

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

NOVEMBRO 2015

## Comentário Mensal da Gestão / NOVEMBRO 2015

### Agenda

- Introdução
- Cenário Político, Econômico e Financeiro
- 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.



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

*“You must pursue this investigation of Watergate even if it leads to the president. I’m innocent. You’ve got to believe I’m innocent. If you don’t, take my job.”*

*“Você deve prosseguir com a investigação de Watergate mesmo que ela chegue até o presidente. Eu sou inocente. Você precisa acreditar que eu sou inocente. Se você não acredita, pegue meu cargo.” (Tradução Livre)*

*Richard M. Nixon – ex-Presidente Americano*

# Introdução

A situação está ruim, mas vai piorar antes de melhorar!

A frase acima é válida apesar do seguinte resumo político-econômico:

- ✓ Presidente em total apuros e em via de *impeachment*;
- ✓ Presidente da Câmara dos Deputados prestes a ser retirado de seu posto;
- ✓ Presidente do Senado na linha de ataques da Lava-Jato;
- ✓ Senador da República e Líder do Governo no Senado preso;
- ✓ Um dos maiores ícones e empreendedores/banqueiro do país preso;
- ✓ Inflação acima de dois dígitos em 2015 e acima do teto da meta em 2016;
- ✓ Desemprego galopante e atividade econômica ganhando contornos de depressão;
- ✓ Política Fiscal “vacilante”, Monetária sob pressão e Cambial absolutamente errática...

E ainda existe espaço para mais notícias ruins? Sim, definitivamente sim! Temos uma tempestade perfeita se formando: aumentos de juros do FED, perda do Grau de Investimento pelas duas agências de *rating* importantes remanescentes, preço de *commodities* com péssimas perspectivas, etc. E não temos nenhuma notícia boa? Temos sim: nossas Instituições estão funcionando (STF, Polícia Federal, outras) e tudo indica que vamos passar o País a limpo...uma oportunidade ímpar para darmos a volta por cima e mostrarmos a força de nossa democracia, flexibilidade e resiliência de nossa economia. Mas, por enquanto, no que se refere à “operações ilegais, corrupção e conhecimento do presidente”, o Watergate de lá nada se assemelha com a crise de cá...você tem de acreditar nisso! Se você não acredita...

No campo internacional, teremos mais uma rodada de incentivos para as economias da Europa e China, os EUA como o único país minimamente organizado para ostentar algum crescimento, e o terrorismo voltando como um fantasma a assustar todos, e não somente a Europa. Da Argentina vem a melhor das notícias com a eleição de Macri, uma promessa enorme...mas mesmo aqui, precisamos ir com muita calma e parcimônia, pois o país está dividido e, como aqui no Brasil, enfrentará dificuldades gigantescas no Congresso, prejudicando a implementação e o ritmo das reformas.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,22%. S&P variou 0,05%, NIKKEI fechou em 3,48%, DAX com 4,90% e FTSE 1,23%. O Ibovespa terminou o mês em -1,63% e o IBrX em -1,66%. Máximas para DIF16 em 14,25% e DIF17 em 15,81%. NTN-B 2050 terminou o mês em 7,10%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 3,8506.

# Cenário Político, Econômico e Financeiro

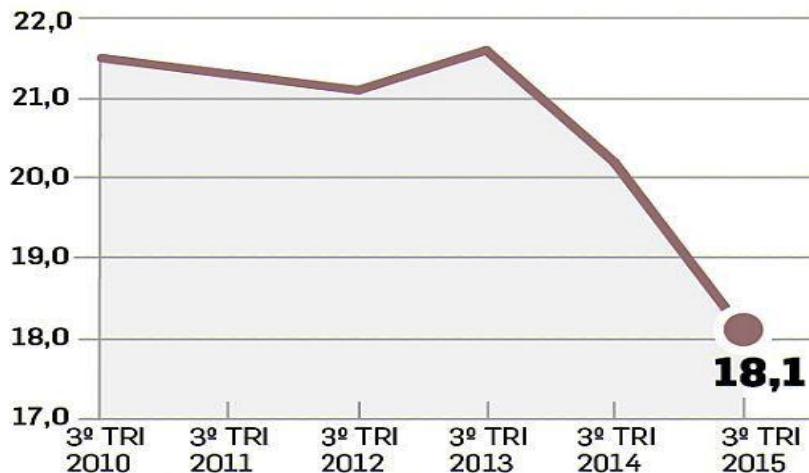
Ciclo Vicioso Economia Brasileira (Contágio) – O imponderável à espreita



