

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

FEVEREIRO 2016

## Comentário Mensal da Gestão / FEVEREIRO 2016

### 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.



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

*“If you’re going through hell, keep going.”*

*“Se você está atravessando um inferno, continue.” (Tradução Livre)*

*Winston Churchill – ex-Primeiro Ministro Reino Unido*

## Introdução

O Brasil está passando por um inferno, infelizmente em quase todos os sentidos.

Não nos parece verossímil sermos otimistas em momento como este, mas temos a tendência de sempre buscar algo de bom, não importa a dificuldade presente. Entretanto, o espancamento atual é tão forte e intenso que movimentações precisam ser extraordinariamente bem avaliadas. Os *fronts* são os mais diversos: política fiscal desastrosa, corrupção metastática, política monetária submissa aos ditames da Comandante em Chefe, política cambial (esta sem adjetivo que possa qualificá-la adequadamente), perda do grau de investimento, falta de confiança generalizada, país “fechado” para o exterior, rombo astronômico da previdência, regras trabalhistas anacrônicas, reforma tributária que nunca vem, intromissão do Estado cada vez maior na economia, uma Presidente perdida e sem apoio de seu próprio partido político, e agora por fim, temos o Ministro da Justiça (em regra o mais importante Ministério de qualquer país democrático) demissionário. Desânimo? De jeito nenhum! Governo está perdido? Totalmente! Vai continuar assim por mais 3 anos? Definitivamente não. Assim, sigamos o conselho de Winston Churchill: continuemos no inferno. Vai passar. Mas lembremo-nos sempre, sobretudo para fins pedagógicos: não temos como reclamar do inferno que estamos passando, veja o chefe que colocamos no comando.

Em linha com o Presidente do FED (Banco Central Americano) de São Francisco John Williams, não parece existir arrefecimento na demanda doméstica americana, o desemprego está no rumo dos 4,5% e a inflação retomará sua tendência aos 2% como meta do FED. Na Europa, o BCE (Banco Central Europeu) está pronto para novos estímulos e na China este movimento de auxílio a economia já começou, com força. Assim, no campo internacional para as principais economias, temos mais do mesmo e precaução continua o nome do jogo.

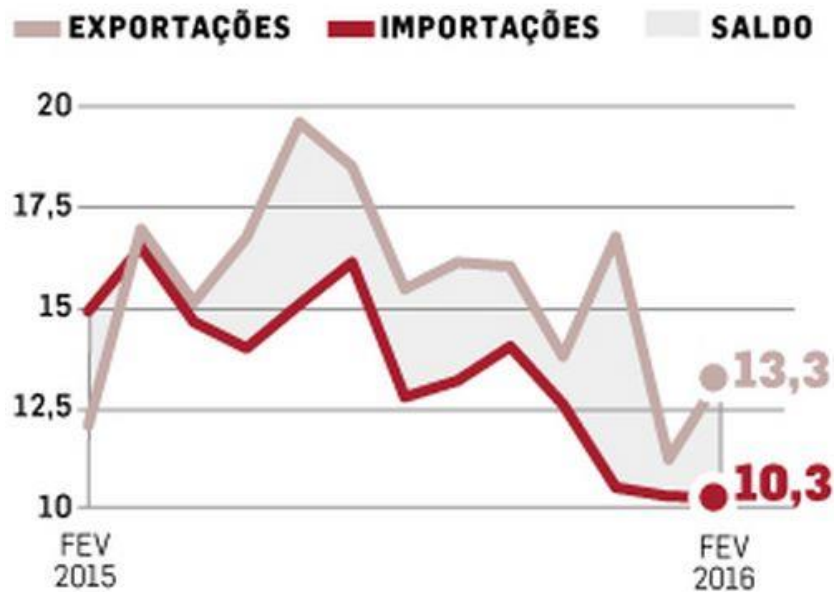
Por fim, quase 100 anos atrás Albert Einstein apresentou sua teoria da relatividade e, de acordo com a relatividade geral, qualquer aceleração assimétrica numa massa produz “ondas gravitacionais” que se propagam à velocidade da luz. Bom para os físicos, bom para a humanidade. Para os que avaliam gráficos e acompanham os mundos político-econômico-financeiros, tem sido muito fácil interpretar os efeitos da gravidade em suas análises. Esta distorção do tecido espaço-tempo parece assemelhar-se às distorções política e econômico-financeira traduzidas na iminente colisão destes verdadeiros buracos negros. De toda sorte, não se acredita que as autoridades “abandonarão” seus esforços para impactar os mercados (domesticamente e internacionalmente) em caso de acirramento da crise e/ou maiores instabilidades nos mercados. Mas a pergunta é: isso se põe como uma reversão da “onda gravitacional” ou um aprofundamento e aceleração de ocorrências das mesmas? Esqueçam os *policy makers*, chamem os físicos e astrônomos!

