

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 stylized 'P'.

planner 

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

Outubro 2015

Comentário Mensal da Gestão / OUTUBRO 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.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

“The whole problem with the world is that fools and fanatics are always so certain of themselves, and wiser people so full of doubts.”

“O problema todo do mundo é que os idiotas e os fanáticos estão sempre muito certos de si mesmos, e os mais inteligentes sempre cheios de dúvidas.” (Tradução Livre)

Bertrand Russell – Matemático e Filósofo Britânico

Introdução

A situação econômica do Brasil é mais grave do que se pensa, e o lado político – que pode reverter o momento de penúria – se torna cada vez mais complicado e com contornos que nos levam ao oposto do nirvana político, uma esclerose múltipla que a certeza dos “idiotas e fanáticos” tende a nos condenar a armadilha do atraso e ao retrocesso econômico-social duramente conquistados.

Em um mês marcado pela piora substancial do cenário macroeconômico, as forças políticas do país parecem transformar o Ministro Levy no “bobo de plantão”, ora querendo tachá-lo de responsável por nossas atuais agruras com sua política de austeridade, ora como um inocente útil...incompreensivelmente, ele aceita tudo. Difícil saber se isso é bom ou ruim para o Brasil...talvez seja esta a *sua* real dúvida, e nela inserida um sentimento maior de patriotismo e dever...e possivelmente um sentimento de remorso em caso de piora com sua saída. A “dúvida dos mais inteligentes” a que Bertrand Russell mencionou. Ou simplesmente, embora em versão menos “romântica”, um oportunismo conveniente aos propósitos originais de sua nomeação.

De um jeito ou de outro, uma eventual saída do Ministro Levy hoje não parece (ainda) devidamente precificada pelo mercado. Entretanto, como suas ideias não ecoam de fato com quase ninguém, a materialização de suas propostas não tem ressonância e muito menos aprovação no Congresso. Dessa forma, como alguém na areia movediça, aos poucos vamos afundando...recessão, inflação, desemprego, etc. tanto para 2015 como agora também consensado, para 2016. E nessa toada, a importância do Ministro Levy vai se relativizando cada vez mais, pois os fantasmas (deterioração dos indicadores) aos poucos se instalam e a relevância de sua presença se esvai.

Na Zona do EURO, registrou-se a menor taxa de desemprego desde 2012 (10,8%) mas nem por isso houve comemoração (taxa ainda alta se comparada a outros mercados desenvolvidos) e o presidente do BCE solicitou novos estudos para avaliar a pertinência de estímulos adicionais da economia a serem avaliados na próxima reunião em DEZ/15. Na mesma linha vai o governo chinês, com avaliações para um pacote de medidas de auxílio de impacto mais amplo e duradouro para a sua economia nos próximos 5 anos. Nos EUA, a relutância do FED no aumento dos juros fundamentado na dependência da avaliação de maiores informações (*data-dependent*), transformou a estratégia de comunicação do FED em um instrumento de confusão, de pura incerteza.

Assim, fundamentalmente em compasso de espera pela decisão do FED – seja por aumentos pequenos e sucessivos de sua taxa de juros, ou por um realinhamento de seu *guideline* –, e pelo desentrelaçamento político nacional, encaminhamos para a reta final do ano que, ao fim e ao cabo, esperamos por um desfecho melhor. A probabilidade desse desfecho não nos parece grande e, na verdade, estamos cheio de dúvidas.

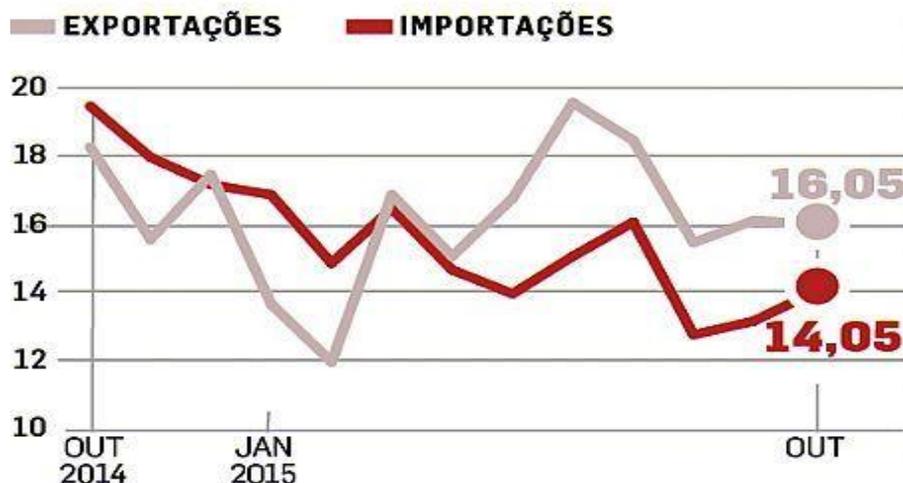
Neste ambiente, os Treasuries dos EUA fecharam o mês em 2,15%. S&P variou 8,30%, NIKKEI fechou em 9,75%, DAX com 12,32% e FTSE em - 5,39%. O Ibovespa terminou o mês em 1,80% e o IBrX em 1,36%. Máximas para DIF16 em 14,67% e DIF17 em 15,83%. NTN-B 2050 terminou o mês em 7,14%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 3,8589.