# Atividade Econômica

## ● Índice de investimento no Brasil

EM PORCENTAGEM DO PIB



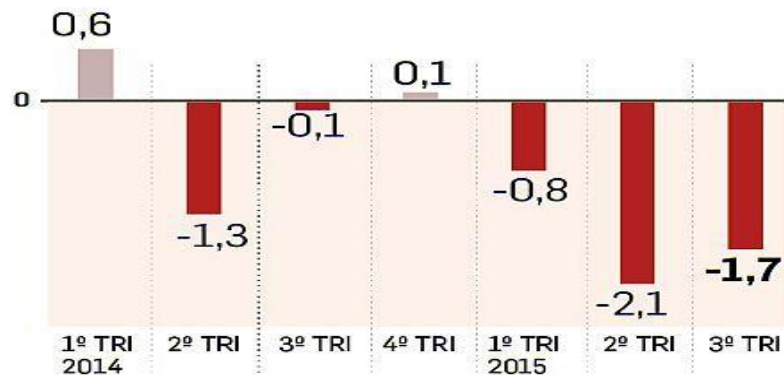
FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

## FORTE QUEDA

## ● Variação do PIB do Brasil

ANTE TRIMESTRE ANTERIOR, EM PORCENTAGEM



FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

O dois gráficos acima são incontestes realidades – a presente e a futura. O primeiro trata da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que se traduz nos investimentos – investimentos estes que despencaram 4% no trimestre e 12,7% no ano. A realidade futura, se não revertido este quadro rapidamente, já estará comprometida, pois o menor investimento hoje representa um crescimento menor amanhã. Por outro lado, a realidade atual mostra uma face muito mais feia do que a esperada...muito mais. O nível da atividade econômica, medida pela variação do PIB, despencou 1,7% no 3º TRI 2015, significativamente mais do que esperávamos e também o mercado – e ressalte-se que a variação ocorreu em todos os setores, inclusive o “sempre salvador setor” agropecuário. O que significam os dois? Bem, significam que o presente PIB arrasta (por efeito estatístico se avalia com alguma precisão) seus reflexos para o futuro em certa medida e os poucos investimentos hoje confirmam, solidificam e influenciam negativamente o nível de atividade futura. Como já mencionamos em relatórios anteriores, saímos da perspectiva de estagflação (estagnação + inflação) para um cenário de verdadeira depressão econômica. Nossas atuais projeções de PIB passarão de pouco mais de -3% e -2%, para quase -4% e -3% para 2015 e 2016, respectivamente. E com o sofrimento da economia real, todas as demais variáveis macroeconômicas tendem a ter desempenho pior. Tempos difíceis pela frente.

## Política Fiscal

Todo fim de ano, como nos aproximamos agora, é tipicamente um momento de pausa e reflexão do que aconteceu e os possíveis desenrolar para os próximos anos. Pois bem, na Política Fiscal fomos longe demais com o endividamento crescente e o desequilíbrio das contas públicas. Ainda pior, ao longo desse ano fizemos pouco...na realidade, muito pouco. E não dá para dizer que fizemos o que foi possível, pois isso não ajuda em nada e não nos parece verdade, de jeito nenhum.

Nossos números para o Fiscal são assustadores, e seus reflexos são cada vez mais contundentes e rápidos. É simplesmente impressionante como resultados tão horrorosos não esbofeteiam cada um dos responsáveis, inclusive com medidas emergenciais e não dependentes do Congresso. Não é segredo para nenhum economista (os que estudaram, claro) que a Política Fiscal é a mola-mestra para reequilíbrio, sobretudo se em sintonia com a Política Monetária, para inflação, taxa de juros, déficits em transações correntes, bem como no crescimento de longo prazo. E isso não é um papo teórico não, nós mesmos já vimos isso e não muito tempo atrás. O quadro abaixo, demonstra um curto histórico e nossas projeções feitas no ultimo trimestre deste ano:

