

Porto Alegre, 22 de janeiro de 2015.

Prezado investidor,

O biênio 2013-2014 foi repleto de fatos marcantes, tanto no Brasil quanto nos diversos cantos do planeta. Dentre os principais, listamos: o início da retirada dos estímulos norte-americanos (*tapering*); a desaceleração da economia chinesa; e o acirramento de tensões geopolíticas na Europa Oriental. Não pretendemos discorrer detalhadamente sobre cada um desses eventos econômicos recentes, mas, sim, conectá-los com a premissa de que o mundo segue ajustando-se a um novo paradigma após a crise do *subprime*.

Já mencionamos em cartas anteriores nossa leitura de que a crise de 2008 marcou um limite para a era do *Fiat Money*. A base para o lastro monetário em papel moeda foi plantada no tratado de Bretton Woods em 1944, o qual colapsou em 1971 quando o então presidente norte-americano Richard Nixon decretou o fim da conversibilidade dólar-ouro. Desde então, toda vez que uma crise importante se apresentava, a solução era introduzir novos estímulos monetários (“emissão de dinheiro”) e aguardar a retomada econômica para iniciar a retirada de tais estímulos. Na era da informação rápida, dos bancos centrais conduzidos por supereconomistas, das tendências demográficas favorecidas pelos *baby boomers* e da ausência de conflitos bélicos globais iminentes, consolidou-se uma crença de que não passaríamos mais por crises de escala global. Uma vez perdido o medo do risco (*moral hazard*), os agentes alavancaram suas apostas para além da

O mundo tornou-se mais intrépido ao adotar o lastro monetário baseado em papel, e não mais no metal ouro.

fronteira da prudência, detonando uma crise de crédito que devastou os principais centros financeiros mundiais.

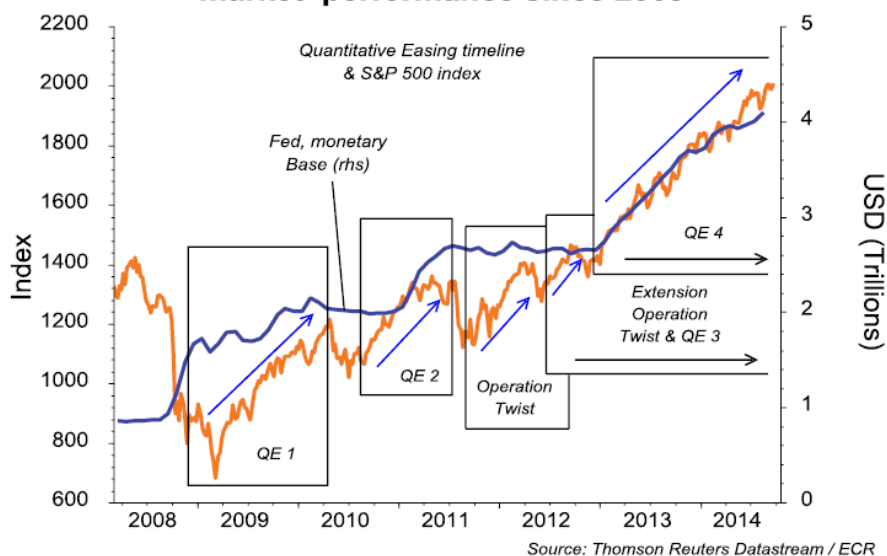
De 2008 para cá, praticamente todos os bancos centrais seguem aplicando a cartilha de promoção de estímulos, a fim de cercear os efeitos nefastos de uma crise dessa proporção. Um dos sintomas que já se esperava, a essa altura, era de uma onda inflacionária pelo mundo que auxiliasse na desalavancagem das dívidas soberanas, expectativa sendo substituída pelo temor de deflação nas principais nações. Apesar de alguns países, especialmente os Estados Unidos, já exibirem sinais de retomada do crescimento, é difícil concluir que o mundo tenha atingido algum equilíbrio econômico e geopolítico, mesmo decorridos seis anos, pois é um período considerado curto para avaliar o ciclo de uma crise dessa magnitude. Evidências dessa hipótese estão em toda parte:

Desde então, estímulos monetários têm sido o remédio para as crises, mas a fórmula está demorando para funcionar na do subprime.