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,74%. S&P variou -0,41%, NIKKEI fechou em -8,51%, DAX com -3,09% e FTSE -5,54%. O Ibovespa terminou o mês em 5,91% e o IBR<sub>X</sub> em 5,30%. Máximas para DIF17 em 14,54% e DIF21 em 16,12%. NTN-B 2050 terminou o mês em 7,316%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 3,9796 .

## Atividade Econômica

### ● Balança comercial do Brasil

EM BILHÕES DE DÓLARES



FONTE: MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO

Se é que é possível classificar, dentro do péssimo momento que estamos passando, temos um inferno todo especial: o desempenho do setor industrial.

A economia brasileira já apresenta sinais de fraqueza desde o segundo semestre de 2014, e agora saem os números de 2015 onde tivemos um recuo de 3,8% (nossa projeções em -3,93%), mas com o PIB da Indústria em destaque: queda de 6,2%! Uma avaliação mais detida é ainda pior: a desaceleração ficou em 1,4% no último trimestre de 2015 frente ao anterior e, na comparação tradicional fazemos de 4º TRI/15 contra 4º TRI/14 a brutal redução de nada menos que 8%!

O setor de Serviços, este com maior peso na composição final do PIB, reduziu 2,7%, e o salvador da pátria, sempre, o PIB da Agricultura apresentou variação positiva de 1,4%. Mas isso não é tudo e pode ficar ainda pior, pois a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) está, infelizmente, na direção de nossas projeções e portanto maiores preocupações: a FBCF caiu 14,1% em 2015 ante 2014. Ao mesmo estilo de comparações entre os últimos trimestres de cada ano, 4º TRI/15 contra 4º TRI/14, o recuo foi de 18,5%. A taxa de investimento (FBCF/PIB) em 2015, portanto, ficou em 18,2%. Um desastre. Precisamos de muito, muito mais do que isso e, como sempre abordamos neste espaço, este indicador fraco sinaliza contratação de mau desempenho econômico no futuro.

Alguma coisa “melhor”? Talvez, dependendo do ângulo que se analisa: as Exportações cresceram 6,1% em 2015. Por outro lado, as Importações caíram 14,3% no mesmo período. Apesar de metodologia diferente para elaboração dos números da Balança Comercial e a forma de contabilização das Exportações e Importações no PIB, onde na primeira entram somente Bens e registro por valores (efeito preço) e a segunda Bens e Serviços e variações percentuais em relação a volumes, o quadro ao lado mostra razoavelmente o desempenho da Balança Comercial.

## Atividade Econômica

Mas olhando para frente, o maior problema do quadro ao lado é como o Governo avalia este resultado. A insistência de que a capotagem de nossa atividade econômica é oriunda da crise externa beira ao insulto à nossa inteligência. Apenas países como a Rússia e a Venezuela (dependentes de suas exportações de petróleo) terão desempenho parecido com o nosso.

Este estrago que se constata na atividade, é também acompanhado por maior inflação e desemprego. Neste contexto, o que se verifica é a renda média per capita se reduzindo e impactando, como sempre, os menos afortunados.