Atividade Econômica

POSITIVO

● Balança comercial do Brasil

EM BILHÕES DE DÓLARES



FONTE: MDIC

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Se em meio a tantas más notícias alguma coisa pode, de certa forma, ter interpretação “positiva”, o setor externo é o que se “salva”. A balança comercial apresenta superávit de USD 12 bilhões em 2015, gerando um saldo positivo em Outubro de USD 2 bilhões. As palavras “positiva” e “salva” vão entre aspas porque tal resultado decorre de uma situação de extrema fragilidade da economia, onde o consumo e importações de bens foram muito prejudicados. Assim, portanto, não há de fato muito a que se comemorar...

Na verdade, em um olhar mais atento qualitativamente a este resultado, vemos que a redução da importação de bens de capital (máquinas e equipamentos) embute um sinal extremamente importante: a diminuição dos investimentos, isto é, a desconfiança dos empresários traduzida em (in)ações práticas hoje com reflexos imediatos e no futuro, com perspectivas de menor produção. Desta forma, é efêmero os “bons” efeitos do real mais desvalorizado, pois a longo prazo os resultados positivos sobre a exportação não se traduzem em “ganhos” de produtividade continuada. As vantagens de uma maxidesvalorização não se perpetuam no tempo, e acabam por mascarar a situação e complicar outros setores.

Nesta linha, os demais setores da economia vão de mal a pior, a exceção da agricultura. Com a forte redução da atividade – novas projeções rondam os -3% para este ano – as indústrias brasileiras continuam demitindo e a ociosidade aumentando, com reflexos negativos já para o ano de 2016. O desemprego vai se consolidando como uma das variáveis para o ajuste, a massa salarial vem se deteriorando paulatinamente e o salário médio, embora estável no acumulado do ano, apresenta queda nos últimos meses.

Neste ambiente, afloram a todo instante propostas para reativação da economia, e em regra todas de cunho mais desenvolvimentista e imediatista. Assim, na boa linha do intervencionismo estatal, prevalecem as ideias de incentivo a economia via mais do mesmo do que vimos nos últimos anos e que nos levou a esta situação de penúria.

Vai ser difícil fazer valer a ortodoxia macroeconômica

Política Fiscal

O Ministro Levy tem declarado que a economia brasileira tenha um “lastro fiscal” que traga tranquilidade para discussões de longo prazo. Nada mais correto! Contudo, como convencer a todos na construção de um arcabouço estrutural se em 10 meses tivemos 3 perspectivas de superávits, sendo a última – com consolidado das pedaladas de 2014 –, o gigantesco rombo de R\$ 120 bilhões? Este número, se confirmado, resulta em um déficit (e não superávit) de -2,16% contra originais (superávit) +1,1% do PIB propostos no início do ano. Onde está o grande problema? Falta de transparência e controle dos números? Incompetência na identificação e mensuração das contas, ou ação deliberada de contornos e ajustes da situação?

No fundo não importa, por enquanto. Isto porque o Ministro e sua equipe *ainda* gozam do benefício da dúvida pelo mercado, mas a realidade não muda: passaremos de 70% da relação Dívida/PIB e acelerando para 2016 – apesar das projeções de PIB ainda decrescentes no próximo ano. É a pá de cal para a perda do Grau de Investimentos pelas duas últimas agências de risco Fitch e Moody’s. No limite, o que se espera do governo brasileiro e sua equipe econômica é coerência e assertividade em suas proposições, com emissões de mensagens claras de seu comprometimento com a estabilização da dívida pública.