- Zona do Euro e periferia europeia com extrema dificuldade para retomar crescimento e escapar do buraco negro deflacionário;
- Japão adotando medidas drásticas, de êxito parcial até o momento, com vistas a sair da armadilha deflacionária na qual se encontra há mais de duas décadas;
- China migrando seu modelo de crescimento baseado em investimento para um baseado em consumo interno, tendo que lidar com o excesso de alavancagem imobiliária e um sistema bancário em desenvolvimento;

- Mercados emergentes tendo que administrar excessos cometidos no *boom* da década passada, vendo-se obrigados a promover ajustes fiscais importantes;
- Queda generalizada dos preços das *commodities* nos últimos anos, com destaque para a queda do petróleo e do minério de ferro;
- Disputas de suprimento de energia (petróleo e gás), envolvendo países do Oriente Médio e a Rússia, aumentaram as fricções diplomáticas desses blocos com os EUA e a Europa.

Monetary policy is and has been a main driver of stock market performance since 2009

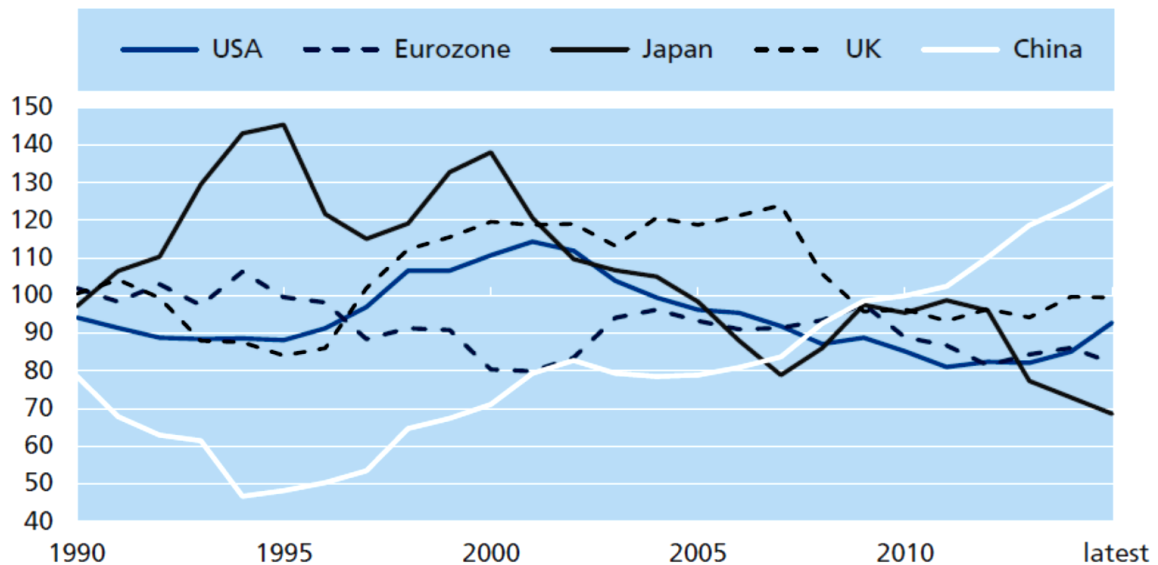


Por terem reagido rapidamente, os Estados Unidos já colhem resultados da maciça injeção monetária dos últimos seis anos...

Gráfico 1 – A política monetária é, e tem sido, o principal motor do mercado de ações desde 2009 (Reuters, 2014).

Real effective exchange rates, updated by latest nominals

1973-2014 average = 100, except China where 2010 = 100



Source: OECD, JP Morgan, Datastream, LSR

Gráfico 2 – Taxas de câmbio efetivas corrigidas por inflação (JP Morgan, 2014).