A solução passa, sempre, como temos abordado neste espaço, pela reorganização ampla e geral da macroeconomia. O enfrentamento das questões fundamentais que nos afligem elencadas no *slide* Introdução que abre este comentário são as medidas complementares essenciais. A economia brasileira pode até ser bastante flexível e dar uma resposta rápida, mas quanto mais se aprofunda esta situação, ou seja, não se enfrentam os problemas aqui discutidos, mais difícil se torna a recuperação. E aqui não se fala de uma recuperação estilo *voo de galinha*, mas sim de uma recuperação sólida e consistente, que resulte de fato das implementações das medidas necessárias e do retorno da confiança.

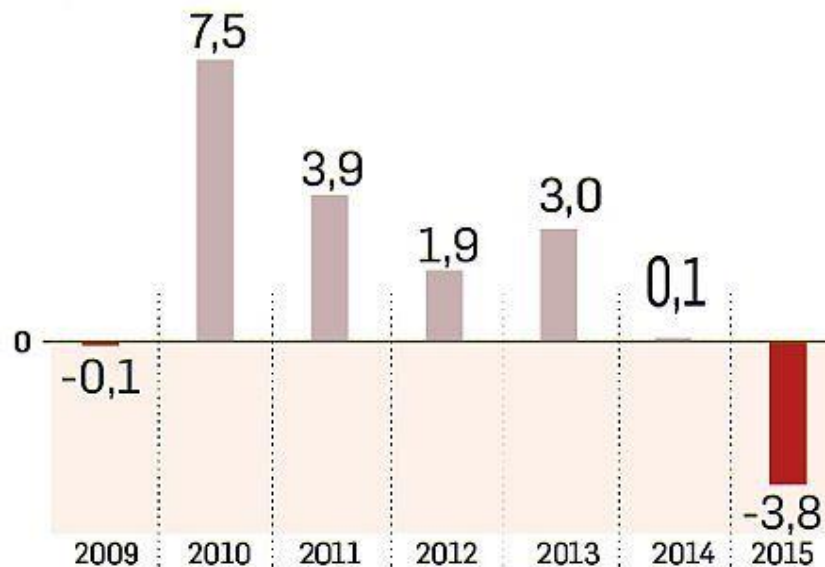
Entretanto, com o andar da carruagem e com a ratificação dos números de 2015, nossas projeções para 2016 não se mostram inconsistentes e teremos outro ano ruim – talvez um repeteco em 2016 do que foi 2015. Sabe o que isso significa? Encolhimento de quase 8% e a depressão instalada.

O inferno está quente!

## DESPENCOU

### ● Variação anual do PIB brasileiro

EM PORCENTAGEM



FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

## Política Fiscal

Ajuste Fiscal: a porta de saída do inferno.

A afirmação acima não é consenso, em especial para o partido da Presidente da República e seus economistas representantes. Não é de hoje que esse povo pensa assim e, apesar do potencial que encerra este segmento (para o bem e para o mal), são coerentes na sua postura histórica. Acontece que neste momento até mesmo o Governo parece curvar-se a que as reformas são, além de rigorosamente imprescindíveis, imediatas. É certo que este “convencimento” do Governo é “meia-bomba”, afinal afastou o Ministro Levy para colocar o Nelson Barbosa, mas mesmo suas propostas insuficientes (quando comparadas ao Programa “Uma Ponte para o Futuro” do PMDB) ainda colidem frontalmente com o que “pensa” o PT e o “Programa Nacional de Emergência”. Este distanciamento entre qual o melhor caminho para tirar o País da crise é muito ruim, pois a falta de apoio político para avançarmos nas reformas é o que destruiu a viabilidade dos planos de Levy e poderá fazer o mesmo com Barbosa.

Nesta toada, acompanhamos as declarações e movimentações do Governo que sinalizam para um superávit de R\$ 24 bilhões, mas que ao mesmo tempo propõem uma meta flexível que pode nos levar a um déficit de R\$ 60 bilhões. Difícil propositura, já se parte admitindo o pior cenário, sobretudo quando se leva em consideração os números apresentados como as projeções governamentais de PIB, inflação, câmbio e expectativas de receitas extraordinárias. Assim, acreditamos em projeções muito piores para este ano, mas não apostamos em uma trajetória explosiva da relação Dívida/PIB (digamos 90%), pois para nós é inimaginável deixar que “isso” aconteça. Chegará o momento de um “acordo” em torno do tema ou de uma ruptura definitiva e o enfrentamento isolado. Irresponsabilidade tem limite.