O elemento essencial que os agentes precisam passar para toda a sociedade é a necessidade de reconquista da confiança e, se o lado político não nos auxilia e portanto o Congresso se engessa a aprovações necessárias, ao menos a equipe econômica precisa passar credibilidade na condução de seus trabalhos, em especial as projeções e avaliações das contas públicas. Esta atitude, embora insuficiente por si só, é condição necessária e primeira para início do ajuste fiscal, ou seja, uma agenda positiva para o Brasil e a efetiva saída do círculo vicioso somente se materializará se reunir as condições técnicas fundamentais para a gestão do processo de longo prazo de realinhamento das finanças nacionais.

Por fim, ao tempo em que precisamos falar do longo prazo, a verdadeira situação atual precisa ser explicitada. Não há como objetivamente “simular” o futuro se desconhecemos de fato o nosso presente. A indefinição fiscal trás vários ruídos e perturbações para a economia, em especial e diretamente sobre a condução da Política Monetária. Também age neste sentido e com forte intensidade, o nível e os parâmetros da economia fiscal, sendo que quanto mais elevados maior a velocidade de deterioração e por conseguinte mais exíguo o prazo de solução com custos maiores para o país.

O resumo do quadro atual é que, se a dependência política é um fator exógeno às possibilidades técnicas da equipe econômica mas fundamental para reversão do quadro fiscal, a competência para o real mapeamento da situação e dele traçar um novo e sustentável plano é condição *sine qua non* para toda e qualquer proposta para o curto, médio e longo prazos. As sucessivas revisões das metas fiscais estão minando a credibilidade da política econômica, e assim consumindo o “capital” fundamental da equipe econômica.

Garantir a sustentabilidade da dívida deve ser o objetivo da Política Fiscal, e este objetivo não pode ser alterado a cada instante

Conjuntura Internacional

Neste ano tem existido um revezamento binário na cena internacional: ora é a China, ora é o FED que atrai os holofotes – são o bicho-papão.

Nos últimos dias a situação mudou um pouco e ambos atores foram destaques. A China em meio a se preparar para um grande pacote de incentivo a sua economia, dado que seu crescimento neste e nos próximos anos estão definitivamente ameaçados. Do lado americano, o FED se vê as voltas com a virtual impossibilidade de postergação da elevação de suas taxas de juros, forçando a efetiva normalização de sua política monetária em DEZ/15.

Os mercados emergentes, em especial a China e em alguma medida também o Brasil, são vistos como uma fonte crescente de risco para o crescimento global. Esta percepção respalda-se na redução dos preços das *commodities* e choques de políticas que sinalizam profunda e duradoura desaceleração. Mais do que isto, são fontes de contágio para outras economias emergentes. Os chineses, antevendo o cenário acena com duas medidas, no limite intrigantes sob avaliação econômica: de um lado o governo prepara um pacote de incentivos, e do outro sinaliza que as taxas de juros deverão cada vez mais ser ditadas pelo mercado.

O FED, por sua vez, com sua atual equipe parece sinalizar que se fora possível ele jamais aumentaria os juros. Ademais, no próximo ano haverá eleições presidenciais nos EUA e, caso um movimento seu seja mal recebido, todo revés que ocorrer na economia coincidirá com o momento eleitoral. Mas isto não é o pior, pois mesmo que o FED suba sua taxa de juros (dos atuais 0,13% para 0,25%), seu *modus operandi* não parece tomará novo rumo e/ou estratégia definida e continuará a deixar o mercado sem entendimento – e com isso volatilidade. A comunicação do FED tem sido um verdadeiro desastre.

Na Europa, o presidente do Banco Central Europeu (BCE) Mario Draghi ressaltou para os riscos de desaceleração do crescimento e inflação, destacando que deverá demorar mais do que o esperado para que a inflação volte a meta de 2%. Em nossa opinião a afirmativa demonstra o pessimismo e com ele o remédio de sempre: novas medidas para impulsionar a economia. Os resultados esperados são sempre os mesmos: punição aos poupadores e criação de riscos desnecessários...melhor sempre seria seguir Schumpeter com sua “destruição criativa”. Na Europa? Não cola mesmo!

Enfim, a conjuntura internacional não nos impõe hoje nenhum fardo adicional ao que já temos sentido nos últimos meses, mas seu potencial de impacto em nossa economia é muito grande. Na verdade, tanto maior será caso exista uma confluência e deflagração dos atores principais, isto é, a eventual desaceleração não contida da economia chinesa e o possível aumento sistemático dos juros nos EUA.