Até mesmo a comemorada recuperação norte-americana de 2014 ainda precisa se provar consistente. Por trás do descolamento dos Estados Unidos em relação ao resto do mundo, está a potente carga de estímulos injetada nos últimos cinco anos (vide **Gráfico 1**), combinada com o dólar desvalorizado e um custo doméstico de energia inferior à média mundial: enquanto o mundo pagava U\$ 100 pelo barril de petróleo, o mix com gás de xisto norte-americano os colocava em importante vantagem competitiva industrial. Com a queda do preço do petróleo, esse *gap* de preço de energia diminuiu. A valorização do dólar frente às demais moedas (vide **Gráfico 2**) reduz a competitividade global das mercadorias e dos serviços daquele país.

...mas a queda recente do petróleo e a forte valorização do dólar reduziram drivers importantes para a recuperação daquele país.

E como fica o Brasil nesse contexto? Longe de estar em posição confortável.

O Brasil colheu prosperidade durante a fase do *boom* das *commodities*, mas não fez uso produtivo da abundância de dinheiro que circulava pelo mundo. O nosso país adotou um modelo de estímulo ao consumo, possibilitado pela disciplina macroeconômica instalada, enquanto dispúnhamos de credibilidade e de superávits fiscais e comerciais. Infelizmente, o ponto de inflexão ocorreu após 2008, quando o governo brasileiro não percebeu a mudança do cenário e insistiu na manutenção desse modelo, flexibilizando gradativamente alguns dogmas do tripé macroeconômico e adotando medidas de intervenção setorial desastrosas.

A direção econômica adotada no Brasil começa a se mostrar ineficaz e o ambiente global, agora adverso, aumenta o desafio que temos pela frente.

A Presidente Dilma até experimentou baixar a taxa de juros em 2011, mas o país ainda não estava preparado e o ensaio reverberou uma onda inflacionária que o governo tentou conter, em vão, com o controle de algumas tarifas públicas. Todos esses disparates econômicos dos últimos anos interromperam a queda da taxa de juros iniciada na década passada e aumentaram a taxa de juros de equilíbrio, perseguida pelo Banco Central. Com a Selic em elevação, o ambiente para os investimentos de risco se torna menos óbvio.

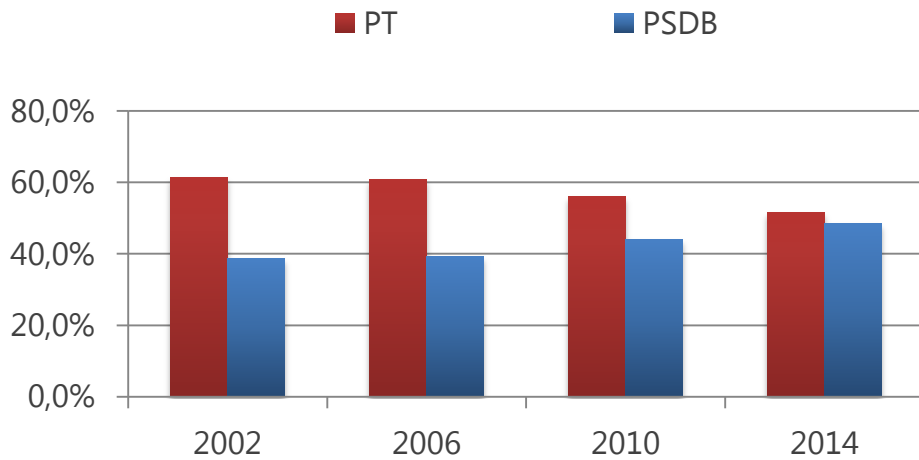
Depois de 2013 ter sido o terceiro ano de decepção com o crescimento do país, 2014 iniciou com a urgência de ajuste do modelo. Entretanto, como anfitriões da Copa do Mundo e com as eleições

presidenciais pela frente, tivemos que assistir ao governo desviar seu foco e seus recursos totalmente para o processo eleitoral, envidando esforços hercúleos para manter sua base cooptada por benesses insustentáveis e com promessas de manutenção do *status quo*, adiando assim o cada vez mais custoso e imprescindível ajuste. Para citar um exemplo, as autoridades competentes optaram por “esconder” a delicada situação das bacias hídricas no Sudeste do Brasil, temendo o ônus durante as eleições, e nos deixaram em 2015 sob forte probabilidade de racionamento de água naquela região e de energia elétrica em boa parte do país.