Por outro lado, crescem rumores e análises diferentes da acima, notadamente aquelas que levam em consideração o iminente risco de insolvência do Brasil. O raciocínio é simples (e tresloucado): a crise política impede que a solução fiscal seja colocada em prática. Nesta linha, poderia o Governo ser leniente com a inflação bem mais alta de modo a minorar os efeitos na dívida pública, alguma intervenção no mercado de títulos da dívida pública (via drástica redução da SELIC), ou até mesmo alguma intervenção nos direitos dos detentores desses títulos públicos. Nada disso passa em nossos cenários probabilísticos.

É fato que estamos atentos a todas as vertentes de propostas e alternativas, mas com os devidos filtros e avaliações pragmáticas. O ambiente de crise é muito favorável a especulações e ideias mirabolantes. Nesse meio conturbado, tudo parece “valer” e ser plausível, mas não é.

Assim, devagar com o andor que o santo é de barro...Oops!, estamos no inferno, mas até no inferno precisa ter regras...não dá para fazer o diabo.

## Conjuntura Internacional

Além da turbulência nos mercados e nas principais economias do mundo, a conjuntura internacional apresenta adicionalmente uma situação que a Organização das Nações Unidas (ONU) chamou de “crise humanitária iminente”. Trata-se da circunstância a que estão submetidos os refugiados, que chegam em levadas cada vez maiores especialmente da Síria e do Iraque, por razões diversas (mas fundamentalmente por conta da guerra e a falta de oportunidades em seus países) aos portos gregos. Estima-se que o fluxo de refugiados na Europa pode dobrar em 2016 em relação a 2015, e isso tem consequências político, econômico e social imediatas nos países da região. Um acontecimento como este levará, necessariamente, a atitudes de impactos mais relevantes, pois a contenção deste contingente não se limitará às fronteiras gregas por muito tempo. Todo ordenamento sócio-econômico deverá ser repensado em breve para “acomodação” deste estado.

Ainda na Europa, apesar de muito frágeis os indicadores, algum alívio pode ser visto, apesar de efêmero este efeito, dadas as condições gerais da economia da região e as sensibilidades a fatores externos. Assim, em relação ao índice de gerente de compras do setor industrial (PMI, em inglês) houve redução na Alemanha, Espanha, Reino Unido e Itália, e aumento na França. Porém, em todos os casos com leitura acima da marca de 50, que indica que a atividade da indústria continua se expandindo. Para a Zona do Euro como um todo, o índice também caiu, mas na marca de 51,2. Outro alento na Zona do Euro é que a taxa de desemprego atingiu o menor nível desde Agosto de 2011, chegando ao patamar de 10,3%. Melhor que as expectativas, mas ainda muito fraco se comparado aos padrões internacionais das economias mais estáveis. Com esta perspectiva não tão pujante quanto esperado, o Banco Central Europeu (BCE) continuará, ao menos, com suas medidas atuais. Será mesmo? Muito difícil...não é o perfil dessa turma. Diante de um cenário de aumento de riscos, incertezas de crescimento das economias e mercados emergentes, volatilidade crescente nos mercados financeiros e de commodities e riscos geopolíticos, o BCE será chamado à responsabilidade. Se o BCE decidir agir, nas palavras de seu Presidente Mario Draghi, existe *“uma variedade de instrumentos à disposição”* e que *“não há limites para até onde estamos dispostos a ir usando nossos instrumentos dentro do nosso mandato para atingir nosso objetivo”*. O céu é o limite para essa galera, depois vem o....?

China e Rússia concordaram em abrir uma linha de *swap* cambial bilateral, para aumentar o comércio e a cooperação de investimentos. A medida parece revestida da intenção de abertura para uma cooperação de escala mais ampla e uma tentativa de diversificar os empréstimos externos e depender menos dos mercados ocidentais – especialmente para Rússia. A ideia passa também pela “desdolarização” do comércio entre os países e assim ampliar a importância e o papel global de suas moedas. Sinceramente, olhando de fora não parece muito sustentável no longo prazo...vale o esforço?