Enquanto o bicho-papão não vem, deveríamos não dormir e aproveitar para nos ajustar.

Mercados - Juros

Fora Levy, fica Levy!

O clamor pela saída do ministro da Fazenda pelos aliados do PT e até mesmo pelo ex-presidente Lula foi abafado pela declaração da presidente Dilma de que o ministro fica! Acreditamos que não por convicção da presidente e sim por necessidade. A reação do mercado financeiro foi imediata. O ministro ainda tem credibilidade perante os investidores. Ganhamos um fôlego. Até quando? Difícil prever.

Se por um lado a “permanência” do Ministro Levy acalenta os mercados e minimamente sustenta o viés da Política Econômica, em uma de suas vertentes, o lado da Política Monetária, o COPOM manteve a taxa de juros nacional em 14,25%. Contudo, deixou claro que “caso necessário” voltará a subir os juros. Assim, os membros do comitê enfatizaram na ata divulgada na semana seguinte que sem o ajuste fiscal será difícil alcançar o centro da meta da inflação de 4,5%, mesmo com a postergação deste objetivo para 2017. O mercado está cético quanto a capacidade do BACEN ancorar as expectativas de inflação e nós da Redwood não vislumbramos esta possibilidade já algum tempo. Movimento observado na curva de inflação implícita, bem como em vários outros indicadores acompanhados por nossos sistemas geradores de cenários.

Para não dizer que o governo está pacífico ao movimento dos juros, o Tesouro informou que não será “refém do mercado” e não ratificará as elevadas taxas de juros de longo prazo. Assim, os técnicos da instituição decidiram que (i) as ofertas de NTN-B serão feitas com papéis que vencem até 2023, (ii) as vendas de títulos prefixados mais longas serão de lotes menores e (iii) a oferta de LFT continuará.

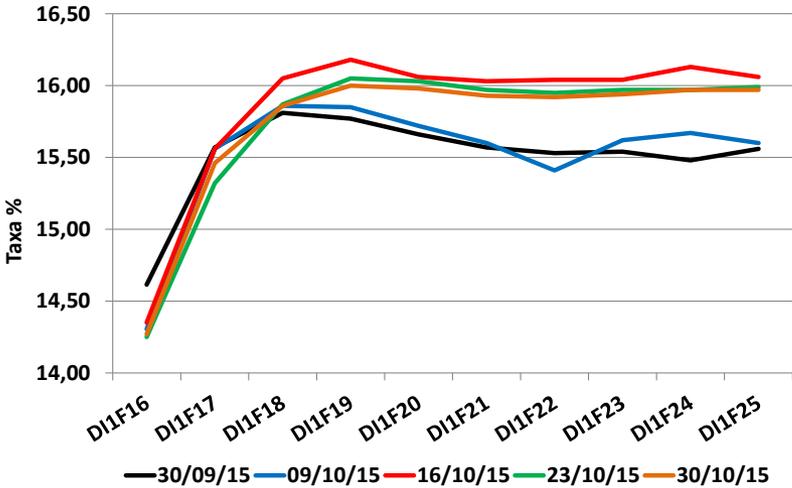
Depois de meses de fortes oscilações no mercado de juro futuro, o mês de Outubro foi caracterizado por um movimento lateral. Os vértices mais longos fecharam com leve alta. Já os papéis atrelados a inflação tiveram movimento distinto, com fechamento dos cupons e aumento da inflação implícita. A situação não parece desenhar um caminho de melhoras com a postura vigente.

Diante deste cenário, sobretudo quando o Fiscal afeta tanto o controle macroeconômico, como interpretar as declarações do BACEN de que “caso necessário” aumentará os juros e que o Tesouro não será “refém do mercado” ao ratificar as taxas exigidas pelo mercado? No primeiro caso a inflação ronda os 10% este ano e acima da banda superior da meta em 2016, com pouquíssimas chances de convergência (neste momento) para a meta em 2017 – para quem em tese deveria ser o guardião da moeda, não parece haver motivos adicionais ou maiores para uma decisão imediata de ação. No segundo caso, talvez valha a pena lembrar ao Tesouro a composição da poupança total (Governo, Externa e Privada) e seu único canal ainda disponível. Rompantes e bravatas com a soberania do mercado, somadas a fragilidade das ações do Governo e todo arcabouço político institucional a que estamos envolvidos, não parece ser uma mistura que dará certo.

