

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

DEZEMBRO 2015

Comentário Mensal da Gestão / DEZEMBRO 2015

Agenda

- Introdução
- Atividade Econômica
- Política Fiscal
- Conjuntura Internacional
- Juros
- Câmbio
- Bolsa
- Análise Geral



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.



Epígrafe do mês...a pretexto do momento que vivemos.

“Why does a public discussion of economic policy so often show the abysmal ignorance of the participants?”

*“Por que a discussão pública de política econômica tão frequentemente mostra a ignorância abissal dos participantes?”
(Tradução Livre)*

Robert Solow – Economista Americano

Introdução

Finalmente o ano acabou e com ele mudanças significativas. Dentre estas a saída do Ministro Levy que, de fato, já não era sem tempo. Durante quase um ano à frente do Ministério da Fazenda, fomos ferrenhos defensores de sua entrada e elogiamos bastante a esperada guinada na política econômica da Presidente – era o salvador da Pátria. Contudo, nos últimos quatro meses deixamos os elogios de lado e passamos a criticá-lo fortemente, não por suas ideias e propostas, mas por sua postura frágil diante da fritura implacável que passou a enfrentar, o tornando um verdadeiro “bobo da corte”. A esperada guinada nunca ocorreu, a Presidente de fato jamais o apoiou genuinamente e o partido do governo e aliados – inclusive parte da equipe econômica –, sempre “sabotaram” sua política de maior austeridade. Pecou muito ao querer se manter no cargo, fez assim um enorme desserviço a tudo e a todos, além de macular a imagem e percepção da ortodoxia como nossa tábua de salvação. Ele era o melhor, indubitavelmente – sobretudo para um cargo que **DEVE** ser eminentemente técnico e **NÃO** político. Se tecnicamente a viabilidade de sua política econômica era impraticável, que se saísse logo para enfrentarmos, o quanto antes, a alternativa que agora parece ressurgir e, no limite, irmos as últimas consequências. Para muitas coisas o *timing* é fundamental...ele errou feio...o Brasil perdeu muito, notadamente porque suas ideias não vingaram, e mais, equivocadamente são vistas – por boa parte de quem opina nos rumos econômicos do país – como “responsáveis” do atual quadro.

Entretanto, como diz o provérbio português: “*desgraça pouca é bobagem*”. O novo Ministro da Fazenda agora é o então Ministro do Planejamento Nelson Barbosa. Muito mais próximo a Presidente e alinhado, por seu passado, as ideias da Mandatária, assumiu com discurso de continuidade dos trabalhos de Levy, porém em ritmo e doses mais amenas. Difícil acreditar. Nelson Barbosa já foi do governo, teve participação na malfadada Nova Matriz Macroeconômica, foi responsável por encaminhar o Orçamento deficitário (sacramentou nossa perda do Grau de Investimentos), confrontou em quase tudo o que seu antecessor queria, assumiu o papel de “justificar” as pedaladas e ainda propôs metas de superávit fiscal por bandas. Não, nós não teremos mais o que Levy desejava. De toda sorte, vamos dar o benefício da dúvida e vamos esperar os tradicionais 100 dias e reavaliar. A torcida é grande, mas o “público opinante” da política econômica é diversificado e ouvido. Robert Solow estava correto em questionar.

O grande legado de Levy, ainda não reconhecido – e espera-se que isso aconteça o quanto antes, será o de evidenciar ao “público opinante” que o país não sairá do buraco em que fomos metidos sem esforço efetivo (i) de controle e redução de gastos correntes do governo, (ii) da redução do tamanho do Estado, (iii) da intromissão desenfreada do governo na economia, e (iv) do enfrentamento dos desequilíbrios criados – em especial o da Previdência, por meio de reformas e a retomada das concessões em bases menos ideológicas e mais sustentáveis.

No mundo, finalmente assistimos o FED (Banco Central Americano) iniciar a “normalização” de sua política, o BCE (Banco Central Europeu) ratificar sua política, a China continuar com a promessa de socorrer sua economia para que sustente minimamente sua atividade econômica, e os demais emergentes se prepararem para os desafios de 2016. Exceção feita, a Índia tem o que colher e comemorar.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,27%. S&P variou -1,75%, NIKKEI fechou em -3,61%, DAX com -5,62% e FTSE -5,72%. O Ibovespa terminou o mês em -3,92% e o IBrX em -3,79%. Máximas para DIF16 em 14,16% e DIF17 em 14,135%. NTN-B 2050 terminou o mês em 7,24%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 3,9048.

Atividade Econômica

Terminou em catástrofe a política econômica implementada nos últimos anos: o PIB de 2015 ficará próximo de -4%. Não para por aí, em 2016 teremos nova retração na casa dos -3%, ou mais. É uma verdadeira hecatombe, sem paralelos nos últimos 80 anos com toda a sua potencialidade e reflexos em todos segmentos. Tudo poderia ter sido evitado não fosse a política econômica adotada até 2014, ou seja, a origem da crise atual tem data e nome. A origem é fiscal, mas seus desdobramentos e medidas paliativas de ajustes e na maioria das vezes com extraordinária incompetência, juntaram-se aos escândalos de corrupção que a transformou em uma crise política.