Nos EUA, a economia americana cresceu 2,4% em 2015, um resultado ajustado ao seu tamanho e situação economia global, nada desprezível. O desemprego ficou em 4,9%, ou seja, o FED pode até não fazer todos os aumentos originalmente projetados, mas continuará a elevação das suas taxas de juros. Entretanto, o que mais se debate pelas terras dos Yankees é a eleição presidencial – que a depender do resultado, tem potencial para enormes impactos na economia americana e em todo o resto do globo. O candidato republicano favorito em suas primárias Donald Trump é tido como um “louco” (desagrada até mesmo seu partido), e tem tudo para perder da favorita candidata Democrata Hillary Clinton caso venham a se enfrentar. Entretanto, para a parcela dos eleitores do partido Republicano, a mensagem é clara e incontestável: não suportam mais os Democratas e querem alguém um tanto quanto mais “radical”.



## Mercados - Juros

Não há apenas um culpado para o caos dos mercados! Também não existe uma explicação totalmente satisfatória. É assim mesmo, não cabe uma avaliação única ou mesmo estática. E a composição das variáveis na tentativa de se estabelecer um modelo explicativo dinâmico são sempre muito difíceis, contaminados pela heterocedasticidade e a multicolinearidade nunca é uma regra.

Com isso, investidores em geral tentam explicar o comportamento dos mercados com argumentos menos “formais”, que retratam o passado por observações de eventos por vezes isoladamente, e pouco auxiliam nas formulações e percepções de futuro. Todavia, a avaliação empírica dos fatos e sua modelagem estrutural associativa não deixa dúvidas do ocorrido com causa e efeito e, por meio destas, é possível estudar os efeitos futuros.

Caso emblemático recente, foram os rebaixamentos das notas de crédito do Brasil. A S&P, novamente reduziu a nota da dívida soberana brasileira, de BB+ para BB, além de manter a perspectiva negativa. O rebaixamento era esperado conforme nosso relatório do mês passado, já o *timing* foi surpresa. Ficamos agora a duas notas de distância do grau de investimento, retirado em setembro de 2015. Atrasada em relação as demais agências, a Moody's abaixou em dois degraus a nota brasileira, passando o país para grau especulativo. Como principal justificativa para o rebaixamento, as agências consideram que os desafios políticos e econômicos enfrentados pelo Brasil ainda se mantêm consideráveis, e por isso esperam um processo de ajuste mais longo, uma correção mais lenta dos desequilíbrios fiscais e um novo ano de recessão econômica. Qual efeito prático desta observação/evento? A avaliação do comportamento do mercado de juros e as projeções dos modelos com esta nova informação, claro. Curiosamente, o mercado oscilou rapidamente, no momento da divulgação dos relatórios, mas em seguida retomou aos prêmios anteriores, possivelmente por um ajuste antecipado de suas carteiras. No final, os vencimentos mais curtos reduziram os prêmios e, assim como em nossas projeções, o mercado começa a projetar corte da Selic no segundo semestre deste ano – não necessariamente pelas mesmas razões. Os vencimentos mais longos fecharam o mês com taxas mais elevadas que o mês anterior.