Finanças Públicas		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Déficit Primário	% do PIB	-2,9	-2,2	-1,8	0,6	2,21	1,12	-0,07	-1,30
Déficit Nominal	% do PIB	2,5	2,3	3,1	6,2	9,10	8,20	7,19	6,23
Dívida Líquida	% do PIB	34,5	32,9	31,5	34,1	38,30	43,43	45,10	44,60
Dívida Bruta	% do PIB	51,3	54,8	53,3	58,9	72,66	76,14	74,29	70,95

Elaboração: Planner Redwood

Projeções em vermelho

O resumo da ópera é que o que se vê é ainda decorrência dos desmandos do passado recente da anterior equipe econômica, mas a timidez das ações da nova equipe econômica ao longo do ano precisa ser revertida rapidamente. Esta reversão é necessária não somente pelo ajuste em si que deve ser feito, mas pela crescente dificuldade que se adiciona a cada agravamento das contas públicas – ou seja, quanto mais se espera para fazer o devido ajuste, mais difícil se torna a solução dos problemas. Tem mais: não devemos desprezar o imponderável...tais como uma guinada para uma gestão mais populista, externalidades, acirramento da crise política, etc. Nesta linha, ao tempo em que uma reorganização estrutural é importantíssima e se traduz em uma solução de longo prazo, precisamos de um alívio imediato...para tanto, são necessárias ações urgentes também de efeito de curto prazo.

A Política Fiscal bem gerenciada é um santo remédio!...e nós estamos precisando dos dois: santo e remédio.

# Conjuntura Internacional

A conjuntura internacional não apresenta um quadro favorável, seja por qual ângulo se posicione a avaliar – no campo econômico ou político-social.

Na economia o único país no mundo (com algum destaque e real influência) “preparado” para crescer consistentemente é os EUA, enquanto todos os demais tendem a sofrer na sua atividade econômica (dentre os emergentes, Brasil e Rússia sobressaem), crescimento moderado/baixo para vários países da Europa, e aqueles que ou ostentam crescimento alto (mas com dúvidas sobre a realidade dos números) ou não se confirmam expectativas para o longo prazo, como China e Índia, respectivamente.

Do lado político-social, assistimos as grandes ondas migratórias para a Europa – com flagrantes impactos em suas economias –, e o fantasma do terrorismo a bater as portas novamente. Este é um problema latente e cujos reflexos são também oriundos de alterações de políticas internacionais para setores que jamais poderiam ter deixado de ser efetivamente controlados, em especial para com o ISIS. Assim, duas constatações se afirmam: (i) a retomada e o controle desses segmentos se tornaram muito mais difíceis, e (ii) os ataques parecem ocorrer em países importantes, mas o caminho e objetivo parece ser sempre os EUA. Nesse tocante, estes atos não resultam, no momento, em nenhum impacto econômico global significativo – quando muito para o país diretamente afetado (a depender até mesmo positivo, via expansão de gastos do governo para guerra). Por outro lado, um eventual ataque terrorista aos EUA os reflexos econômicos não seriam desprezíveis.

Neste ambiente, apesar da pujança da economia americana, a redução do ritmo de crescimento da China e Índia, o moderado crescimento de países Europeus, bem como a drástica redução dos crescimentos de Rússia e Brasil – que além de intensa indica se prolongar além das expectativas – provavelmente implicará em crescimento global menor. Esta desaceleração da atividade global, ainda que modesta, tem diversos condicionantes, mas o realinhamento das políticas econômicas – neste momento em especial da Europa –, podem reverter estas expectativas. Os emergentes poderão se beneficiar deste realinhamento, mas existe um enorme dever de casa a ser feito domesticamente.

Assim, na contramão do que imaginamos um adequado realinhamento econômico, na Europa o presidente do Banco Central Europeu (BCE) Mario Draghi dará continuidade a política de estímulos para economia atuando cada vez mais como tutor das economias, e afastando, indefinidamente, de uma solução geral e duradoura com não-abordagem definitiva dos reais problemas da região do EURO. Nesta linha, os constantes estímulos monetários iludem ao “esconder” e não enfrentar os reais problemas sob a alegação de que tem o poder de reconduzir a economia, ainda que de forma lenta, para uma recuperação econômica ordenada. Ledo engano, o custo adiante será muito mais alto.

