

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

MARÇO 2016

## Comentário Mensal da Gestão / MARÇO 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.



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

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

*“There is no more dangerous menace to civilization than a government of incompetent, corrupt, or vile men.”*

*“Não existe ameaça mais perigosa para civilização do que um governo incompetente, corrupto, ou de homens vis.” (Tradução Livre)*

*Ludwig von Mises – (Economista) foi o líder da Escola Austríaca de pensamento econômico*

## Introdução

O nível de tensão no Brasil, em especial pelos eventos não-econômicos, está entrando em rota de desfecho para situação onde teremos um ponto de inflexão ou um aprofundamento da crise sem precedentes.

A inflexão dar-se-á pela saída do atual governo (não importa o caminho: *impeachment*, renúncia, novas eleições, etc.) e a possibilidade da entrada de um outro com alguma legitimidade e que realinhe interesses políticos com um plano econômico centrado na responsabilidade dos gastos, o enfrentamento dos problemas de cunho estrutural, e com aproximação à boa técnica de gestão pública. Por outro lado, o acirramento da crise provavelmente virá na ausência das alternativas anteriores, pois neste caso o que se avalia será a volta das ações de populismo macroeconômico e suas consequências de médio e longo prazos. Não se entra aqui no mérito político da situação, mas tão simplesmente na análise pragmática de seus efeitos na economia. A beleza da democracia está na alternância do poder, e não há que se esquecer que *políticos e fraldas devem ser trocados frequentemente, ambos pelas mesmas razões* (Mark Twain).

Mundo afora, para as principais economias não se vislumbram grandes alterações em relação ao mês passado. O FED (Banco Central Americano) agora coloca em cheque se o nível de 4,9% seria mesmo o de “pleno emprego” e, alinhado a postura e as últimas declarações da Presidente Janet Yellen, confirma-se um ritmo menor do aumento de suas taxas de juros. Na Europa, o BCE (Banco Central Europeu) não deve mexer em sua política monetária neste segundo trimestre (expandiu programa de estímulos duas vezes nos últimos três meses) e na China os resultados dos maiores bancos vieram com lucro muito menores, indicando, sobretudo, que empréstimos ruins se acumulam, e tornando-os em dívidas incobráveis. Para ambos o antídoto já está dado: mais incentivo do governo.

No campo político internacional, a corrida presidencial americana parece ter tomado a cena de vez. O candidato Republicano Donald Trump, odiado por muitos e com reservas até mesmo de seu partido, tem ganho espaços cada vez maiores e suas opiniões para lá de polêmicas são sua marca registrada, que encontra ambiente de propagação em vários segmentos da sociedade americana. Longe de acreditarmos que uma eventual vitória de Trump levaria a cabo todas as suas propostas (hoje muito mais um efeito de marketing), mas mesmo uma pequena parcela de suas ideias, se levadas adiante, promoverão mudanças significativas nos EUA como hoje os vemos. Talvez este o seu grande “gancho” para parcela da população que não queira ver mais do mesmo dos Democratas com adversária Hillary Clinton.

