

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

JULHO 2015

Comentário Mensal da Gestão / JULHO 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 rei está nu!”

Do Conto “A roupa nova do rei” do escritor dinamarquês Hans Christian Andersen

Comentário Mensal da Gestão

Introdução

O erro é inerente ao ser humano, mas alguns deles precisam ser evitados ao extremo. Da mesma forma que um engenheiro não pode errar no cálculo estrutural de uma ponte e um médico não pode errar na cirurgia cardíaca, os economistas precisam saber fazer contas. Este é o lado das ciências exatas que, apesar de não sobrepor o lado de humanas da Ciência Econômica, torna-se imprescindível para a boa gestão. Um economista não afeto aos números não tem como ser um bom economista, simples assim.

Entretanto, não podemos nos esquecer que a Economia como hoje entendemos era chamada de Economia Política, dado esse componente vital para elaboração e implementação da Políticas Econômicas. Assim, de fato, o que vimos recentemente por motivo da reavaliação do Superávit Fiscal foi um erro de contas ou um acerto de políticas? Estamos diante de um erro crasso de avaliação de indicadores e medidas, ou tem mais entre o céu e a terra nesse cavalo de pau de 1,1% do PIB de superávit para 0,15%? Seja como for, o Ministro Levy está nocauteado...difícil sua recuperação. Chega a dar pena do Ministro e sua equipe, estão politicamente só e mal acompanhados por seus pares – em especial da área econômica e BACEN, com raríssimas exceções.

Todos minimamente envolvidos com os números do país, sabiam e sabem que não se trata de um desequilíbrio de curto prazo entre receita e despesa, mas sim de descontrole crônico, estrutural – gastamos mais do que podemos. E, neste sentido, a vinda do Ministro Levy e sua equipe nos enchia de esperanças para enfrentar o que Mansueto Almeida Jr., Marcos Lisboa e Samuel Pessoa chamaram em seu recente artigo de *O Ajuste Inevitável*. Era o princípio de um sonho cuja expectativa era reverter a *tempestade seca perfeita* (sim, aqui como na Califórnia – onde o fenômeno ocorre – temos crise hídrica) e eliminar os riscos de solvência do Estado Brasileiro – tudo, obviamente, com apoio do Congresso Nacional. Na apresentação feita da redução do superávit primário, tudo foi horrível: o “ânimo”, o conteúdo, a forma. Mas ainda pior, foram as projeções na tentativa de justificar a “estabilidade” da relação Dívida/PIB, o “porquê” do corte da meta de Estados e Municípios (hoje entregam resultados), os efeitos não-contracionistas da atual política. O mercado financeiro entende a “doença”, conhece o “remédio” e sabe dos efeitos colaterais, não dá para esconder. Precificou no dia seguinte, e vai continuar!

No âmbito mundial, a vida não foi menos agitada. A Grécia chegou a um acordo (até o próximo) momentâneo sem maiores impactos e contágios na Zona do Euro (mas não é caso encerrado ainda) e o FED (Banco Central Americano) deixou de vez para tomar atitude (subir os juros) em Setembro. O fantasma que volta a rondar é o do *hard landing* da China. Os estímulos governamentais cantados em verso e prosa de fomento e apoio a economia podem ser muito maiores até mesmo para o ilimitado e megalomaniaco projeto de sustentação daquela economia pelo Estado Chinês. O problema da China pode ser tão grande (não somente para os emergentes) que alguns acreditam até mesmo que esta situação chinesa impacte nas decisões do FED.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,20%. S&P variou 1,97%, NIKKEI fechou em 1,73%, DAX com 3,33% e FTSE em 4,80%. O Ibovespa terminou o mês em -4,17% e o IBrX em -3,44%. Máximas para DIF16 em 14,31% e DIF17 em 14,01%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,47%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 3,3940.

Comentário Mensal da Gestão

Atividade Econômica

Em 2014 tivemos estagflação, em 2015 teremos recessão e em 2016 em diante? Uma longa recessão ou vamos para uma depressão?