A caça aos culpados e aos motivos de suas ações não pode ser interpretado como um exercício contraproducente. Já vivemos outros momentos na história onde o desenvolvimentismo e o populismo nos custaram muito caro. Também vivenciamos o que é fazer o dever de casa corretamente, portanto precisamos colocar o dedo na ferida e identificar os erros para não incorrer nas mesmas decisões. Estamos colhendo o que plantamos. No fundo, não há saída fácil e sim teremos de nos ajustar penosamente diante daquilo que tivemos sem poder ter tido. Tivemos todas as oportunidades de nos ajustar quando os ventos (os termos de troca, em especial) nos eram favoráveis – optamos por não fazer. Qualquer tentativa de suavização desse período adiante com mais de Nova Matriz Macroeconômica – ou a chamada guinada à esquerda –, nos levará a derrocada final, empurrando indefinidamente a solução para o país.

O intervencionismo voluntarista e desmedido nos levou a esta situação, e a pressão neste momento para se apresentar alternativas imediatas de retomada de crescimento sugerem o contrário do que de fato precisamos. Aqui entra o legado ainda não reconhecido de Levy, mas que no limite poderá inflar ainda mais a crise e nos forçar, certamente sob circunstâncias muitíssimo mais difíceis, a implementar as verdadeiras e necessárias medidas. Que não exista dúvida aqui, não se trata de desprezar o sofrimento da população – em especial dos mais pobres –, mas exatamente o contrário. O reequilíbrio das contas, o controle da inflação e todo realinhamento da política econômica servirão para o essencial: a retomada da confiança e com ela o retorno da poupança e conseqüentemente dos investimentos. Não existe a questão de quem veio primeiro como do ovo e da galinha, aqui precisamos agir exatamente na sequência indicada.

A soberania de atuação de nossas Instituições e a manutenção do combate à corrupção também serão de extrema importância para a retomada da dinâmica da atividade econômica. Apenas como exemplo de impacto no PIB atual, de uma redução esperada de mais de 23% da Formação Bruta de Capital Fixo – FBCF (21,6% verificados em média em 2012/13/14, para algo em torno de 16%), 10% são oriundos de não investimentos da Petrobras – fruto da crise (corrupção) por lá descoberta. FBCF menor hoje é contratação de desempenho econômico ruim no futuro.

A deterioração foi rápida, profunda e parece ser prolongada – sobretudo porque perdemos o principal estandarte do que representava o caminho correto a seguir. Ao fim e ao cabo, sabemos que estamos longe de um consenso de como sair dessa crise, mas que Deus nos ajude para que a vertente que pensa em retomada da economia via crédito fácil, incentivos a determinados setores, cerceamento das ações do BACEN (ou mesmo o continuísmo das atuais nulidades dos principais dirigentes da Instituição) e expansionismo estatal não prevaleça.

Política Fiscal

É extraordinária a situação de penúria que terminaremos o ano de 2015 no lado fiscal.

O resultado negativo das contas públicas, além de ter registrado o maior para os meses de novembro, quando adicionado o custo das pedaladas (aproximadamente R\$ 60 bi) agora em dezembro teremos um déficit anual em torno de R\$ 120 bi. O diagnóstico para os números ruins são vários, mas a queda da arrecadação (aproximadamente 7%) tem sempre destaque e fundamenta-se, sobretudo, na recessão. Já abordamos em relatórios anteriores que o gerenciamento, análise, controle e previsão da receita parecem longe de otimizados, mas as despesas caíram somente 3,4% - assimétrico.

Não há dúvida que o DNA do governo é expansionista, por definição e por constatação. Não dá a menor pelota para a disciplina fiscal e fundamenta que tal atitude de estímulo fiscal fomenta o crescimento – sempre. Esta a razão pela qual pouco ou quase nada fez para mudança do quadro atual, e tudo indica que continuará assim: para 2016 o orçamento da União prevê um superávit de R\$ 30 bi (0,5% do PIB – isso fruto ainda do esforço do ex-Ministro Levy, pois o atual Ministro queria mesmo uma meta por bandas, sob pressuposto de maior “realismo” e factibilidade para o momento). Os efeitos cumulativos de longo prazo oriundos dessa esquizofrenia de ganância desenfreada nos custará ainda mais caro, e o primeiro e mais importante sinal é a disparada da relação Dívida Bruta/PIB. Os números desastrosos deste ano de 2015 não pararão por aí, e os reflexos serão novos rebaixamentos pelas agências de *rating*.

Se a fonte seminal da crise é fiscal que se descambou, dentre outras coisas, para o político, vivemos hoje ao menos duas crises simultâneas sob *Efeito Tostines* : “vende mais porque é fresquinho, ou é fresquinho porque vende mais”...ou seja, os custos do ajuste fiscal agrava a crise política e vice-versa. O fato é que até recentemente, cumpríamos as metas de superávit primário porque havia crescimento endógeno das receitas (com alguma melhora na eficiência arrecadatória) via formalização do mercado de trabalho, as receitas extraordinárias e fundamentalmente as fortes externalidades positivas gerando volumes significativos de impostos sobre as importações. Isso acabou, e a dificuldade em elevar receitas e o repúdio de controlar gastos se tornou uma realidade que persiste até hoje.

Assim, se a dinâmica fiscal brasileira era dependente do acima exposto e ainda, vulnerável ao ciclo econômico – notadamente apoiada em impostos sobre produtos, precisamos dar foco na inflexibilidade da despesa. Como este não é assunto de rápido equacionamento, notadamente frente a contínua retração econômica, será também necessária a avaliação do aumento da carga tributária – apesar do julgamento contrário (amplo e geral) da sociedade.