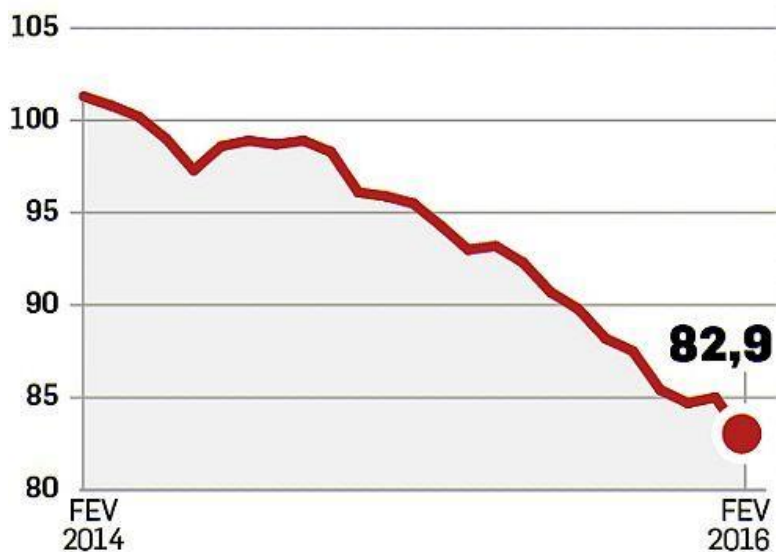
Por fim, não há como deixar de mencionar os atentados ocorridos na Bélgica e a ameaça que esta situação (e seu desenvolvimento e expansão) traz a paz entre os povos e as possíveis alterações nas relações entre países, com impactos econômico-financeiros.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,79%. S&P variou 6,60%, NIKKEI fechou em 4,57%, DAX com 4,95% e FTSE 2,80%. O Ibovespa terminou o mês em 16,97% e o IBrX em 15,47%. Máximas para DIF17 em 14,12% e DIF21 em 15,43%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,50%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,5589.

## Atividade Econômica

### ● Produção industrial do Brasil

NÚMERO ÍNDICE COM AJUSTE SAZONAL  
(BASE MÉDIA DE 2012=100)



FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

A atividade econômica este ano de 2016 muito provavelmente ficará nos níveis de 2015. Isto significa que teremos um recuo no biênio 2015/2016 em torno de 8%.

As perspectivas não são nada animadoras. Nossas projeções de taxa de desemprego chegam a impensáveis 12% ao fim do ano, inflação acima dos 8% e uma confusão gigantesca das políticas na área econômica. Tudo isso criando um ambiente de absoluta desconfiança em todos os indicadores desse segmento, com reflexos diretos na retomada dos investimentos.

A solução passa, neste momento, invariavelmente, pelo ajuste político que acaba por direcionar as projeções de forma elementarmente binária. Apenas dois cenários passam a ter real peso em suas probabilidades: o ruim e o bom, e ambos são feios. Do lado bom, uma troca da equipe econômica de forma ampla (Ministério da Fazenda, Planejamento, BACEN e adjuntos), por outra, de cunho mais comprometido com a técnica e com foco nos ajustes estruturais poderia estancar o mau desempenho atual da economia. Tão somente uma troca neste sentido já promoveria uma descompressão no mercado financeiro, e com ele uma mudança de expectativas, alteração dos índices de confiança, etc. Nada de mágico, mas um alívio...até porque apenas pelo efeito estatístico ainda teremos desempenho medíocre em 2017. Neste sentido, fecharíamos o triênio 2015/2016/2017 em algo próximo a um recuo de 10%. Do outro lado, o ruim, imagina-se a continuidade dessa equipe econômica (com a possível volta do populismo macro e microeconômico), com os efeitos mais nefastos imagináveis, onde veríamos até as eleições de 2018 o Brasil mergulhado em uma depressão, cujo alcance da retração do PIB poderia facilmente chegar ao dobro do que estaremos ao final do biênio 2015/2016.

Como se vê, tudo muito feio. Oxalá estejamos errados, mas o gráfico ao lado parece corroborar na análise acima, e pior, sem muita chance de reversão pois todos esperam uma definição política para repensar em seus investimentos.

Precisamos trocar as fraldas, urgentemente!

## Política Fiscal

Se o ajuste Fiscal é a porta de saída do inferno, a nossa realidade nos mostra que estamos nos trancando por dentro e jogando a chave fora.

Os recentes números não deixam dúvidas quanto a isso. Segundo o BACEN, o setor público consolidado (Governo Central, Estados, municípios e estatais, com exceção da Petrobras e Eletrobrás), apresentou déficit primário de R\$ 23,040 bilhões em Fevereiro. É o pior resultado para o mês da série histórica iniciada em dezembro de 2001. Mas não para por aí, o governo pediu autorização do Congresso Nacional – CN para registrar um novo déficit primário de R\$ 96,65 bilhões este ano no Governo Central. É realmente impensável tal atitude, em especial pelo momento político que vivemos ter uma aceitação do CN neste sentido...ou não? Tal medida poderia representar mais “orçamento” e recursos para os Parlamentares e com isso alguma simpatia e probabilidade de sucesso... melhor nem pensar por este caminho. Só nos lembremos que dobramos a meta!