Nos EUA, parece que as “desculpas” do FED para início da elevação de suas taxas de juros acabaram. Com a turma que lá está e o viés dos principais dirigentes, a elevação será lenta e gradual. Os impactos dessa elevação não parecem relevantes na própria economia americana (o efeito provavelmente já bem precificado), mas não se pode dizer o mesmo para o resto do mundo – em especial os emergentes.



## Mercados - Juros

E volta a paralisia no governo... Quando o cenário político parecia melhorar mais uma fase da Operação Lava-Jato deflagra novo terremoto em Brasília.

O contexto político continua impactando a economia, as taxas de juros no mercado e a própria condução – via a não independência e “competência” do BACEN – da Política Monetária. A situação política, ainda, consolida a “decisão” do BACEN ao analisar os benefícios de eventual elevação de juros para controle de inflação acima de dois dígitos em 2015 e acima de 7% em 2016, frente a atividade econômica cada vez pior – ou seja, subir juros agora poderia gerar mais custos do que benefícios, sem contar que o Fiscal pode continuar um desastre. Tudo é motivo para justificar sua “inação” perante seu principal objetivo de controle inflacionário.

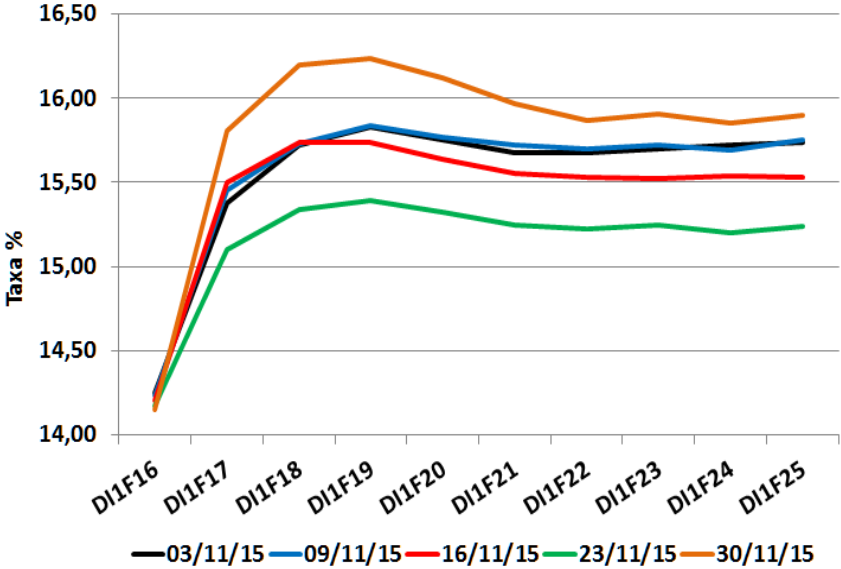
Mas nem tudo está perdido. Com todo o estresse político-econômico (prisões do CEO do BTG Pactual André Esteves e o Senador Líder do Governo Delcídio Amaral), o Copom acabou por surpreender os investidores. Não por manter a Selic em 14,25%, o que já estava no preço, e sim pela decisão não ter sido unânime. Dos oito votos do colegiado, dois foram a favor da elevação da taxa básica. O resultado da votação mais o comunicado pós reunião sinalizaram que a autoridade monetária (ao menos parte da equipe, o que já é muito importante) está atenta e não será corrompida pelos vilões da: recessão, desemprego, crise fiscal e política. Será que desta vez o Banco Central exercerá seu papel de guardião da moeda, papel que não exerce pelo sexto ano seguido? Veremos.

Neste ambiente, vimos as taxas dos contratos futuros de juros recuar ao longo do mês com os rumores da substituição do Ministro Levy pelo ex-presidente do BACEN, Henrique Meirelles, este apoiado pelo ex-presidente Lula. Para o mercado, esta troca facilitaria a aprovação de algumas medidas do pacote fiscal e a economia poderia iniciar o processo de recuperação com concessões de crédito. Aqui discordamos nos dois pontos avaliados pelo mercado: (i) a troca de Levy por Meirelles não mudaria a postura fiscal e seu possível melhor trânsito político teria pouco efeito no panorama político geral a que estamos inseridos, e (ii) as eventuais concessões de crédito (mesmo com uso de CAIXA e Banco do Brasil) terão efeito extremamente limitado diante do comprometimento de renda da população, desemprego, etc. Assim, coerentemente, terminamos o mês com Levy comandando o Ministério da Fazenda e até com algumas vitórias no Congresso. Os juros futuros tiveram baixa consistente até a última semana do mês. Já as previsões de alta dos juros americanos não chegaram a impactar a curva de juros brasileira ainda, pois a expectativa é de alta gradual, de forma que poderá ter seus impactos reduzidos – mas isso ainda não é certo diante dos efeitos primários e secundários de eventual movimento de aversão ao risco e o próprio *flight to quality*.