Ok, vamos devagar com o andar, mas a nossa situação está muito pior do que imaginávamos no início do ano. A situação ganha contornos cada vez piores a cada semana, e com os rumos que a Política Econômica está tomando – em especial a frustração da economia fiscal –, o gosto amargo do remédio (ajuste macroeconômico) que era para ser temporário, desenha um cenário mais desafiador e longínquo. É mais do que uma pena, pois além da frustração que por si só já tem poder de fazer um estrago enorme, também pode resultar em um círculo vicioso com reflexos bastante nefastos em toda cadeia produtiva de nossa economia.

A situação é crítica mesmo. Podemos ter o pior dos mundos (inflação, desemprego, recessão) e não ficarmos com o benefício esperado (economia nos trilhos e pujança econômica), pois existe o risco de entrarmos em uma espiral negativa onde as pessoas e os agentes econômicos não veem perspectivas de crescimento. As previsões pessimistas se retroalimentam (não de fato sem fundamento) e se tornam uma profecia autorrealizável. Credibilidade e crescimento andam juntos...estamos sem os dois. Esse moto-contínuo precisa ser interrompido para que haja luz no fim do túnel e se sinalize uma reversão da trajetória, e isso se dará somente com o enfrentamento claro e direto de não menos de quem deu causa a isso: o próprio Governo Federal. Simples? Não. Condição necessária e suficiente? Não. Contudo é o primeiro e mais importante passo neste momento...reconhecimento formal dos erros cometidos e uma defesa honesta das medidas e suas razões...transparência total. Tudo de uma vez só e sem rodeios e simulações.

Neste sentido, como se vê, a atividade econômica que obviamente atende a estímulos, racionalidade e eficiência de medidas econômicas corretas, neste momento depende fundamentalmente de um impulso “político” além da boa gestão do Ministro Levy e sua equipe. O retranco de que falávamos no relatório passado precisaríamos aguentar (nossa projeção de retração do PIB em pouco mais de 2%) chega em algumas casas atualmente em 3%. É muito, e raríssimas vezes visto em nossas séries temporais dois anos seguidos de desempenho econômico negativo.

Enfim, o Brasileiro saberá “entender” se o aperto for momentâneo e convincente...se o sobre-esforço de hoje puder ser visto como um prêmio à frente. Caso contrário, teremos turbulências, manifestações e inquietações, que se traduzem em instabilidades sócio-político-econômicas ainda maiores que por sua vez afugentam investidores e põe toda a sociedade em posição de *stand-by*. Ato contínuo, ruptura com o modelo e o sistema. Pura ilusão? Não, exemplos não nos faltam.

Mais uma vez chegamos a uma situação limítrofe cujos catalizadores deste problema foram genuinamente nossas decisões equivocadas do passado recente. Porém, a situação ainda é reversível – mas o prazo é muito curto para os ajustes, pois agora sim efeitos externos virão com força...China desaquecendo, FED aumentando juros, etc.. É a hora da Estadista Dilma entrar em ação. Que Deus nos ajude!

Comentário Mensal da Gestão

Política Fiscal

Realmente não precisamos de inimigos! Perguntávamos mês passado se o copo estava meio-cheio ou meio-vazio...está 100% vazio.

Que desastre colossal, em todos os sentidos! Incrédulos e absolutamente estarecidos assistimos a “explicação” dos Ministros Levy e Barbosa (e suas equipes) sobre a redução (ou será eliminação?) do superávit fiscal deste ano, 2016 e 2017. Que bela presepada, uma semana antes Levy nem mesmo aceitava tocar nesse assunto. Preferimos acreditar que foi vencido, que era (e é) possível fazer mais de superávit... Que o rei (ou melhor, a rainha) não está nu. Talvez melhor mesmo seja que o Ministro Levy e equipe assumam isso e pare (o Ministro) de dizer que a redução da meta fiscal, de 1,13% PIB para 0,15%, não deve ser interpretada como um afrouxamento do ajuste fiscal, que *“essa mudança de meta se deu por razões exógenas e não tem uma indicação de relaxamento fiscal, ao contrário. Seria uma ilusão considerar que a necessidade de mudar a meta por uma situação conjuntural fosse interpretada como afrouxamento do ajuste fiscal”*. Está ficando feio, muito feio, pois ninguém acredita nisso (muito possivelmente nem mesmo o próprio Levy) – que, diga-se de passagem, goza de extrema respeitabilidade entre economistas (os que estudaram) e o mercado financeiro. Contudo, confiança se perde, e para se reconquistar leva tempo.