Desde o ano passado o BACEN vem dizendo que o esforço fiscal tende a seguir o caminho da neutralidade em 2015, podendo até mesmo apresentar um viés contracionista. Não foram poucas as vezes que assim se manifestou. Entretanto, agora parece mudar de opinião. Não é para menos, pois há indícios de que o governo tem relaxado pelo lado das despesas em Fevereiro, já que houve crescimento real de 8% nos gastos do Governo Central em relação ao mesmo mês de 2015. Por outro lado, a receita bruta do Governo Central em Fevereiro continuou a despencar em praticamente todas as bases tributárias, com quedas reais no lucro (30,5%) e faturamento (13,6%) das empresas, renda do trabalho (4,4%), folha de pagamento (6,1%), transações financeiras (15,7%), impostos sobre a produção (9,7%) e sobre importações (17,9%). Ufa! Potencializado pelos dois lados.

Tudo isso resulta em piora significativa de nossos indicadores. A relação Dívida Bruta/PIB chegará ao final de 2016 em 73,2%, enquanto a Dívida Líquida (DLSP)/PIB em 41,6%, pelo cenário de mercado avaliado pelo BACEN. Estamos nos níveis do auge da crise de 2008. Nossos números projetados são ainda piores para 2016: 77,33% e 44,64% para as Dívidas Bruta e Líquida em proporção do PIB, respectivamente. As consequências desta situação são imediatas e, infelizmente, duradouras do ponto de vista de reversão de perspectivas. Em especial aqui nos referimos a novos rebaixamentos do Brasil pelas agencias classificadoras de risco – em curto prazo.

Mas se a opinião das agencias classificadoras de risco não importa para o governo, por mais incrível que pareça já que as notas se traduzem na capacidade de pagamento de um País, os efeitos internos de desorganização da economia são gigantes. E neste sentido, a necessidade de ajustes é absolutamente emergencial, pois o mecanismo de ajuste fiscal possui suas próprias defasagens entre a discussão e a adoção das medidas e seus resultados. Assim, quanto mais tempestiva for a implementação do processo de ajuste, mais rápida será a reversão para uma trajetória favorável para a dívida pública e para a retomada da confiança das famílias e empresas. Enfim, precisamos rapidamente iniciar a geração de superávits primários para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazos, diminuindo o custo de financiamento da dívida pública. Nada verossímil diante da toada que temos visto. Nas palavras do COPOM, *“Além disso, uma política fiscal mais contida repercutirá favoravelmente sobre o custo de capital de modo geral, o que, por sua vez, estimulará o investimento privado no médio e no longo prazo”*. Um tanto tardia a reação do BACEN, não? Será que o BACEN começou a trocar as fraldas? Essa trupe? Duvidoeodó!

De toda sorte, o Fiscal é um “problema” do Ministro Barbosa

# Conjuntura Internacional

Nada mais desalentador do que a sensação de fragilidade, incapacidade de reação direta e insegurança. É isso que o mundo tem vivido nos últimos meses com o retorno do terrorismo na Europa. Estes eventos, por ora ainda não-econômicos, embutem um potencial enorme de desorganização político-social e econômico caso haja uma expansão e frequência de seus acontecimentos, ou que logrem êxito de um atentado em um país de maior expressão econômica mundial. Mais do que isso, o Velho Continente já tem problemas suficientes com desemprego, economias desaquecidas, refugiados, etc., etc., e agora o fantasma do terrorismo de forma mais constante...é muita coisa para a sociedade aguentar. O conjunto da “obra” está muito ruim na Europa.