Tudo isso tem um propósito: melhorar a relação Dívida/PIB resulta em avaliação de melhor solvência do país, que por sua vez traz de volta a confiança dos investidores e seus recursos. O caminho a percorrer será muito custoso, pois a desconfiança construída pelas ações do governo exigem dele um sobreesforço para mostrar que errou e retomará o rumo certo. Vacilar mais agora nos afundará definitivamente...caso contrário, só outro governo.

Conjuntura Internacional

A conjuntura internacional foi tomada pela ameaça do que pode vir de novos indicadores da atividade e de anúncios de política econômica da China, e do início do processo de normalização da política monetária do FED, em especial para os emergentes.

De acordo com dados oficiais, o PMI industrial da China subiu de 49,6 para 49,7 em DEZ/15, o que sinaliza um leve impulso para a segunda maior economia do mundo, mas resultado ficou abaixo da média das projeções dos economistas. Em geral, os dados do PMI seguem leituras fracas para outras partes da economia. Assim, por exemplo, em novembro, as reservas cambiais diminuíram mais do que o esperado e as exportações caíram pelo quinto mês consecutivo. A expectativa é que a China corte as taxas de juros a partir de JAN/16, reduza as exigências de reservas bancárias e eleve gastos com infraestrutura em uma tentativa de combater os níveis de endividamento mais elevados e a insistente fraqueza econômica. Não é para menos este “desespero”, pois estudos apontam para uma taxa média de crescimento da China em torno de 4% para a próxima década!

Na Europa, em especial na Zona do Euro, o PMI Composto (setores industrial e de serviços) subiu de 54,2 em NOV/15 para 54,3 em DEZ/15, atingindo o maior nível em quatro meses e por vários meses acima de 50 (divisor que mostra expansão ou contração). O avanço tem duas interpretações imediatas: (i) que a atividade no bloco está se expandindo em ritmo mais forte e (ii) que a política implementada pelo BCE está no caminho certo. Será mesmo? De toda sorte, um dos membros do Conselho do BCE, Peter Praet, afirma que não há plano B, que não vê alternativa ao programa de estímulos monetários atual, embora ele ainda não tenha conseguido impulsionar a inflação na região. Nessa linha, o BCE informou que as compras mensais de 60 bilhões de Euros em ativos - a maioria bônus soberanos - continuarão até março de 2017, seis meses além do previsto inicialmente, e poderão ser estendidas novamente se necessário. O *mind set* é o seguinte: "Se o BCE não tivesse tomado as medidas que tomou, nós estaríamos em uma depressão", afirmou Praet. "O BCE fez o que tinha de fazer, mas a política monetária não consegue resolver todos os problemas". Ele tem razão, outras políticas ajudam bastante. Todos sabemos onde essa “ajuda” desembocará, mas como é difícil seguir outro caminho. É a reprise da política do FED, sob comando de Ben Bernanke e sua *Coragem para Agir* fazendo discípulos, apesar das diferenças gritantes das economias e, no limite, os 7 anos que foram necessários para retomada da atividade econômica americana.

Dos emergentes, a Índia apesar de um possível arrefecimento de seu desempenho econômico, parece indicar que terá o crescimento mais rápido de 2015. Mas isso não é tudo, o país conta com melhores perspectivas de crescimento e projeções de experientes economistas demonstram que o país poderá ter crescimento na casa dos 7%aa até 2024. Se isso minimamente se materializar, a Índia passará a China...fizeram o dever de casa!

Nos EUA, chegou finalmente a hora da verdade – o aumento dos juros veio em doses mínimas como esperado, e o gradualismo nesta retomada de aumento de juros parece ser a tônica. Por lá está tudo dominado. Stanley Fisher, vice-presidente do FED, acredita que a ação foi adequada, e na visão de Williams (presidente do FED de São Francisco) caso a economia americana continue no ritmo atual e com aumento esperado da inflação, o FED poderá elevar as taxas de juros por mais 3 a 5 vezes em 2016. Nós da Redwood concordamos que é isso que o FED vai fazer.

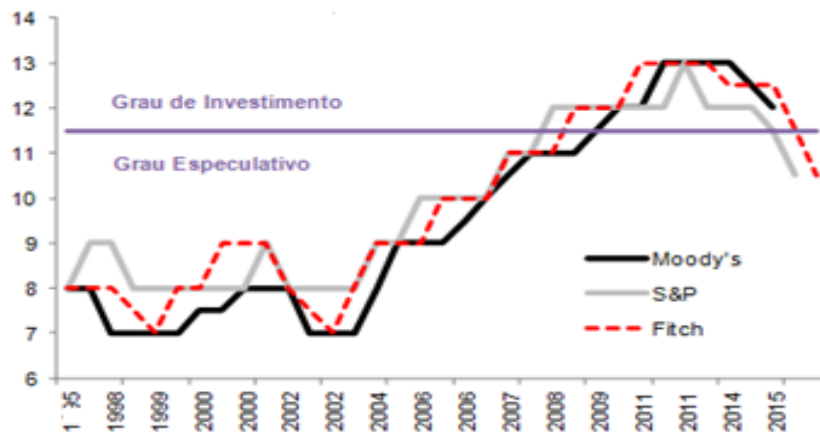
Mercados - Juros

Começamos 2015 com certa esperança. Seria um ano difícil mas enxergávamos o início da recuperação ainda no final de 2015. Ledo engano. A intensidade da crise e a rapidez da deterioração dos números brasileiros surpreenderam.