Enfim, *alea jacta est!* Em nossa opinião, acabamos de selar e antecipar a perda de nosso Grau de Investimento e instauramos uma fase de extrema desconfiança de tudo e de todos. O problema não é a simples não aceitação da reversão dos números e perspectivas, mas pelo fato de se tentar dizer e nos convencer do impossível como a afirmação acima do Ministro, que a relação Dívida Bruta/PIB (seja por qual método!) será estabilizada e declinante e que os efeitos das medidas não são contracionistas. Subjugar a inteligência dos outros é uma atitude deselegante, arrogante e, no limite, até pouco inteligente – nada que possa, nem de longe, ser atribuído a alguém do tamanho do Ministro e sua equipe. Tal posicionamento seria entendido, único e exclusivamente, se motivado por um espírito público exacerbado, momentâneo, generoso e de extrema altivez para quem estaria de saída e não desejasse – sabendo dos reflexos – de uma conturbação ainda maior para o país.

Enfim, refutamos por completo que tamanho erro de cálculo aconteceu. O superávit era composto por 0,9% e 0,2% para o Governo Central e Estados e Municípios, respectivamente. Os Estados e Municípios, por si mesmos, vinham entregando sua “meta” em linha com o traçado...a meta conjunta foi reduzida para 0,15%. Surreal. Fica ainda pior: nesta nova estimativa de 0,15% estão as receitas extraordinárias que, se não acontecerem, poderemos até mesmo ter déficit primário. Sabe qual é uma dessas medidas importantes? Repatriar (ou formalizar) recursos enviados ao exterior de forma ilegal e com isso taxá-los...cazzo! Quem fará isso???

Todos sabemos da questão estrutural que envolve os gastos públicos, da não cooperação do Congresso Nacional e das visões diferentes do Planejamento e da não veemência que a Presidente ostenta quanto a regimes de austeridade (por *de*-formação profissional e antagonismo inerente à política), mas a coerência das atitudes do Ministro Levy precisa continuar...governos passam, alguns mais cedo e de forma mais rápida que imaginamos...Levy e equipe podem ser úteis, como bons técnicos que são, mais adiante. Enquanto isso, o Tombini e equipe que se preparem, pois a Política Monetária será mais exigida.

Comentário Mensal da Gestão

Conjuntura Internacional

As economias mundo afora, sejam de países emergentes ou desenvolvidos, não deram refresco este mês que passou.

A Grécia que tomou conta do cenário internacional mês passado conseguiu finalmente um acordo, mas a situação está muito longe de um desfecho sustentável e, menos ainda, com algum alívio para a população. A recuperação será longa e custosa – isso, se não houver ruptura ao acordado ou outro arroubo qualquer do partido no poder.

A Rússia, por sua vez, que desde dezembro do ano passado viu-se obrigada a aumentar significativamente sua taxa de juros para enfrentar a desvalorização do Rublo, promoveu a sexta redução da taxa de juros – agora em 11%, ainda acima dos 10,5 de DEZ/2014. A perspectiva para o crescimento da economia Russa é muito ruim e isso tem impulsionado um ritmo maior de redução das taxas básicas de juros. A expectativa do Banco Central Russo é que a inflação arrefeça este ano, mas convergência para meta (4%aa) somente em 2017.

Na Europa, os indicadores econômicos divulgados indicam que o Banco Central Europeu – BCE deverá prosseguir e até ampliar a acomodação monetária – a se julgar pelo direcionamento, entendimento e atitudes tomadas pelo BCE até o momento. A inflação anual da Zona do EURO ficou estável em 0,2% em Julho, mas o número de desempregados cresceu o que sugere que a recuperação do mercado de trabalho continuará fraca.

Nos Estados Unidos a expectativa é que a economia cresça por volta de 2,7%, a taxa de desemprego se aproxime do considerado adequado e a inflação (única variável distante do esperado) ainda permaneça em níveis “insatisfatórios” diante da “meta”. Por tudo isso, continuamos com nosso cenário de que o FED (Banco Central Americano) elevará suas taxas de juros em Setembro/15. Aliás, perspectiva esta que agora parece ter sido aceita pelos mercados – ambos domésticos como internacionais.