Na análise do indicadores, na Europa o PMI Industrial subiu na Itália, Reino Unido, Alemanha e na própria Zona do Euro – esta última, entretanto, com a média do 1º TRI como a menor em 1 ano. Por outro lado, caíram os PMI da Europa na França e Espanha. PPI e CPI (inflação ao produtor e ao consumidor) também caíram na Zona do Euro – um péssimo sinal para as Autoridades Monetárias de lá. Como algum alívio, a taxa de desemprego na Zona do Euro caiu, embora marginalmente, mas ao menor nível desde Agosto 2011 – 10,3%.

Na China o PMI Industrial avançou para 50,2 em Março, mas economistas alertam para fatores sazonais. Contudo, na mesma linha de expansão o PMI Serviços subiu para 53,8 – aqui incluído o varejo, aviação e software, bem como os segmentos imobiliário e de construção. De toda sorte, o PBOC deverá seguir com suas medidas de afrouxamento de política monetária, agora também com expectativas de que o chamado “financiamento social total”, um indicador de crédito que inclui empréstimos bancários e não-bancários, cresça 13%.

Nos EUA, o destaque vai para o ISM de Chicago, que subiu para 53,6 em Março ante a 47,6 em Fevereiro. Dos cinco indicadores que compõem o índice, a surpresa veio do subíndice do emprego que ultrapassou a barreira de 50 e chegou ao nível mais alto desde Abril/2015. Este destaque é importante pois sinaliza o caminho que em breve será visto para todo território americano, e com isso uma reversão (ainda que tardia) da leniência que o FED tem tratado a retomada de normalização da política monetária americana. Dos outrora imaginados cinco aumentos das taxas de juros, hoje com o discurso da Presidente do FED Janet Yellen talvez tenhamos uns dois somente. A transparência do que o FED vai fazer fica bem clara nas mensagens da Presidente, mas isso não significa que concordamos ou que estejam certos – e mais, nos serve e muito para avaliarmos os impactos e consequências para as economias globais, em especial a nossa.

Olhando um pouco para o nosso hemisfério, o Golden Boy da vez, e com todo mérito, é o Presidente da Argentina Mauricio Macri. Seu governo reuniu apoio suficiente para derrubar no Senado leis que impediam o acordo com credores que não haviam aceitado a renegociação da dívida Argentina, apelidados de “Abutres” pela administração de Cristina Kirchner. O projeto conseguiu 54 dos 72 votos. Ele também conseguiu apoio suficiente para emitir títulos no valor de USD 12,5 bilhões, com os quais pretende captar o dinheiro para gerenciar sua dívida e voltar ao mercado de crédito internacional.

Ah! Tudo isso com minoria no Congresso e o Presidente Americano dançando Tango. A inveja é uma @x%#&. Parabéns Argentina!

## Mercados - Juros

Mais uma vez o noticiário político dominou os mercados. Terminamos o trimestre sem uma conclusão sobre a continuidade ou não do governo Dilma, continuamos sem governo, sem direção, e neste segmento, como nos demais, este fato tem conturbado sobremaneira a movimentação dos ativos.

Em relação a taxa básica de juros, o presidente do Banco Central manteve o mesmo tom nas suas declarações recentes e destacou que o balanço de riscos para a inflação permanece desafiador, quadro esse que não permite que o BACEN trabalhe com a hipótese de flexibilização da política monetária mesmo com a piora das perspectivas para o PIB neste ano. O Relatório Trimestral admitiu pela primeira vez, que o IPCA deve ultrapassar o teto da meta em 2016, fechando em 6,6%. O Boletim Focus, divulgado na primeira semana de abril, ratifica as projeções do BACEN com o aumento da retração da atividade econômica em 2016 porém altera a trajetória de projeções ascendentes da inflação. Apesar de ainda estimar uma inflação acima da meta para este ano houve uma redução na margem no IPCA.