Terminamos o ano com o segundo rebaixamento da nota de crédito do Brasil. Justo! A agência de classificação de risco Fitch Ratings rebaixou a nota brasileira de crédito soberano de BBB+ para BB-. Além disso, foi atribuída a perspectiva negativa para a nota, o que indica que se não ocorrerem mudanças no cenário econômico e político, haverá novo rebaixamento. A decisão da Fitch não foi surpresa nenhuma para o mercado, aguardamos agora a revisão da Moody's. Assim, começamos 2016 com o “bode fora da sala” em relação ao *rating*.

A perda do grau de investimentos por duas agências fecha o acesso aos recursos dos investidores estrangeiros, principalmente institucionais, que compram títulos de dívida de empresas e do Tesouro classificados como “*investment grade*”. Ficam apenas os investidores de curto prazo e especulativos que buscam alto retorno e possuem fôlego para riscos mais elevados.

Do lado fiscal, conforme comentado anteriormente, o pessimismo do mercado em relação ao cenário econômico brasileiro piorou ainda mais após a nova revisão da meta fiscal para 2016, e em especial com a solução “caseira” de nomear Nelson Barbosa para a pasta da Fazenda, trazendo mais incertezas para o mercado diante do perfil (acadêmico e profissional) e histórico, se comparado a seu antecessor.



Fonte: Globo/G1

Em dezembro, os fatos acima, fizeram com que a estrutura a termo de taxa de juros se deslocasse para cima na busca de maior prêmio. No acumulado do ano, a curva de juros teve acréscimos de prêmio em todos os vértices. Os contratos com vencimentos mais curtos refletiram as sucessivas elevações da Selic, com o objetivo de conter a inflação. Esforço em vão, o aumento teria que ter sido bem maior para ficar, ao menos, perto no teto da meta. Já os contratos de mais longo prazo, que a depender apenas de forças do mercado deveriam ter reduzido as taxas, subiram em consequência do acirramento das crises política e econômica e do aumento do risco país. No fundo, não há como as curvas futuras de juros caírem antes de se resolver os problemas do presente. E para se resolver o presente é necessário ancorar as expectativas inflacionárias futuras, só então se poderá mexer nos juros atuais.

Mercados - Juros

Neste quesito, temos um possível conflito anunciado...na realidade, mais do mesmo. Trata-se da sintonia imperiosa da Política Fiscal com a Monetária. De um lado, já apresentada nossa visão de (como será o) controle dos gastos e de outro o mandato do BACEN para controle da inflação, cujo instrumento (sempre!) sob regime de metas de inflação, exige aumentos de juros. Na prática, a elevação das taxas de juros pelo BACEN tem como princípio fundamental reequilibrar dinamicamente a identidade $S \equiv I$, mas também agir em ao menos três mecanismos de transmissão da política monetária distintos e complementares (suscintamente):

- ✓ Crédito
 - Crédito mais caro afeta a demanda, eleva-se o grau de ociosidade da economia.
- ✓ Câmbio
 - Aumenta-se diferencial de juros internos e externos, atrai Dólares que aprecia o Real que reduz alguns preços (*tradables*).
- ✓ Expectativas
 - Mais importante de todas, demonstra o comprometimento de trazer a inflação para a meta (ancoragem).

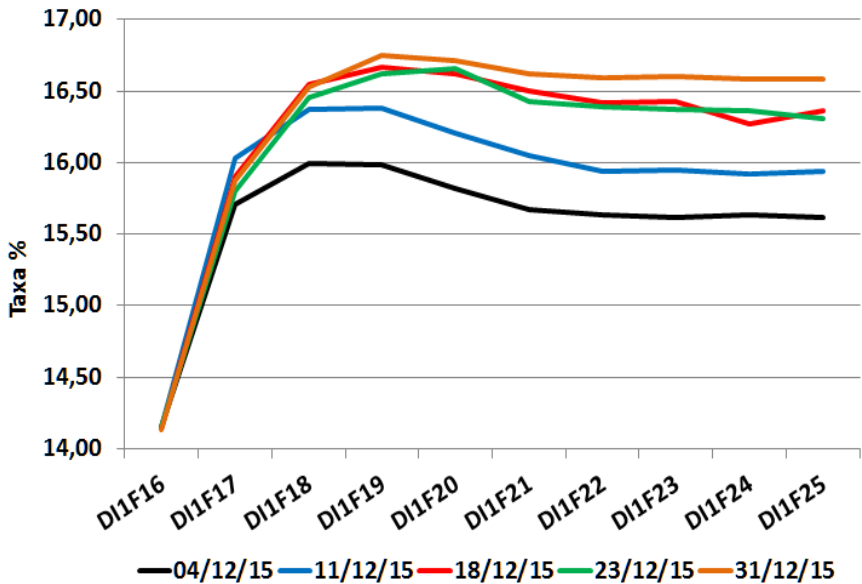
Crédito e Câmbio podem ter razões distintas e relevâncias relativas em função de outras variáveis (e.g., conjuntura internacional e atividade econômica), mas as Expectativas não. Esta, alinhada com a confiança e credibilidade são a essência do Regime de Metas de Inflação (RMI) hoje utilizado pelo BACEN. Credibilidade que o BACEN literalmente jogou no lixo, seja pelas circunstâncias de sua “autonomia”, seja pela flexibilidade de seus propósitos e resiliência ao politicamente necessário.