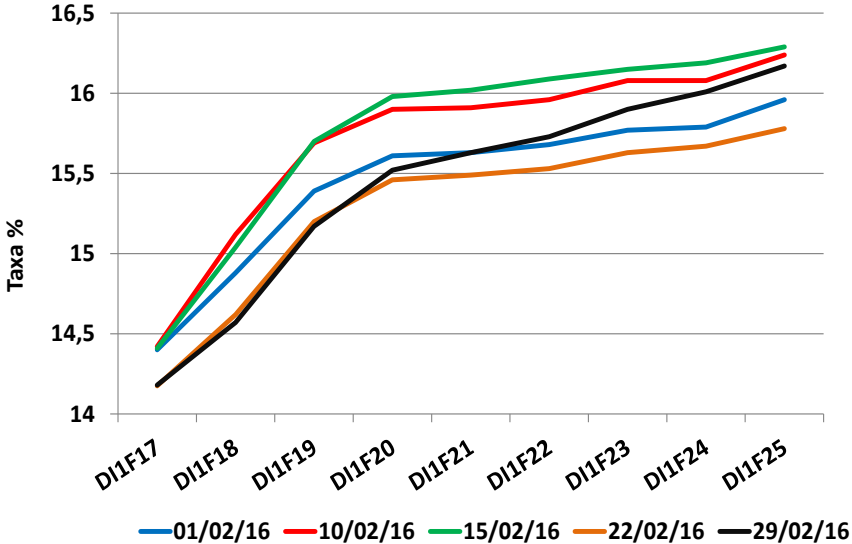
A condução da Política Monetária (esquecendo a intromissão da Comandante em Chefe por ocasião do último COPOM, que humilha e descaracteriza a razoabilidade de sua existência e seus membros mais intelectualmente honestos), não poderia ser pior sob o que se entende de Regime de Metas de Inflação e o efetivo mandato do BACEN como guardião da moeda. Seu “mandato” na prática é duplo ou até mesmo triplo: controle da inflação, nível da atividade e desemprego. Não entrega nenhum deles, e é até maldade exigir isso, tamanha confusão na definição e cobrança de suas atribuições. Inflação e desemprego em alta combinado com PIB colapsando é a combinação perfeita para instabilidade sócio-política e, sem a independência e com a inépcia da maioria dos integrantes do COPOM, os juros serão baixados na marra. Em outras palavras, o BACEN não tem mandato algum.

Não é a toa que os mercados viram um caos nessas horas, e nós também não temos uma explicação 100% satisfatória....ao menos não *ex-ante*, que é o que nos interessa para maximizar os recursos de nossos clientes.

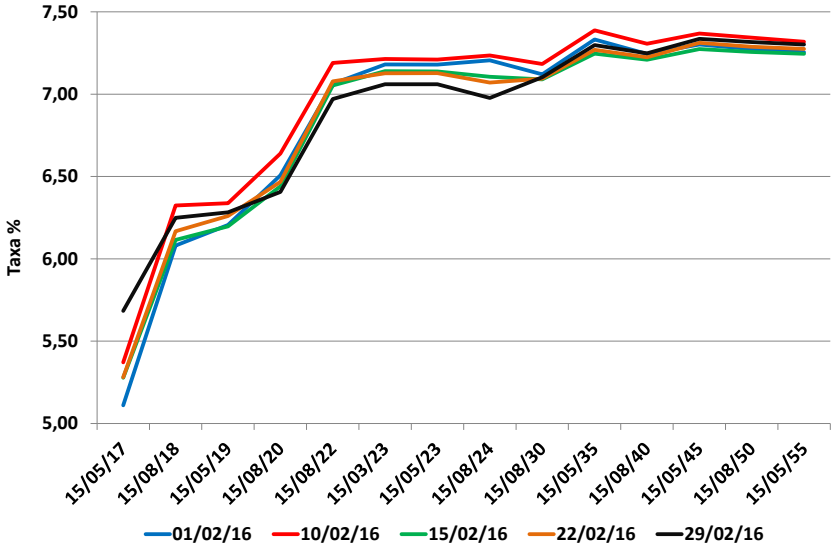
Talvez nossos modelos pudessem ser melhorados utilizando a Teoria do Caos...pensando melhor, esqueça! Não se aplicaria mesmo a essa turma que lá está decidindo no BACEN, ou da mente da pessoa que manda neles.

# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



## Mercados - Câmbio

Com exceção dos movimentos pontuais, após os rebaixamentos do *rating* do Brasil pela S&P e Moody's, a cotação do real foi direcionada pelo mercado externo.

As discussões entre os países membros da OPEP (Organização dos Países Produtores de Petróleo) com o intuito de restringir e/ou congelar a produção de forma a conter a queda do preço do barril do petróleo teve forte influência no preço do dólar em relação aos países exportadores da *commodity*. Porém, a cotação do Dólar frente ao Real será, dentre outras coisas mas principalmente, reflexo do desempenho da moeda americana como um todo, dependendo da condução da política monetária pelo Federal Reserve (FED) e da saúde das economias americana e chinesa.