Já nós, da Planner Redwood, não concordamos com a visão do presidente do BACEN e projetamos queda da SELIC no segundo semestre de 2016 mesmo com o IPCA encerrando o ano acima do teto da meta (8,4%). O grande propulsor da redução dos preços será a recessão econômica e não a política monetária (e econômica) como conduzida até hoje. O Banco Central sozinho não consegue mais reverter o quadro inflacionário fomentado pelo Ministério da Fazenda e o Tesouro. O BACEN com sua conduta e resultados dos últimos anos conseguiu destruir quase que por completo sua reputação de guardião da moeda – sua ferramenta “comunicação”, tão importante para os Bancos Centrais, valem muito pouco e, portanto, com baixíssimo impacto no mercado. Adicionalmente, os riscos vindos da má gestão das contas públicas e da crise política ainda podem gerar um estouro nos preços dos bens e serviços. Mas tudo isso importa? Claro que não! Que sejamos repetitivos aqui: os dirigentes do BACEN não estão no comando, a Comandante em Chefe está. Ponto. Não importa, ainda, se nossas projeções dão conta da necessidade de redução da SELIC ou não. Também não importa a melhor técnica empregada pelos agentes de mercado ou as métricas tradicionais e consagradas (como Taylor) mundo afora. O que importa é o que se passa na cabeça da Presidente e sua avaliação do que é melhor para a economia. Inflação? Controle de preços. Falta de consumo? Juros baratos para fomentar. Economia não cresce? Estado indutor. Juros muito altos estamos indo para Dominância Fiscal? Ajeitamos isso: SELIC reduzida, utilizamos parte das reservas internacionais, criamos contas remuneradas para operações compromissadas...faz-se o diabo. E o BACEN, como fica? Não fica, simplesmente não fica.

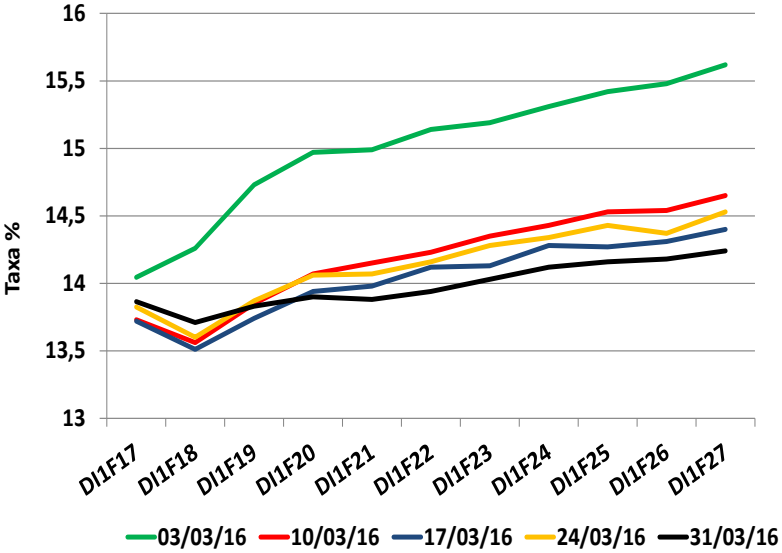
As constatações acima refletem a mais pura avaliação de como as coisas funcionam. Temos nossos modelos e acompanhamos o mercado, mas a distinção recai sempre entre o que a autoridade “deveria” fazer e o que ela “vai” fazer – nem sempre a mesma coisa. Assim, modelos formais por vezes precisam ser “calibrados” exogenamente com argumentos não-econômicos, e temos uma rota de curto prazo e ainda bem instável de como as variáveis se comportarão. Tudo muito pragmático. Neste sentido, a curva de juros neste mês teve movimento similar ao período pré-eleição. O aumento da probabilidade da troca de comando do país refletiu diretamente na redução dos prêmios negociados no mercado futuro de juros, com eventuais solavancos quando o governo conseguia um suspiro para sua continuidade. No consolidado do trimestre, houve deslocamento de redução da taxa superior a 2% ao longo da curva.