Contudo, a protagonista do mês foi a China. Além do arrefecimento incontestado de sua atividade econômica, pairam novamente se o Governo Chinês teria condições de evitar um eventual *hard landing*. Não há dúvida que para todos não afetos a economia de mercado e livre negociação que a China se enquadra no que os americanos chamam de *grande demais para quebrar*. Resta saber se, caso seja uma possibilidade, quem poderia ajudar exceto o próprio Governo Chinês...há quem acredite que até mesmo o FED pondera sua normalização de juros diante dessa probabilidade.

Como se vê, as premissas que neste espaço tanto discutimos parecem estar por acontecer e em horizonte bastante preciso. Apertemos o cinto!

Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Juros

Acirra-se a situação conjuntural...agravamento da crise política, redução da meta fiscal, novas fases da operação Lava Jato, revisão das projeções de cenários para a economia brasileira. E como consequência, nenhuma surpresa para quem acompanha o mercado, o rebaixamento da perspectiva do *rating* do Brasil de neutro para negativo pela agência de risco Standard & Pooors. Próximo passo: perda do grau de investimento.

Com tudo isso, a Política Monetária deverá ser acionada mais contundentemente, ou seja, no equilíbrio e sinergia que deve existir entre Política Fiscal e Monetária para a boa condução da Política Econômica, uma vez que a Fiscal não cumprirá o previsto, sobrar para a Monetária (mais uma vez) fazer o “trabalho” – mesmo que capenga e com consequências que não suprem os efeitos duradouros que teria o ajuste fiscal.

Assim, mais uma vez o Banco Central elevou a taxa Selic em 0,5% para 14,25%, com uma taxa mais alta de juros, o Banco Central tenta controlar o crédito e o consumo, atuando assim para segurar a inflação (ainda que o objetivo maior e de fato redirecionador seja na promoção do equilíbrio de Poupança e Investimentos no longo prazo). Por outro lado, no curto prazo e até que as idiosincrasias desapareçam, ao tornar o crédito e o investimento mais caros, os juros elevados prejudicam o investimento, o emprego e, subsequentemente, o crescimento da economia brasileira e a arrecadação do governo. Vivemos um ciclo vicioso! O custo do desequilíbrio macroeconômico com impacto tão forte na inflação exige uma postura absolutamente rígida para ancoragem das expectativas no médio e longo prazos.

De acordo com interpretação dos analistas de mercado, o comunicado pós Copom indica que a taxa deve permanecer neste patamar por longo período. Será? Não podemos esquecer que a situação econômica deteriorou-se, a meta fiscal não irá colaborar no combate a inflação e por fim aproxima-se a elevação dos juros nos EUA.

A volatilidade foi alta no mercado de juros no mês. A cada declaração dos Diretores do BACEN, o mercado reagia, ora apostando na alta menor da Selic, ora na continuação da intensidade da elevação. Após a decisão e comunicado que manteve o ritmo de alta mas indicou que o aperto pode ter chegado ao fim, os juros curtos fecharam o mês com taxas inferiores ao mês anterior, e os juros de longo prazo passaram a demandar mais prêmio.