Ajustes importantes que já deveriam ter sido feitos em 2014 foram adiados por conta do calendário eleitoral. Por conta desse atraso, a conta virá mais cara em 2015...

Dada a delicadeza do ambiente global, um país aspirante a desenvolvido como o Brasil deveria estar fazendo melhor o tema de casa, mas o ano de 2014 estressou os limites de credibilidade e de confiança dos agentes. Infelizmente, esse é um dos defeitos do processo democrático baseado na regra um homem, um voto: governos se elegem e tentam se perpetuar no poder outorgando mais e mais benefícios para os votantes, até o dia em que não há mais como concedê-los ou sustentá-los. O povo, então, clama por mudança. Quanto menor a escolaridade dos eleitores, mais longo e penoso é esse ciclo. Os protestos de rua observados em julho de 2013 e o recado das urnas são claros sinais do desgaste pelo qual passa o partido que ocupa a presidência desde 2003, evidenciado pelos resultados das últimas eleições no **Gráfico 3**.





...assim como será mais difícil para o atual governo sustentar seu índice de popularidade.

Gráfico 3 – % Votos válidos no 2º turno das eleições presidenciais (TSE, 2015).

Investir em ativos no Brasil, nesse ambiente de incerteza e com juros em elevação, é um trabalho complexo. O mercado de capitais antecipa calculadamente expectativas de desempenho econômico, mas também acrescenta uma dose de exagero quando uma conjunção de fatores aponta para a mesma tendência. Os estudos de finanças comportamentais explicam muito bem essa deficiência humana em aceitar cenários alternativos que contrariam as expectativas já precificadas.

Vale lembrar que o mercado de capitais costuma antecipar expectativas de desempenho econômico futuro e, invariavelmente, peca por exagero.

A troca da equipe econômica no Brasil, com a nomeação de Joaquim Levy como Ministro da Fazenda, e de Nelson Barbosa como Ministro do Planejamento, representa um importante ponto de inflexão no governo Dilma, cenário bastante improvável meses atrás. As credenciais técnicas e a experiência dessa equipe são relevantes e indispensáveis para a retomada do crescimento no nosso país. Medidas impopulares, porém necessárias, já foram anunciadas e estão no sentido correto de preparar o Brasil para esse

mundo sob novas regras. Compreendemos o ceticismo de boa parte dos agentes quanto à sobrevivência política da nova equipe, mas acreditamos que o governo compreendeu que o modelo anterior fatalmente produzirá uma sequência indesejada na tendência exibida no **Gráfico 3**.

Ainda na linha de exemplificar cenários improváveis que se materializaram, citamos o recém divulgado programa de estímulos por parte do Banco Central Europeu, totalizando mais de um trilhão de Euros até 2016, o dobro do que vinha sendo esperado pelo mercado. Juntamente com o nipônico atualmente em curso, eles equilibram temporariamente o fato de o Banco Central dos Estados Unidos estarem interrompendo o seu.

Assim como em 2010 observamos excesso de otimismo com o Brasil, agora acreditamos que há excesso no pessimismo, representado pelo crescente número de empresas brasileiras com bons fundamentos que negociam a preços descontados em relação ao seu valor justo. Apesar de o crescimento esperado para o país em 2015 ser baixo, ao longo do ano o mercado deverá antecipar expectativas melhores para 2016, quando os ajustes em curso deverão surtir efeito positivo na expansão da economia e na retomada da confiança no país.

Como prega a cartilha do investimento com base em fundamentos, a paciência, a técnica e a disciplina precisam estar presentes, em vez dos vieses cognitivos.