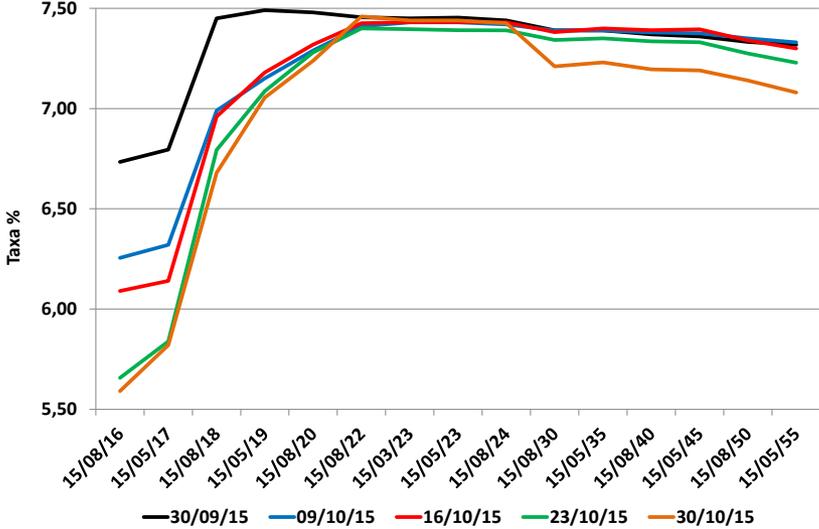
Paul Volcker, um dos maiores banqueiros centrais, na crise dos anos 80 nos EUA em meio a forte ajuste de austeridade, não hesitou em cumprir seu papel, e subiu os juros (de 11% em 1979, subiu para 20% em JUN/1981 – quando inflação era de 14.8% em MAR/80 para abaixo de 3% em 1983) colocando ordem na casa e preparando a economia para que nos anos seguintes tivessem seus melhores momentos de desempenho. Coragem, competência e determinação com firmeza de propósitos, assim se espera a postura de nosso Banco Central.

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



Mercados - Câmbio

Depois de quatro meses de alta o Dólar finalmente deu um alívio.

Investidores estrangeiros voltaram a olhar o Brasil, os ativos brasileiros se tornaram mais baratos com a valorização do Dólar e a queda da Bolsa local. Entretanto, ao que tudo indica, não é um recurso de longo prazo e sim especulativo, a atrativa taxa de juros seduz o investidor que belisca um ganho nos ativos brasileiros e depois de ganhar um bom retorno vai embora. Estamos a mercê do exterior, já que internamente a sensação é de total paralisia. A crise política domina e alimenta a crise econômica.

O descaso com o ajuste fiscal e o crescente rombo nas contas públicas refletem nos preços dos ativos, inclusive no Dólar. A Política Cambial, desde o início deste Governo sempre cambaleante e dissonante com o resto da Política Econômica, parece perder o rumo de vez. O país vive um círculo vicioso. A perspectiva do Dólar realmente flutuar e se tornar apenas mais um preço na economia, saiu totalmente do radar. Intervenções no câmbio para conter a moeda americana (seja pela cotação, seja pela volatilidade) e aumento do pagamento de *swaps* cambiais, estão de volta. Tudo bem, não estamos consumindo reservas em dólar (ainda) mas e o custo do *swap*, ninguém contabiliza? O pagamento líquido de *swaps* cambiais pelo BACEN foi de R\$ 131,9 bilhões, ou 2,3% do PIB nos últimos doze meses. O cerne da questão aqui é: qual a eficácia dessas intervenções? O quanto, de fato, suaviza a volatilidade e impede maiores avanços do Dólar? Nós da Redwood não temos dúvidas que, fossem alinhadas às políticas que compõem a Política Econômica mais austera, ortodoxa e liberal, o câmbio livre seria de extremo auxílio. Ainda mais do que o custo em si, o potencial de desarrumação de conduzir a política cambial dessa forma, sem transparência (mencionar quantos lotes de *swaps* serão feitos é uma piada), sem norte e revezes a cada instante, embute um componente de risco absolutamente desnecessário em meio a toda confusão que já vivemos.

A Fitch mandou seu recado neste mês rebaixando a nota do país. Ainda mantemos o grau de investimentos. O próximo degrau é o do rebaixamento. O mote para a decisão da agência foi o grau crescente de endividamento do país – de alguma forma também impactada pela Política Cambial. Vale ressaltar que a decisão foi antes da divulgação dos números fiscais negativos e dos valores a serem pagos pelas pedaladas fiscais.