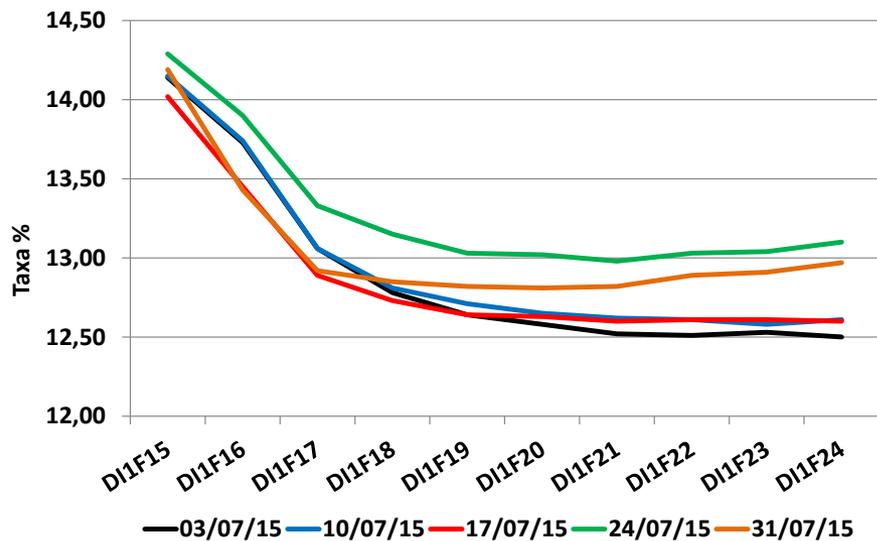
Em uma análise bastante objetiva, ao sinalizar que não haverá mais aumentos de juros (SELIC) e o mercado precificar juros mais altos no longo prazo, não parece haver convergência definitiva e consolidada de ancoragem da inflação de longo prazo. As expectativas racionais dos agentes econômicos não parecem apaziguadas.



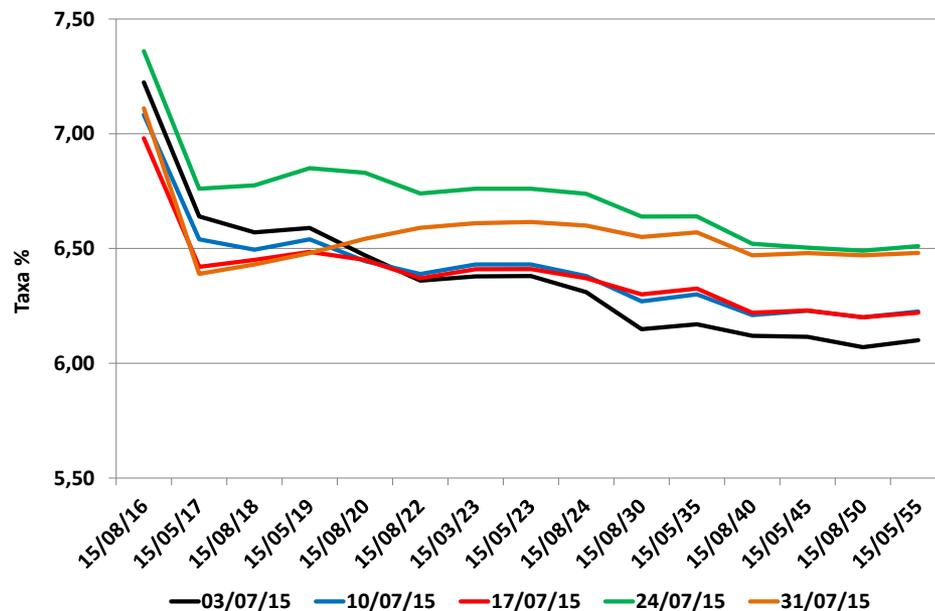
Comentário Mensal da Gestão

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Câmbio

Dólar sobe quase 10% no mês! A moeda atingiu o maior valor em 12 anos. Onde irá parar? Não se sabe, mas este é o custo de se ter uma moeda flutuante (se é que podemos dizer isso quando o BACEN intervém diariamente com *swaps* cambiais) e se pretende configurar-se como “apenas” mais um preço. Parece um sonho de liberalidade, mas é importante registrar que a Política Econômica (que inclui a Política Cambial) precisa ter esta simbiose em tempos e movimentos, desalinhar uma desarruma o conjunto. Esta a razão para nossa concordância para com o Diretor Tony Volpon em não acreditar em gradualismo, seja nos juros, seja no câmbio. Se é para flutuar, que flutue – mas que se garanta a implantação do modelo como um todo e se minimize o afastamento das variáveis.

A pressão na moeda reflete as preocupações com a situação fiscal, as turbulências políticas, as incertezas sobre a intervenção do Banco Central no câmbio (que já era para ter terminado) e o déficit primário de R\$ 9,32 bilhões do setor público, o pior da série para junho. O risco Grécia ficou em segundo plano, o *crash* da bolsa da China teve impacto menor e até a situação dos EUA não foi contundente. Neste mês, a culpa é toda nossa.