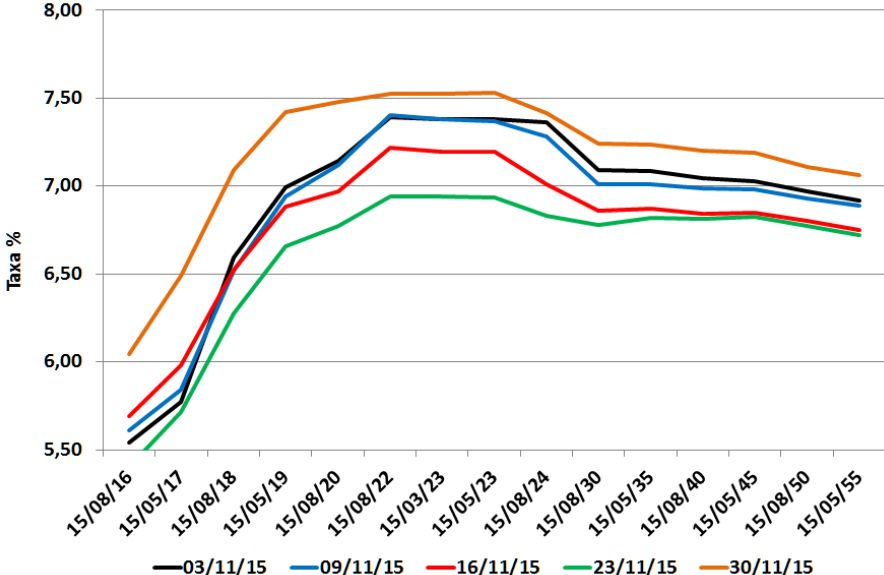
Mais ao fim do mês (a partir do dia 25) observou-se forte elevação dos contratos futuro de juros com vencimento até janeiro de 2017, e também nos 2021 e 2023. Este movimento de curto prazo, como de resto quase todos, difícil ter uma identificação mais precisa, mas pode ser que o mercado passou a trabalhar com a possibilidade de elevação dos juros ao longo de 2016 ou de forma mais conservadora com a manutenção por um período mais prolongado. Neste momento e diante do contexto explanado acima, continuamos advogando que o BACEN deveria subir as taxas de juros, mas não o fará. Assim, trabalhamos para viabilizar nossos investimentos no cenário provável e não no desejável.

# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



## Mercados - Câmbio

E o Banco Central continuou com a política de injetar liquidez do mercado de câmbio por meio do leilão de linha. Até quando? E o custo dessa política?

Ao longo do mês, aumentaram as apostas nos mercados globais de que a alta de juros nos EUA iniciará em dezembro, para nós da Redwood, como mencionado nos últimos meses, esta normalização da Política Monetária americana já deveria ter iniciado faz tempo. Como consequência, a medida que o mercado precifica esta alta, o Dólar avança ante o Real e ordens de *stop* são disparadas no mercado futuro brasileiro elevando a pressão. A queda dos preços das *commodities*, no caso do Brasil que é um importante vendedor deste ativo para a China, também contribuiu para a oscilação do Real ao longo do mês. A China mostrou uma retração de 18,8% das importações em outubro ante o mesmo mês de 2014.

Outras externalidades como o atentado terrorista na França não chegou, de fato, fazer maiores impactos no preço no mercado de câmbio, que já estava pressionado por questões domésticas. Questões estas como os rumores comentados sobre a possível troca do comando da equipe econômica, acabaram por garantir o apetite por risco. Para os investidores, apesar de não ser difícil ficar pior do que está, qualquer sinalização de mudança acende a luz da esperança – até por força de ostentar alguma reação, depois de tanta desvalorização e volatilidade dos últimos tempos. Entretanto, como foram apenas rumores, garantiu-se apenas mais volatilidade, e o Dólar voltou a subir.