Em 2014, nós da FUNDAMENTA criamos dois fundos que estão abertos para captação: o FUNDAMENTA DIVIDENDOS FIA e o FUNDAMENTA FIX. Estamos



Esta apresentação tem mero propósito ilustrativo, e tem por objetivo divulgar o FUNDAMENTA FIA, bem como nossa filosofia de trabalho e nosso desempenho passado, o qual não é garantia de desempenho futuro. Este material não configura proposta ou compromisso de trabalho, nem de distribuição de títulos e valores mobiliários. A FUNDAMENTA é uma gestora de títulos e valores mobiliários devidamente autorizada para esta atividade pelo Ato Declaratório 9.310 de maio de 2007, e não realiza distribuição de títulos e valores mobiliários. A FUNDAMENTA também aderiu a Código de Autorregulação da ANBIMA. Lembramos que rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Todas as taxas são cobradas pelo administrador. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito - FGC. O Fundamenta FIA tem o IBRX como indicador de performance. Os demais indicadores exibidos são mera referência econômica comparativa, não constituindo meta ou parâmetro de performance. O Fundamenta FIX tem menos de 12 meses; para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 meses. As informações de desempenho histórico apresentadas são números reais, e não simulações. Informações de outros fundos retiradas do site da ANBIMA. Metodologia de cálculo para Patrimônio Líquido Médio 12m de acordo com o Guia para Divulgação da ANBIMA. Patrimônio sob gestão calculado somando o patrimônio dos fundos e das carteiras sob contrato no fechamento de cada ano. A lâmina de informações essenciais encontra-se disponível no site do administrador. CFA® e Chartered Financial Analyst® são marcas registradas do CFA Institute. CFA® and Chartered Financial Analyst® are registered trademarks owned by CFA Institute.

à disposição para esclarecer a estratégia desses novos produtos. Além disso, o FUNDAMENTA FIA foi novamente agraciado com 4 estrelas, dessa vez no ranking da *Standard & Poor's* de 2014. Apesar de todas essas conquistas que muito nos orgulham e do crescimento que estamos colhendo, compreendemos que o nosso êxito como gestores de investimento decorre do senso de responsabilidade permanentemente ativo no nosso processo decisório. É essa a cultura que nos direciona e com a qual pretendemos continuar avançando. Renovamos os votos de agradecimento pela confiança de todos os nossos investidores e seguimos com a ambição de trabalhar para superar as suas expectativas.

Desejamos a você um feliz 2015, com muita saúde e prosperidade!

Para maiores detalhes, entre em contato conosco ou consulte o nosso site:

www.fundamenta.adm.br



Esta apresentação tem mero propósito ilustrativo, e tem por objetivo divulgar o FUNDAMENTA FIA, bem como nossa filosofia de trabalho e nosso desempenho passado, o qual não é garantia de desempenho futuro. Este material não configura proposta ou compromisso de trabalho, nem de distribuição de títulos e valores mobiliários. A FUNDAMENTA é uma gestora de títulos e valores mobiliários devidamente autorizada para esta atividade pelo Ato Declaratório 9.310 de maio de 2007, e não realiza distribuição de títulos e valores mobiliários. A FUNDAMENTA também aderiu a Código de Autorregulação da ANBIMA. Lembramos que rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Todas as taxas são cobradas pelo administrador. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito - FGC. O Fundamenta FIA tem o IBRX como indicador de performance. Os demais indicadores exibidos são mera referência econômica comparativa, não constituindo meta ou parâmetro de performance. O Fundamenta FIX tem menos de 12 meses; para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 meses. As informações de desempenho histórico apresentadas são números reais, e não simulações. Informações de outros fundos retiradas do site da ANBIMA. Metodologia de cálculo para Patrimônio Líquido Médio 12m de acordo com o Guia para Divulgação da ANBIMA. Patrimônio sob gestão calculado somando o patrimônio dos fundos e das carteiras sob contrato no fechamento de cada ano. A lâmina de informações essenciais encontra-se disponível no site do administrador. CFA® e Chartered Financial Analyst® são marcas registradas do CFA Institute. CFA® and Chartered Financial Analyst® are registered trademarks owned by CFA Institute.