Para o horizonte relevante de nossas perspectivas, a volatilidade dos ativos continuará a se apresentar alta, e o domínio do BACEN no patamar de sempre.

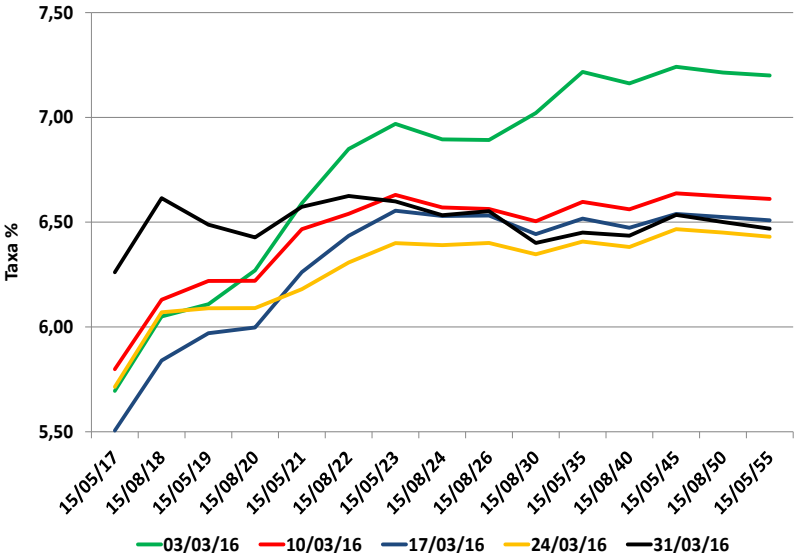


# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



## Mercados - Câmbio

A moeda americana perdeu força diante do Real desde o começo do ano, com maior intensidade em março. O Real fechou o mês com valorização de 10,57% sendo negociado a R\$ 3,5589. Pois bem é isso aí...quem em suas estimativas de início de ano, em suas mais otimistas projeções, tinha o Dólar neste patamar (e neste momento)?

Desde junho de 2013, o Banco Central intervém no mercado de câmbio, ou seja, no Brasil não temos um câmbio livre, fazendo operações de *swap* cambial (venda de Dólar). O objetivo, segundo a Instituição, é dar proteção aos expostos em moeda estrangeira (exportadoras, bancos e investidores) e, principalmente, controlar o valor (e a volatilidade!) do Dólar, de forma que a moeda americana não suba muito e não haja repasse para a inflação. Portanto, para o que o BACEN interpreta como Política Cambial, tanto em relação às operações de *swap* cambial, quanto à administração das reservas internacionais, a autarquia não visa lucro, mas fornecer *hedge* ao mercado em tempos de volatilidade e manter um colchão de liquidez para momentos de crise. Já demonstramos em outros momentos que nada disso se prova efetivo na condução dessa turma no BACEN. Pois bem, no mês de março, o Banco Central mudou de lado: passou a fazer o *swap* cambial reverso (compra de Dólar) e a reduzir a rolagem do *swap* cambial – atualmente em volume superior a USD 100 bilhões. Motivo? Janela de “oportunidade”... mesmo? para quem “cara-pálida”? Ou será que o BACEN “trabalha” com um piso para o Dólar? Uma queda forte do Dólar pode gerar estragos na balança comercial (segundo muitos economistas, a salva pátria do BP), mas por outro lado o enfraquecimento da moeda americana ajuda a reduzir a inflação. Qual será o câmbio de equilíbrio para o Banco Central olhando os dois lados da moeda? E, na verdade, qual moeda ele olha?