De um jeito ou de outro, o BACEN sabe que não está cumprindo o seu papel e terá de se justificar o porquê de sua ineficácia no controle inflacionário. Isso de alguma forma incomoda e utiliza canais de comunicação para passar a mensagem que vai atuar, i.e., vai aumentar juros e daí o possível conflito com Ministro Nelson Barbosa. Tadinho, suas chances de aumentar juros são reduzidíssimas, sobretudo com PIB em baixa, desemprego crescente, ano eleitoral e popularidade diminuta da Presidente.

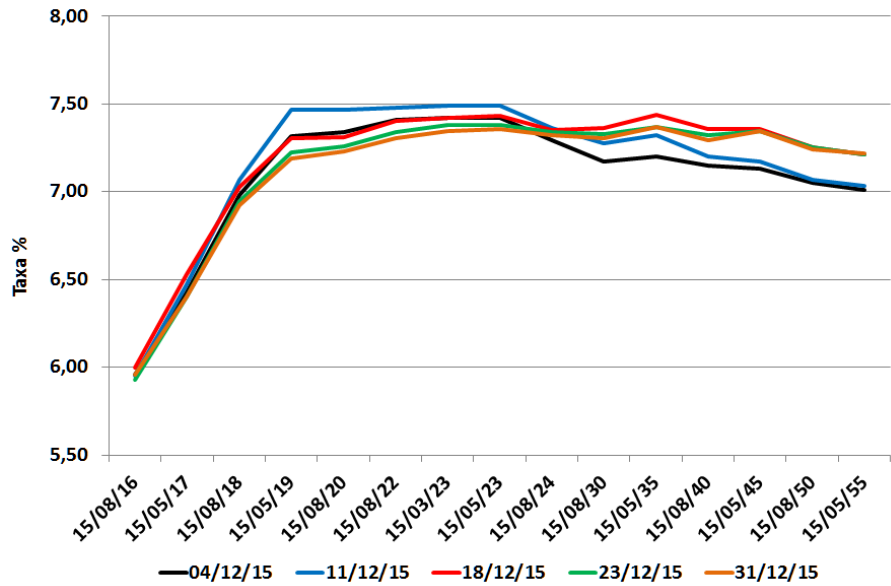
Para apaziguar eventual situação dessa natureza, entrará em cena quem de fato manda: a Presidente da República. Desta forma, com a subserviência intelectual, profissional e coroado com as limitações de ordem administrativa e operacional, a chance é zero de qualquer conflito. Se assim o for, a chance é certa de dar tudo errado. De novo.

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



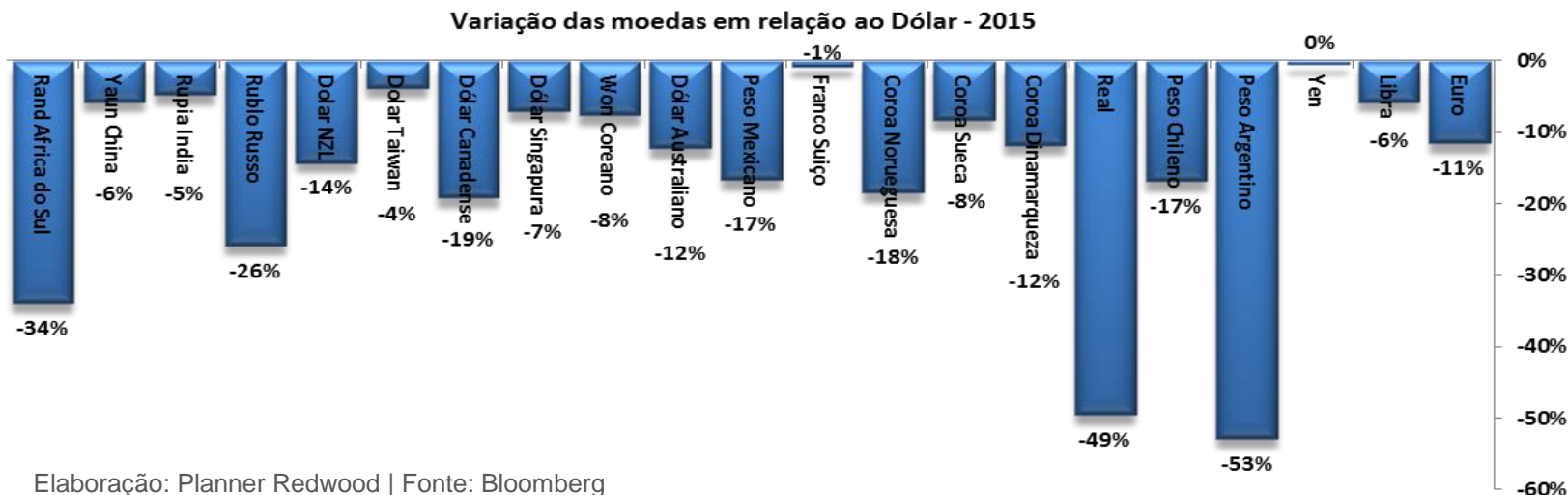
Cupons (NTN-Bs)