Não menos importante, entretanto, são as externalidades a afetar o câmbio. O FED, por exemplo, tem sido um grande responsável pela volatilidade do Dólar nos últimos tempos e também ao longo do mês – contudo, este efeito, embora não homogêneo, afeta todos os países do globo, uns em maior e outros em menor impacto, a depender da robustez de cada economia. Para nós, e por razões óbvias, os impactos são mais contundentes. Assim, por meio de seus comunicados, o mercado, na primeira quinzena, interpretou que os juros não subiriam mais em 2015 fazendo o investidor aceitar mais risco para ter uma rentabilidade mais elevada. A moeda chegou a ser negociada abaixo de R\$ 3,80. Porém, em comunicado após a reunião do comitê de política econômica no final do mês trouxe novidades e o mercado passou a trabalhar com elevação dos juros americanos na reunião de Dezembro. Agora, pense em nosso BACEN (apenas mais um *player* no mercado mundial) com poderes magnânimos interpretar o *timing*, tamanho de volatilidade, aceleração de cotação e arbitrar o que é melhor para o país. É demais.

A atual Política Cambial atrapalha, e muito, todo o resto da Política Econômica

Mercados - Bolsa

Se o ano de 2015 está ruim, para 2016 as perspectivas não melhoram.

A Bolsa brasileira não conseguiu acompanhar, na mesma intensidade, a onda de recuperação vista nos mercados globais em Outubro, após sucessivas quedas. Os problemas internos econômicos e políticos continuam. Pior, não há perspectivas de melhoras no curto prazo. É preciso dar andamento ao ajuste fiscal e todo o resto proposto pela Política Econômica para ter reflexos, também, na Bolsa brasileira.

Os estímulos na Europa e na China contribuíram para aumentar a liquidez para os países emergentes, entretanto com as incertezas quanto ao prazo para a solução dos problemas políticos e as dificuldades de crescimento econômico, tivemos que dividir os recursos dos investidores com outros emergentes. Foi um fluxo especulativo, com a visão de que bolsas e moedas estavam baratas. Fundamentalmente, nada mudou

A Bolsa teve um respiro no início do mês: quase bateu 50.000 pontos. Entretanto, os dados negativos de China e Alemanha (que resultaram em pacotes de estímulos) somados a confusões políticas internas fizeram o índice fechar o mês em 45.868 pontos. Mesmo assim, acumulou alta de 1,80%. Por fim, conforme mencionado, o FED mudou a percepção dos investidores: no comunicado pós reunião, o mercado interpretou que há espaço para uma alta dos juros em dezembro.

Os primeiros resultados divulgados do 3ºTRI/15 das empresas brasileiras de capital aberto indicam que o pior da crise está por vir. Para sobreviver terão que se adaptar ao ambiente de crise. As empresas de consumo já se preparam para o pior. Fechamentos de lojas e demissões ocorreram neste terceiro trimestre de forma a adequar as companhias para um cenário de deterioração de vendas que tende a persistir. Por exemplo, Via Varejo e GPA demitiram nove mil pessoas, Usiminas prevê a demissão de quatro mil e a Marisa fechou as lojas com retorno abaixo do esperado e encerrou operações de venda direta (comercialização de produtos fora de uma loja física, apenas pelo contato entre vendedor e comprador).

A economia real já sente, e fortemente, os impactos da crise. E se assim o é, o que se esperar no mercado financeiro de empresas que não crescem e não dão lucro?

O clima de incerteza prevalece. É hora de buscar a preservação do capital.

Ibovespa entre os piores

Desempenho dos índices* acionários mundiais em outubro

País	Índice	Variação (%)
China	XANGAI SE	11,51
Alemanha	DAX-30	11,23
Turquia	ALL SHARE	10,56
Japão	NIKKEI-225	9,65
Inglaterra	FT-100	9,29
França	CAC-40	8,87
EUA	Dow Jones	8,47
EUA	S&P 500	8,30
Espanha	IBEX-35	7,33
Rússia	RTS	7,07
México	IPC	6,75
Brasil	Ibovespa	4,80
Chile	IPSA	4,75
Itália	FTSE MIB	4,37
Peru	IGBVL	3,18
Índia	SENSEX-30	2,05
Venezuela	IBVC	-6,81

Fontes: Valor PRO, Bolsa de Madrid e Banco Central. Elaboração: Valor Data. * convertidos em dólar.



Comentário Mensal da Gestão

OUTUBRO 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