O Dólar passou a ser o grande X da questão. Se por um lado o Real desvalorizado fomenta resultados positivos na Balança Comercial (como comentado anteriormente), a volatilidade cambial trás incertezas para o mercado e o lado real da economia, e o eventual aumento da cotação do dólar é combustível para uma inflação à beira dos dois dígitos. E o que faz a Política Cambial do BACEN? Qual é a taxa de câmbio de equilíbrio e, na verdade, de qual equilíbrio estamos falando?

Pelas nossas reavaliações, o FED deve continuar a elevar seus juros em 2016 (mas em ritmo menor), e com isso o dólar não deve se apreciar muito e a pressão cambial no Brasil deve ser reduzida – assim mostram nossos modelos quando rodados com as demais variáveis observadas. Também participam da reavaliação o aumento da percepção de risco em relação a China e Europa e a elevada liquidez no mercado internacional. A distribuição de probabilidade de cada evento e a determinação de seus impactos desenha a linha crítica de seus valores, mas a variância é muito grande.

Em estudo publicado em Janeiro de 2001 intitulado *“Por que é tão difícil de superar a previsão via passeio aleatório de taxas de câmbio?”*, escrito por Lutz Killian e Mark P. Taylor, das Universidades de Michigan e Warwick, respectivamente, descrevem que *depois de quase duas décadas de pesquisa desde o trabalho pioneiro de Meese e Rogoff em previsibilidade da taxa de câmbio, o objetivo de explorar modelos econômicos de determinação da taxa de câmbio para superar as ingênuas previsões via passeio aleatório permanecem tão vago como sempre*. Se assim o é para acadêmicos e praticantes do mercado, será que não deveria ser o mesmo em especial para os integrantes de nosso COPOM que, em regra, não são nem uma coisa nem outra?

Quanto tempo (e sobretudo dinheiro desperdiçado) será necessário para o BACEN entender que quanto menos se intrometer no mercado, melhor será o resultado? E quanto tempo será necessário para entendermos que equilíbrio estável e dinâmico é possível e depende muito mais das forças de mercado e menos da “inteligência” das autoridades?

Não é uma utopia...é possível...nós só precisamos de coragem para ousar tentar ao menos uma vez.

## Mercados - Bolsa

Depois da tempestade sempre vem a calma.... No caso da Bolsa brasileira difícil acreditar que seja por muito tempo.

Após a forte queda do Ibovespa em janeiro, o mês de fevereiro fechou com o índice em alta de 5,91%. Mudança no cenário doméstico? Não. Apenas fluxo. Continuamos com os mesmos problemas: crise política, crise econômica, crise de confiança e todas as outras já comentadas.

Como de praxe, o rebaixamento do *rating* não foi exclusivo do país, na mesma leva diversas grandes empresas com grande participação no Ibovespa tiveram a nota de crédito reduzida aumentando o custo de captação delas. Além disso, iniciou-se o período de divulgação de resultados do 4º TRI/15, os números, no geral, são bastante desanimadores. Só mesmo o fluxo de capital estrangeiro positivo na Bolsa para justificar a valorização do mês.

Mas porque teríamos fluxo de capital estrangeiro positivo se tudo anda tão ruim? O que faz os gringos pensar diferente? Será que eles não tem as informações que nós estamos vivenciando toda essa balburdia? Ou seriam os gringos mais inteligentes e perspicazes? Nada disso, muito possivelmente somente uma visão de um pouco mais longo prazo, uma conversibilidade favorável e uma redução, para alguns ativos, bastante excessiva. A evolução do Índice Bovespa em dólares pode ser um belo indicador (como temos demonstrado em relatórios recentes) de “fundo” e oportunidades. Calmaria mais prolongada? Efeito redução crise? Acompanhemos alterações de rumo e fundamentos.





# Comentário Mensal da Gestão

FEVEREIRO 2016

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)