Mercados - Câmbio

A inexorável relação de Oferta e Demanda como determinante do preço de equilíbrio de um bem, por vezes desafia a intuição e nos leva a analisar mais detalhadamente outras variáveis que podem perturbar esta relação no curto prazo. O fluxo cambial total do país em 2015 foi positivo em USD 9,4 bi, sendo o melhor resultado desde 2012, quando o volume de entradas de dólares superou o de saídas em USD 16,7 bi. Nos dois últimos anos, o envio de recursos foi maior do que os ingressos. Com tudo isso, o Real se desvalorizou em quase 50% neste ano. Contudo, eis alguns detalhes providos pelo BACEN: a área financeira pode ser avaliada como o lado ruim dessa conta, pois no acumulado de 2015 houve saídas líquidas de USD 16,1 bi da rubrica que reúne os investimentos estrangeiros diretos e em carteira, remessas de lucro e pagamento de juros, entre outras operações. Neste segmento foram registrados ingressos de US\$ 522,7 bi e envios de US\$ 538,8 bi no período. Assim, a saída da divisa do Brasil por meio do canal financeiro ficou 20% maior do que a do ano passado, apesar de o resultado acumulado do ano ter terminado positivo – isso por conta do comércio exterior, que terminou o ano com quase USD 20 bi de superávit da balança em 2015. Bom isso? Difícil dizer. Há controvérsias, sobretudo porque este resultado é consequência direta do novo patamar de cotação.

Assim, nenhum economista em sã consciência, conseguira prever, no início do ano, a desvalorização do real em quase 50% em 2015. O chamado *carry trade* foi negativo, raridade. Em outros termos, quem tomou em dólares e aplicou nos juros brasileiros ficou no negativo. As previsões consideravam que o Ministro Levy conseguiria melhorar os números da economia brasileira e a moeda sofreria certa perda de valor por questões externas, entretanto, nossa habilidade destrutiva fomentou e combinou com a avalanche de notícias negativas no Brasil que levou o Real para o fundo do poço. O ano terminou com o risco país acima de 500 pontos e com o dólar à vista cotado a R\$ 3,96. As variações cambiais mundiais estão no gráfico:



Elaboração: Planner Redwood | Fonte: Bloomberg

Mercados - Câmbio

Mas o pior ainda estava por vir. Se a cotação do Real estava sujeita a toda sorte de intempéries internas e externas, a Política Cambial implementada pelo BACEN foi a de controlar a volatilidade da moeda. Isso mesmo, a ideia foi dar previsibilidade para os agentes econômicos. As volatilidades para os anos de 2012, 2013, 2014 e 2015 foram 9,93%, 10,96%, 12,26% e 19,09%, respectivamente. Acréscimos de 10% em 2013, 11,9% em 2014 e 55,7% em 2015.

Os resultados são humilhantes, e contra fatos não existem argumentos. De toda sorte, o que o Banco Central fez foi tentar intervir (e conseguiu!) no mercado com as operações de *swap* cambial (venda de moeda estrangeira no mercado futuro) e os leilões de linha. Que desastre!!! O prejuízo do Banco Central com as intervenções foi recorde: R\$ 89,66 bilhões. Este valor é incorporado às despesas com juros da dívida pública e piora ainda mais o déficit nominal do governo. Repetindo: o resultado dessas atrocidades não fica no balanço do BACEN, vai para o Tesouro!!! Vale lembrar que a deterioração dos indicadores relacionados as contas públicas foi um dos gatilhos para a perda do grau de investimentos. Mesmo com este resultado negativo o governo se vangloria, afinal não mexeram nas reservas internacionais. Tudo precisa ter um limite, e uma explicação detalhada dos efeitos líquidos dessa ação – que de resto não começou agora em 2015, e já existe faz tempo. A autonomia do BACEN é desejada, mas faz-se necessário controles e assunção de seus atos e resultados de suas operações.

O contrato de *swap* cambial é um contrato financeiro entre o BACEN e os bancos, onde o primeiro tem ganhos se os juros em reais superam a depreciação cambial, e perdas se a depreciação supera os juros em reais. Simples assim. A defesa do BACEN, contudo, tem sido de comprovar que as perdas com as operações são mais do que compensadas pelos ganhos com a valorização das reservas internacionais – estas em montante três vezes maior que a posição em *swaps*. Mas a história não pode parar aí, pois como mencionamos isso tem impacto uma vez que a perda é computada como pagamento de juros e aumenta o déficit do governo. Como bem nos ensina Prof. Edmar Bacha, “*o paradoxo tem a ver em parte com o critério de dívida pública adotado pelo governo. Misturando as contas do BACEN com as do Tesouro, o governo define como dívida pública apenas aquela parcela dos títulos do Tesouro que está em mãos do mercado. Os títulos do Tesouro na carteira no BACEN não contam como dívida pública a menos que estejam lastreando as chamadas operações compromissadas. Essas operações consistem na venda de títulos pelo BACEN ao mercado com o compromisso de recompra futura*”. Entretanto, mais esta jabuticaba brasileira pode ser facilmente ajustada, bastando para tanto o governo adotar a definição internacionalmente aceita para a dívida bruta, ou seja, nela computar toda a dívida do Tesouro, em mãos do BACEN ou do mercado, ou ainda, tratar os *swaps* cambiais como uma dedução das reservas internacionais. Certamente deve existir algo mais entre o céu e a Terra...

De toda sorte, esquecidas as formas de contabilização, o que resta são a pertinência de se usar este instrumento (quando, como e com qual intensidade) e a capacidade efetiva da Instituição operacionalizar. Temos inúmeros outros custos envolvidos, mas o principal seria mesmo que o BACEN ousasse imaginar, ao menos por um instante, ser menos eficiente que o mercado. Que suas intromissões deveriam ser mínimas, e que o Dólar é só mais um preço da economia.

Mercados - Bolsa

Três anos no negativo... Não há investidor que aguentar! Em 2015, o Ibovespa recuou 13,31%.