Perder o grau de investimentos é uma questão de tempo. A crise econômica e política que o Brasil vive entrou definitivamente no radar das agências internacionais de risco. O campo político passou a ter papel fundamental na condução da economia do país.

E o que acontecerá com a moeda brasileira após a perda do grau de investimentos? O solavanco será forte, mas possivelmente efêmero. Num primeiro momento, imagina-se, mais desvalorização, se acomodando depois. Com a perda do grau de investimento, as regras dos fundos de pensão internacionais impedem o investimento em ativos Brasileiros, havendo forte saída de recursos do país além de dificultar e encarecer a busca de recursos no exterior das empresas privadas brasileiras.

Os gráficos nos próximos dois slides mostram (i) a evolução da cotação do dólar no último mês e (ii) o comportamento do *Credit Default Swap* – CDS (níveis de risco por país) para países emergentes com e sem Grau de Investimentos. O movimento do dólar tende a ter correlação com CDS do país que, em regra, demonstra *overshooting* quando da iminência da perda efetiva do Grau de Investimento. A experiência recente vivida pela Rússia pode ser um bom indicador, mas não necessariamente uma regra...o mercado financeiro pode interpretar e ajustar preços antecipadamente.

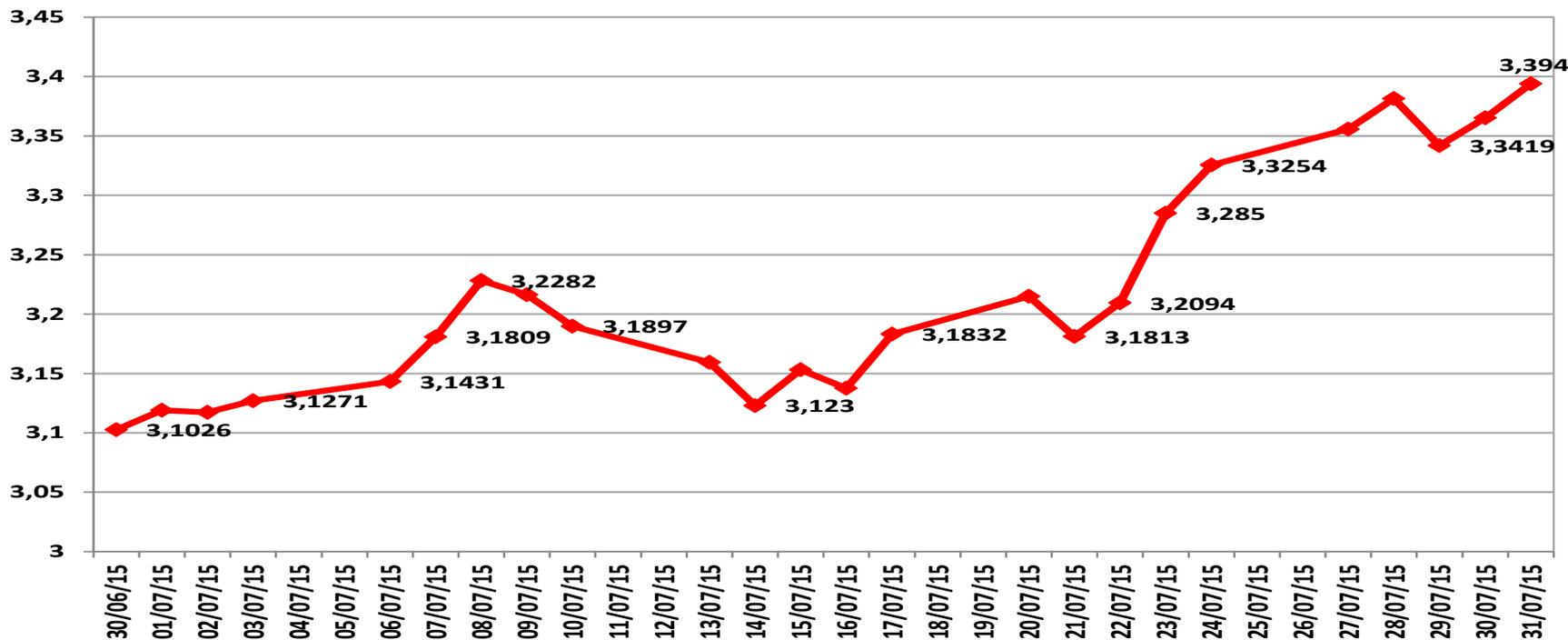
Esperemos que a equipe de dirigentes do BACEN como um todo, a exemplo de seu atual mais ilustre Diretor Tony Volpon, tenha posições firmes e transparentes e promova, em definitivo e o quanto antes, uma Política Cambial coerente com o resto da Política Econômica. A “brincadeira” de gerenciar a redução de *swaps* nos custa no acumulado do primeiro semestre a bagatela de USD 33,13 bilhões!