Mas quando a gente acredita que já temos bastante, lá vem notícias sobresdrúxulas. Discussões sobre o uso das reservas internacionais para pagar contas do governo ganharam força com a indicação de Lula para a Casa Civil, a despeito das negativas do Ministro da Fazenda e do Presidente do Banco Central – que no fundo e no limite, não contam muito. Esta atitude do governo, se levada adiante, seria mais um absurdo no contexto atual da economia brasileira, um dissenso entre o letrado e o iletrado e uma unanimidade aos oportunistas de plantão. As reservas não foram acumuladas para financiar as irresponsabilidades nos gastos do governo, e as reservas são, em última análise, nosso sustentáculo na visão de investidores domésticos e internacionais diante da crise que passamos. Caso essa ameaça se concretize, não há intervenção do Banco Central que controle a desvalorização do Real. Da posição “talvez” líquida de reserva em USD 270 bilhões um “ataque” de saída de Brasil pulverizaria essa reserva em “dois tempos” – o que parece ser grande, vira “zero-nada” rapidamente. É muitíssimo séria a proposição.

Na verdade já estamos dentro de uma catástrofe como um todo e, para uma situação dessa, faltam-nos palavras para descrever. Talvez a frase do Economista Ludwig von Mises que abre este Comentário Mensal na epígrafe do mês.

## Mercados - Bolsa

O movimento de compra de estrangeiros em março sustentou a alta do Ibovespa, que fechou o mês com valorização de 16,97%. Porém, o movimento futuro da Bolsa é tão incerto quanto a crise política do Brasil. Trata-se, fundamentalmente, das apostas dos investidores (estrangeiros, de modo geral) em uma ruptura do atual governo e com isso a valorização verificada – movimento que tem sido denominado de “rali do *impeachment*”.

Exemplo do movimento, não fundamentalista, do Ibovespa são as ações da Petrobrás. Por ter uma liquidez enorme, as oscilações que ocorreram no valor das ações, ora para cima, ora para baixo, não têm nada a ver com a realidade da empresa (altamente endividada, mal gerida e protagonista do maior escândalo de corrupção), mas embute expectativas de mudanças. A situação da empresa permite que o capital especulativo aposte nas duas pontas (compra e venda).

O setor privado produtivo brasileiro está sucateado, não há investimentos e não há perspectiva de mudanças, no curto prazo, caso se mantenha o governo atual e/ou outro com o mesmo *mind set*. O estado brasileiro cresceu tanto nos últimos anos que tomou espaço de muitos na economia privada. Enquanto as despesas do governo cresceram 6% ao ano (taxa média), a indústria amargou resultados negativos. Um país “capitalista” e do tamanho do Brasil não se sustenta tendo o setor público cada vez maior do que o privado. Talvez não sejamos ou não queiramos ser mesmo “capitalistas”.

A situação do país é desafiadora. Teremos um segundo ano consecutivo de queda da atividade e caminhamos para o terceiro ano se não houver mudanças bruscas na condução da economia. Medidas de estímulos de curto prazo, como as ventiladas pelo ex-presidente Lula, não são suficientes para recuperar a economia, será apenas mais um voo de galinha e olhe lá. A recuperação será curta ou não ocorrerá e agravará ainda mais os problemas estruturais. A grande verdade é que hoje vivenciamos uma situação binária, aqui sem cunho ideológico algum e apenas uma leitura atenta dos mercados: (i) alívio com possível recuperação com mudança do status quo ou (ii) o que “parece” barato permanecerá “barato” (neste caso, o custo de oportunidade elimina a atratividade do ativo) ou cairá ainda mais. O retorno para bolsa pode estar próximo, mas não ainda.

O resumo da ópera, já de algum tempo, inclusive, é que o Brasil vive hoje uma situação inédita: a crise política prevalece, e muito, sobre a economia. Para resolver a situação macroeconômica precisa-se antes resolver a crise política. Sem credibilidade e governabilidade, não é possível resolver a questão econômica e retomar o crescimento. Neste sentido, o Brasil foi longe demais...resolver a crise política parece ter somente um caminho na visão dos investidores, cuja avaliação está dada e em linha com Mark Twain: precisamos trocar as fraldas e os políticos de tempos em tempos.

A democracia agradece.



# Comentário Mensal da Gestão

## MARÇO 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)