais (estudos apontam um prazo médio de sensibilização de 3 a 6 meses). Razões? No índice de preços o grupo comercializáveis foi pouco impactado, as principais *commodities* tiveram seus preços muito reduzidos e também se acredita que os efeitos da depreciação cambial poderão ser limitados pelas condições impostas pelo próprio enfraquecimento da atividade, com perspectiva de redução na demanda. Entretanto, existe a insofismável certeza que tudo isso volta. Xiiii...

# Comentário Mensal da Gestão

## *Mercados - Bolsa*

Fim de trimestre! Os três primeiros meses do ano foram marcados por manifestações populares, risco de apagão e racionamento de água, acirramento das tensões políticas entre Congresso, Planalto e Fazenda, expectativa quanto ao início da elevação dos juros americanos e por fim manutenção do *rating* do Brasil pela Standard & Poor's. Mesmo com tudo isso, o Ibovespa fechou o trimestre com alta de 2,3%.

Os riscos de apagão e de falta de água foram dissipados devido às chuvas de março, que surpreenderam, e à expectativa de PIB negativo neste ano para o mercado. Quanto as manifestações populares que levaram quase 2 milhões de brasileiros às ruas em março em diversas cidades do Brasil, estas devem continuar e o governo terá que ser mais ágil nas suas decisões. A falta de articulação política entre Congresso e Planalto está dificultando a aprovação das medidas fiscais necessárias para o superávit fiscal e controle da inflação. Pelo lado externo, as reuniões do FOMC passaram a ficar no radar dos gestores, dados positivos da economia americana trouxeram as expectativas dos juros subirem antes do esperado. Entretanto, na reunião do FOMC de março, declarações da presidente do FED indicaram que não será no curtíssimo prazo a elevação dos juros.

E para fechar o trimestre a S&P deu ao Brasil um voto de confiança e manteve a nota soberana do País em BBB-. Mas até quando? E o quão vulnerável está a economia brasileira ao Ministro Joaquim Levy? Para a agência de risco a manutenção da nota brasileira reflete a expectativa de que o ajuste fiscal em curso terá apoio da presidente Dilma e do Congresso Nacional, apesar do cenário político e econômico desafiador. A perspectiva de estável do *rating* parece dar tempo ao Ministro Levy para entregar o ajuste fiscal anunciado e ao mesmo tempo fortalece sua posição diante do Governo.

A decisão da S&P não trouxe folego para a Bolsa, entretanto, no curto prazo, manter o grau de investimento evita a saída, às pressas, dos fundos de investimentos que só podem investir em países com grau de investimento.

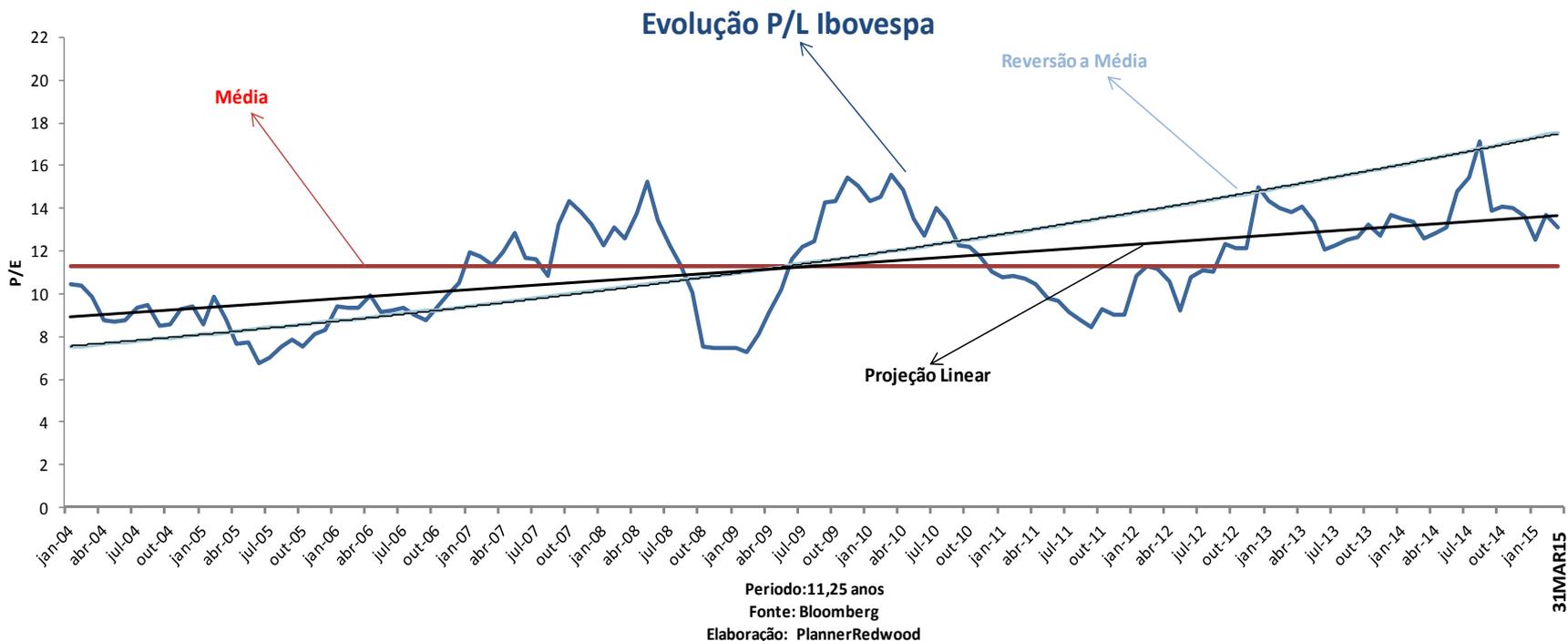
Depois de forte alta da Bolsa em fevereiro, em março houve realização de lucros e o Ibovespa fechou em queda de 0,84%. Soma-se ao movimento de realização a queda dos preços do petróleo e do minério de ferro no mercado internacional que refletiram nos preços das ações desses setores. Os investidores estrangeiros sustentaram grande parte do movimento da Bolsa beneficiando-se do preço em dólar das ações.

Sob este enfoque e análise, os próximos dois *slides* apresentam um cenário no mínimo intrigante e instigante para a Bolsa como um todo (o Ibovespa). No primeiro o gráfico de Preço/Lucro parece indicar que a Bolsa já está *bem precificada*, enquanto que o segundo, o gráfico do Ibovespa em dólares a coloca na *bacia das almas* a preços (inimagináveis) de 2005! A primeira e imediata interpretação é: para brasileiros (em Reais) os *upsides* a primeira vista não empolgam, mas para os gringos (em USD) a alegria já parece que poderá ser grande. Então por que os investidores externos ainda não vieram com força? A resposta pode ser que eles olham estes dois gráficos...hoje se vê incertezas no horizonte e não riscos. Contudo, tão logo os ajustes da economia aparecerem, a Bolsa, como sempre, antecipará o movimento da economia real e se valorizará muito.

Assim esperamos!

# Comentário Mensal da Gestão

## Mercados - Bolsa



Projeções para IBOV em relação a		Up/Downside	31/3/2015
Preço Justo em			51.150
Projeção Linear:	52.300		2,25%
Projeção Média Histórica:	44.043		-13,89%
Reversão à Média:	68.521		34,0%

# Comentário Mensal da Gestão

## Mercados - Bolsa

Gráfico – Índice Bovespa em USD



IBOV - Mensal - criado em 08/04/2015

© 2015 Agência Estado Ltda



# Comentário Mensal da Gestão

## MARÇO 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)