O fato, entretanto, é que a Política Cambial deste Governo (como de resto de todos os demais com propensão intervencionista) é passar a imagem de que seu objetivo é manter o equilíbrio no fluxo de entrada e saída de moeda estrangeira, de tal forma que a taxa de câmbio sofra a menor volatilidade possível e encontre um patamar de equilíbrio. Equilíbrio este que garanta previsibilidades para os investidores, empresários, etc., e que o efetivo controle dessas alterações bruscas sirva também para minimizar seus efeitos nos demais preços por ela impactados. Nada disso tem acontecido, nem mesmo um equilíbrio instável. Ao se adotar todos e nenhum modelo de regime cambial ao longo do tempo, o BACEN tem conseguido o pior dos mundos: a absoluta imprevisibilidade dos agentes econômicos, e com ela o descrédito de sua política que não adere nem a regime flutuante, fixo ou mesmo híbrido – é um samba do crioulo doido!

Diante disso, admitidas as demais variáveis domésticas e externas (que muito pouco o BACEN influencia) que continuamente afetam o câmbio, podia o BACEN definir e, com transparência, perseguir seu objetivo com foco e determinação. É certamente mais fácil falar do que fazer, porém as constantes e contraditórias sinalizações do BACEN só garantem o oposto ao que na largada se desejava: menor volatilidade.

Assim, como as variáveis a impactar o câmbio são muitas, com correlações distintas e variáveis no tempo e intensidades, torna-se virtualmente impossível um controle efetivo e constante do câmbio – nossa própria experiência endossa a afirmação. Melhor mesmo é deixarmos o câmbio flutuar e cuidarmos daquilo que temos efetivo poder de gerenciamento e que, dentre as variáveis domésticas a afetar o câmbio (as finanças públicas, por exemplo) possa auxiliar no objetivo maior da Política Cambial.

## Mercados - Bolsa

Incertezas políticas, aperto nas contas públicas e novos desdobramentos da operação Lava-Jato contribuíram para o fechamento do Ibovespa com baixa de 1,6% no mês de novembro.

O início do mês foi de alegria na Bolsa, com o investidor estrangeiro entrando na ponta compradora e os anúncios de aquisições e fusões entre grandes empresas trazendo volume e valorização para o índice. Foi apenas um suspiro, os números de atividade nos trouxeram para o fundo do poço novamente e de forma bem veloz.

Conforme comentado, o PIB do terceiro trimestre de 2015 recuou 1,7% em relação ao 2º trimestre, e a recessão que vivemos da economia reflete diretamente no preço das empresas brasileiras. E quando veremos a reversão deste quadro? Nas nossas projeções apenas no segundo semestre de 2016, entretanto, o mercado financeiro pode antecipar o movimento.

Fato relevante no mês e que pesou sobre o Ibovespa foi a queda de mais de 24% da ação da Vale da véspera da tragédia de Mariana até o fechamento do mês. A Vale possui 50% da Samarco, empresa responsável pela barragem. A AGU (Advocacia Geral da União) ajuizou ação civil pública pedindo reparação dos danos do desastre, cuja indenização será de pelo menos R\$ 20 bilhões. A indenização, a redução da produção na mina afetada pelo acidente, mais a redução nos dividendos recebidos da Samarco impactarão o resultado da empresa. Adicionalmente e mais importante, observa-se a queda do preço do minério de ferro aos níveis de USD 43.

Sempre em mente a referida possível antecipação do movimento de apreciação da Bolsa pelo mercado financeiro (ainda longe em nossa avaliação), os próximos dois *slides* são bastante intrigantes (diante da situação que vivemos), e intuitivos (pelos resultados que apresentam). É sempre bom destacar que as coisas que parecem baratas, podem ficar ainda mais baratas ou, ainda, permanecerem baratas por muito tempo (que via efeito do custo de oportunidade, acaba por diminuir seu preço).