A economia brasileira perdeu capacidade de produzir com qualidade, eficiência, custo sensato e preço competitivo. É lenda acreditar que a demanda externa irá impulsionar o crescimento. O país necessita urgentemente de: (i) reformas estruturais, (ii) redução do intervencionismo do estado, (iii) melhor relação com o setor privado, (iv) eliminação dos subsídios para setores específicos, (v) fim dos créditos subsidiados, entre outras medidas, para se tornar realmente competitivo. Não é a desvalorização de Real que irá resolver a baixa produtividade brasileira. O PIB brasileiro estagnou em 2014, cairá quase 4% em 2015 e as projeções para 2016 estão no vermelho em torno de 3%.

Analisando as ações que compõem o índice Bovespa poucas terminaram o ano no positivo, destaque para algumas exportadoras que conseguiram se beneficiar da desvalorização cambial e da demanda externa. Em contrapartida, empresas produtoras de *commodities* como minério e petróleo foram fortemente prejudicadas com a queda do preço e da demanda desses ativos no mercado nacional e internacional. E o que falar das empresas de infraestrutura, várias envolvidas na operação Lava a Jato? Melhor esperar o decorrer deste ano. Para piorar a situação financeira das empresas, não foi apenas o Brasil que perdeu o grau de investimentos, diversas empresas nacionais passaram a ser classificadas como grau especulativo. O Brasil terminou 2015 com apenas 14 empresas classificadas como grau de investimentos. A crise econômica amplificada pelas dificuldades políticas do governo está fazendo com que a iniciativa privada engavete cada vez mais projetos de investimento no país. A perda do grau de investimentos e a troca de comando no Ministério da Fazenda também desestimulam a entrada de recursos estrangeiros que são aplicados na produção. Com isso, o que será do mercado de trabalho brasileiro? Aumento do índice de desemprego.

A troca de Ministro e a aparente troca de política econômica só traz mais insegurança para os empreendedores e investidores. Já pelo lado político a Presidente Dilma parece ganhar um fôlego e apoio dos grupos de esquerda que lhe dão suporte reduzindo as chances de um *impeachment*. Ao que tudo indica o pior ainda está por vir. Com este cenário qual empresário terá coragem para investir?

De toda sorte, se a economia real está em franco desaquecimento com todas as consequências que isso trará para o Brasil, inclusive para a Bolsa de Valores brasileira, convém contudo observar bem de perto algumas empresas para que, com eventual ajuste político (este é o único ajuste que pode trazer algum alívio de curto prazo) as expectativas podem ser radicalmente revertidas, e com elas um novo ambiente. Ambiente este que certamente levaria tempo a se consolidar como benigno, mas como sabemos o mercado financeiro precificaria antes este evento.

Os próximos dois slides corroboram a afirmação acima em termos de preço como um todo para o IBOVESPA, mas somente em caso de reversão de expectativas...caso contrário, permanecerá "barato" ou cairá ainda mais.