De toda sorte, a quebra da confiança mostra que tem custo, e ele é muito alto!

Comentário Mensal da Gestão

Mercados – Câmbio - Evolução

Dólar - Ptax Venda

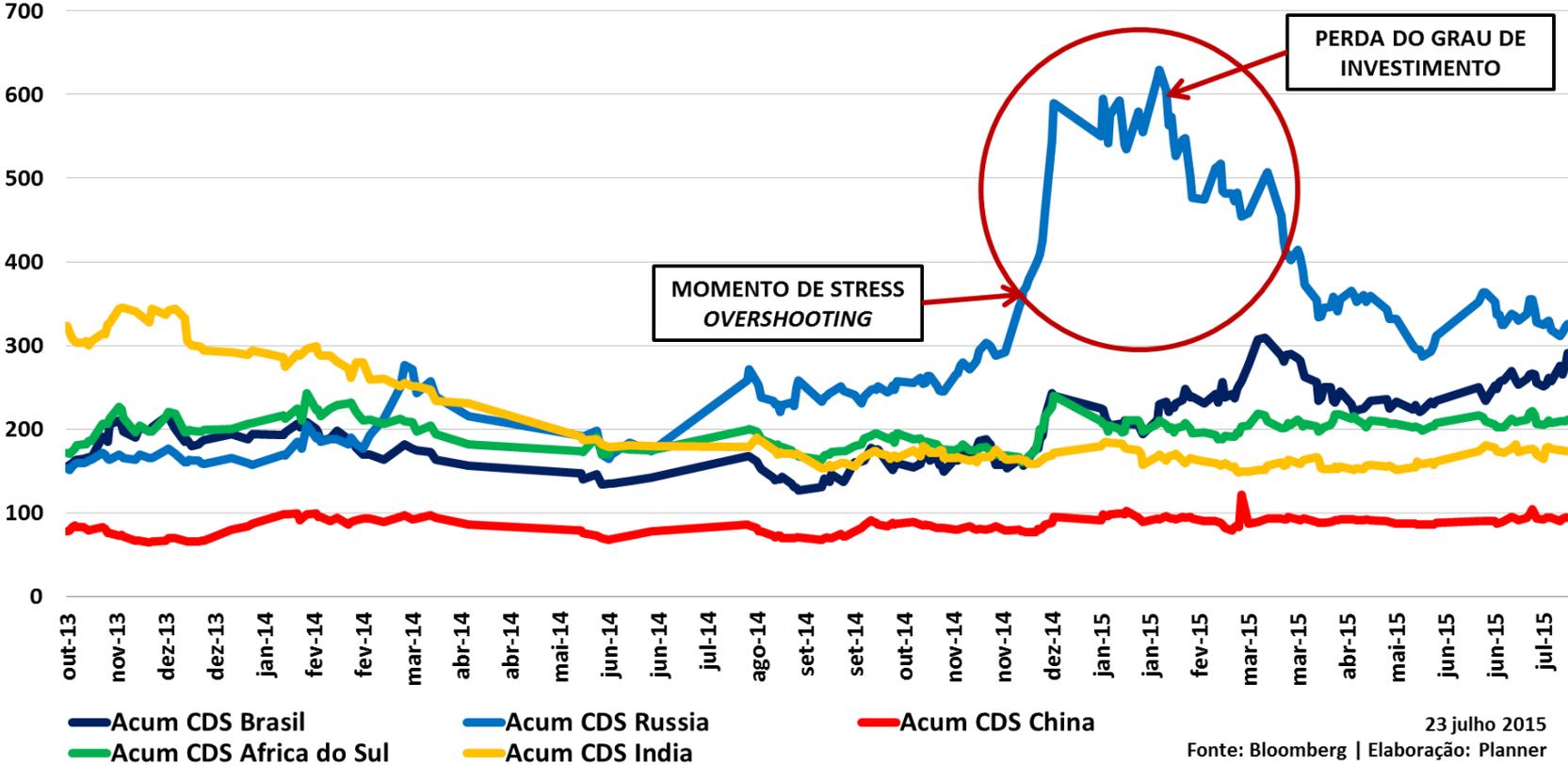


Fonte: Economatica

Comentário Mensal da Gestão

CDS - Evolução

Comparativo CDS BRICS



Comentário Mensal da Gestão

Mercados - Bolsa

Mais um mês de perda no Ibovespa...na contramão das bolsas internacionais. Mesmo com a recuperação nos últimos pregões do mês o Ibovespa fechou em queda de 4,17%. Durante o mês chegou a acumular retorno negativo no ano perdendo o patamar de 50.000 pontos.

No curto prazo, não há fatos que justifiquem uma melhora do mercado acionário brasileiro. Pelo lado da China, as notícias continuam negativas: (i) crescimento aquém do esperado, (ii) diversas intervenções do governo com o objetivo de aquecer a economia e o mercado de capitais não parecem surtir o efeito desejado em qualidade e quantidade e (iii) queda nos preços das *commodities*, em especial minério de ferro. Do lado interno as projeções para a divulgação dos balanços do segundo trimestre não são animadoras.

Por exemplo, a indústria brasileira acumulou uma retração de 6,3% no primeiro semestre, o pior resultado desde 2009. Baixo nível de confiança do empresário, do consumidor, incerteza para investimentos, mercado de trabalho se deteriorando, menor consumo e mercado externo pouco favorável explicam o comportamento da indústria. Ao que tudo indica, o país caminha para anos de recessão (quem sabe depressão) – as projeções de PIB para 2016 já começam a demonstrar.

O país precisa de reformas estruturais para retomar o crescimento e gerar ganhos de renda e produtividade. As manchetes sobre o país na imprensa internacional passaram a ter o tom negativo. De bola da vez para patinho feio. O jornal Financial Times chamou o país de “homem doente dos emergentes”. Será que os nossos políticos não conseguem entender a necessidade das reformas? Difícil conquistar os investimentos dos gringos dessa forma, e eles sempre tiveram participação importante na bolsa de valores brasileira.