De toda sorte, se o Ibovespa como uma ponderação (pesos) das empresas apresenta a situação a seguir, é de se supor que algumas empresas já estejam em situação mais distante (para mais ou menos), e portanto com maior ou menor atratividade. A reversão da crise política e o conseqüente encaminhamento das questões macroeconômicas proporcionarão a retomada da economia, e com ela as finanças florescerão. Os quadros a seguir serão os primeiros a indicar isso com alguma consistência.

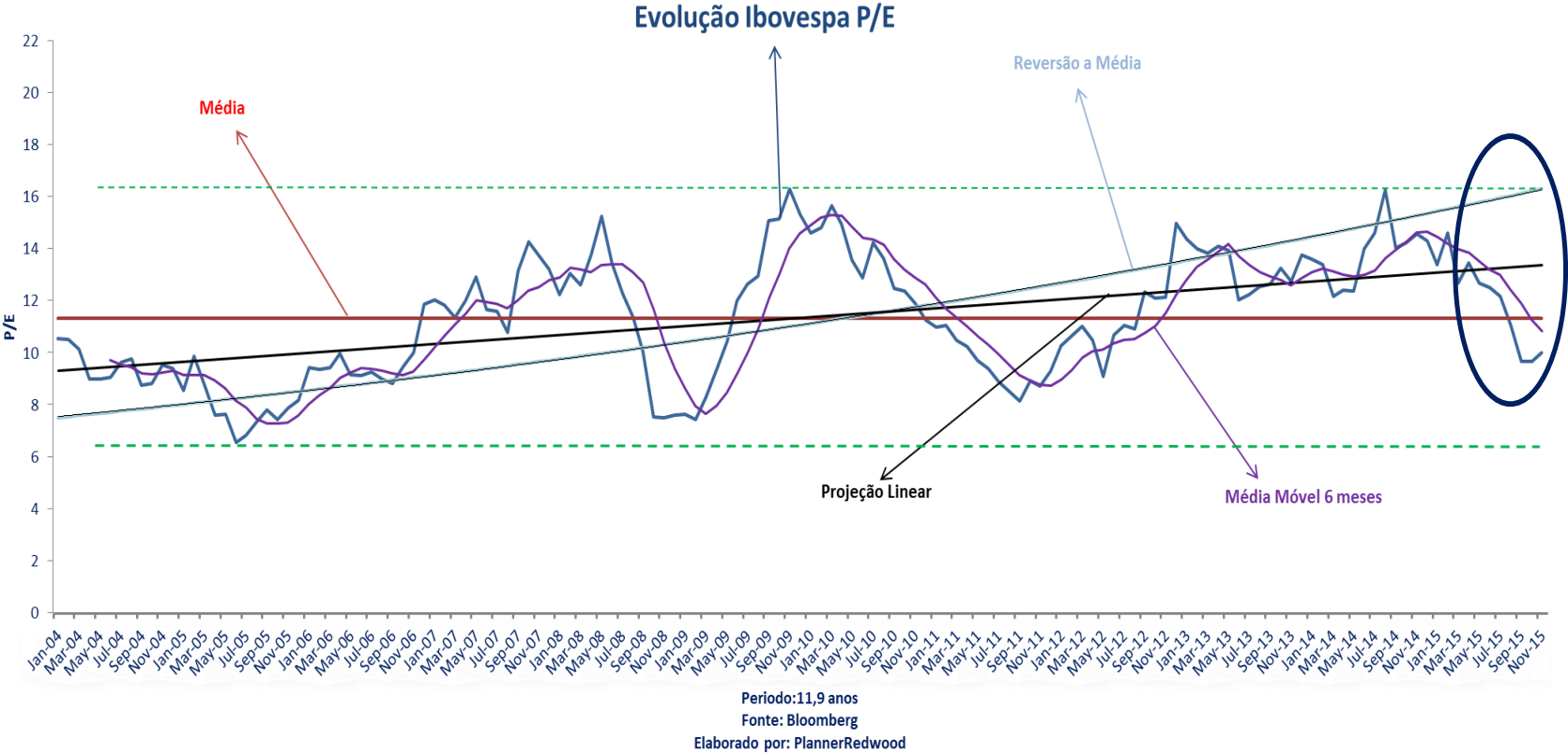
# Mercados - Bolsa

## Evolução do Ibovespa em USD



# Mercados - Bolsa

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





# Comentário Mensal da Gestão

NOVEMBRO 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)