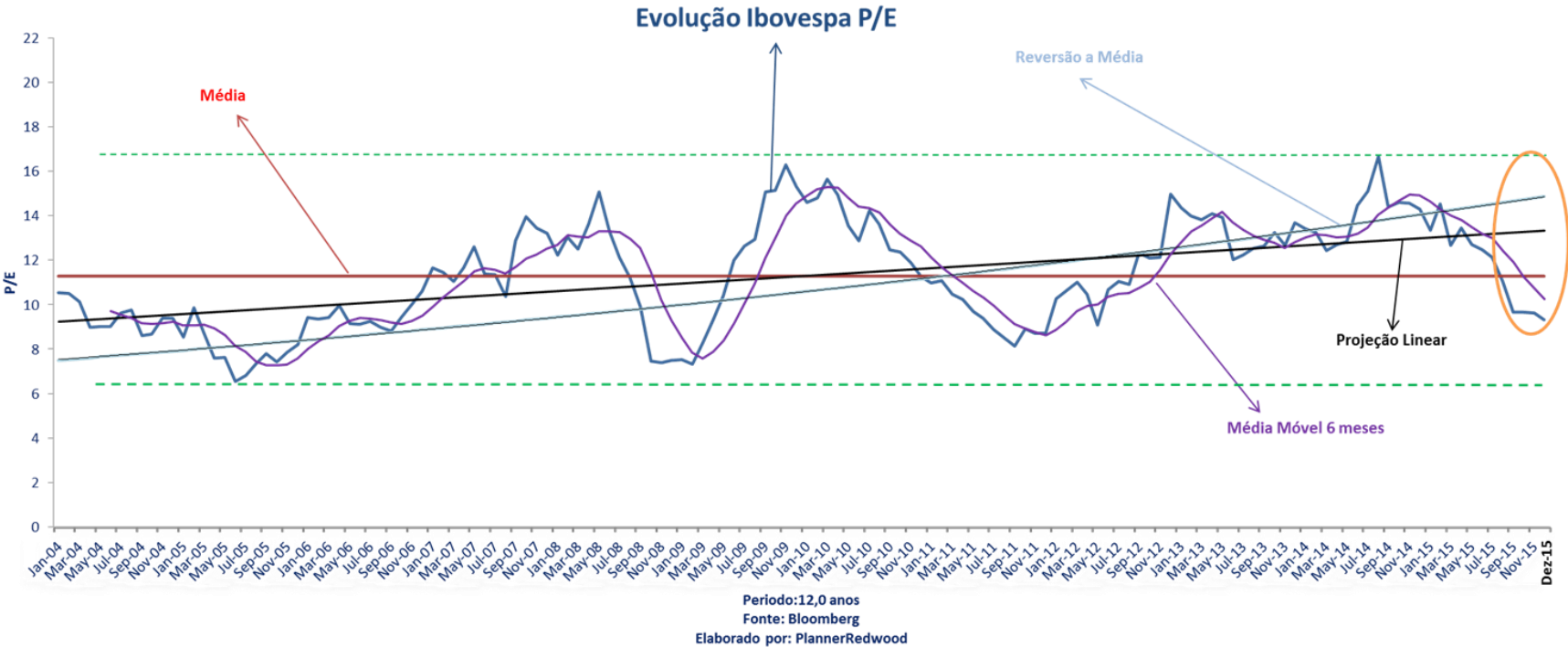
Mercados - Bolsa

Evolução do Ibovespa em USD



Mercados - Bolsa

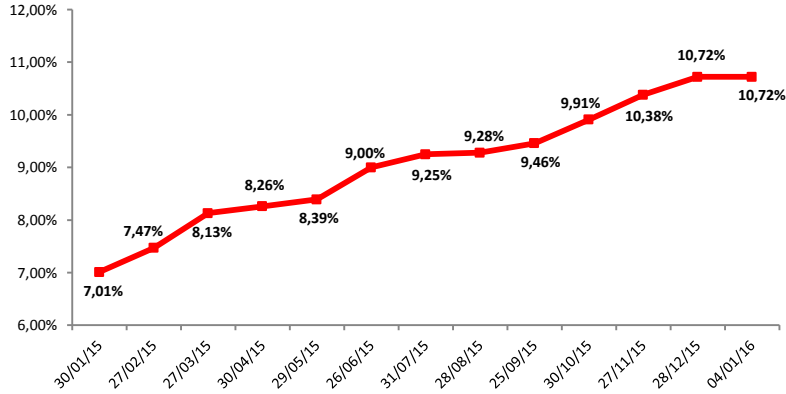
Quadro avaliação do Ibovespa P/E (Preço/Lucro)



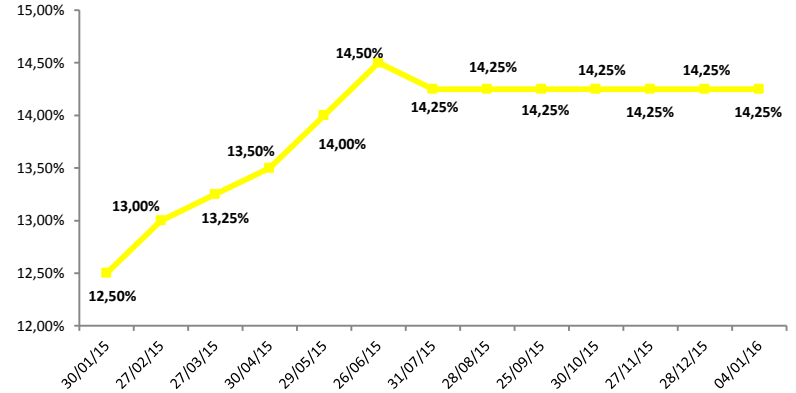
Análise Geral

2015...Só deteriorou (dados mensais FOCUS)

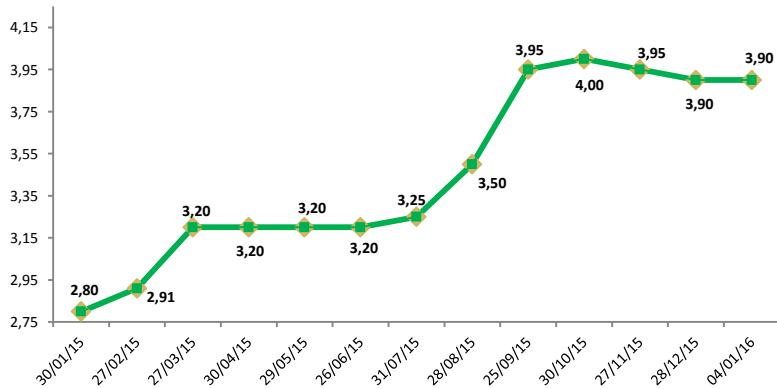
IPCA



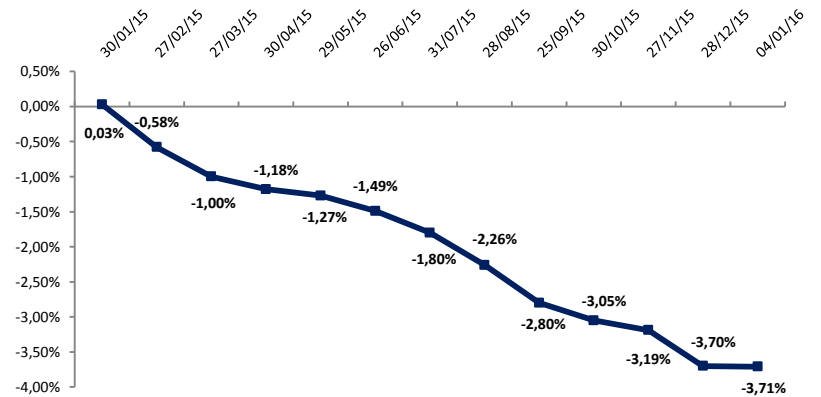
Selic



Câmbio



PIB





Comentário Mensal da Gestão

DEZEMBRO 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