Quando o mercado esperava alguma posição da Moodys em virtude da visita feita ao Brasil, foi a Standard & Poors que saiu na frente e mudou o viés de neutro para negativo do risco Brasil. Diferente dos outros mercados, a Bolsa não teve um movimento forte de queda - o rebaixamento já estava precificado. Em verdade, o Ibovespa parece em estado de letargia...o intervalo de negociação do principal índice da bolsa brasileira tem se situado entre 48 e 54 mil pontos. Este comportamento pode estar refletindo uma não movimentação deliberada pelos grandes investidores locais e internacionais (o volume médio diário no ano tem sido de apenas R\$ 6 bilhões), como consequência dos baixos preços e a opção por se esperar alguma reação para sair. Não vai durar muito tempo, seja pelo custo de oportunidade que sufoca, seja pela perda do Grau de Investimento que resultará em venda efetiva de ativos.

Fadados ao insucesso, então? Não, é possível que haja uma ou outra oportunidade aqui e acolá. No conjunto, e como gestão estruturada e dinâmica de portfólio? Sim. A única saída é o re-equacionamento do país (que se promove com políticas de longo prazo que venham a ter impactos na economia real) ou uma ruptura político-institucional que sinalize efetivamente este realinhamento do país.

As ações *blue chips* foram as grandes responsáveis pelo movimento de queda do Ibovespa. Primeiro pela queda do preço das *commodities* no mercado internacional, e segundo pela liquidez que possuem estando no topo da lista num movimento de saída da renda variável do investidor. É assim mesmo, depois piora.



Comentário Mensal da Gestão

JULHO 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