

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

JANEIRO 2016

Comentário Mensal da Gestão / JANEIRO 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.

“A ironia atinge apenas a inteligência. Inútil desperdiçá-la com os que estão longe do seu alcance. Contra estes ainda não se conseguiu inventar nenhuma arma. A burrice é invencível.”

Mário Quintana – Poeta brasileiro

Introdução

O ano mal começou e já temos barulho suficiente.

Domesticamente tivemos nosso Banco Central com uma guinada colossal em relação ao que tanto se propagou e acenou em relação a subir as taxas de juros. Na última hora reverteu sua posição e manteve a SELIC inalterada em 14,25%aa, com fortíssimos rumores de que, por uma “conversa” do presidente do BACEN com a Presidente, esta o “convenceu” de mudar de ideia de subir os juros. Afundou com o pouco de credibilidade que ainda existia na Instituição. Não importa, autonomia e independência não fazem parte mesmo do receituário e portanto a exogeneidade no processo decisório do COPOM é total – nos tornamos em definitivo um barco à deriva, e pior, com um comandante e asseclas (a exceção de dois Diretores) que se submetem aos ditames da Mandatária–Mor. Assim nos parece e, por ironia do destino, vários Bancos Centrais mundo afora tem optado (neste momento) por inclusive redução de seus juros básicos (vejam todos, fomos ágeis, certos e o primeiro na “nova postura!”), como se as mazelas que ocorrem por lá fossem também as de cá – e admitindo demais Bancos Centrais estariam certos. Para uma Política Econômica que indica voltar às práticas do primeiro mandato da Presidente Dilma com a chamada Nova Matriz Econômica, o BACEN era a nossa última possível ancora...perdemos. Contudo, a possível subserviência do BACEN não é o pior de nossos males nem mesmo o mais contumaz, mas sim a burrice. Seus sucessivos e flagrantes erros não deixam dúvidas que Mário Quintana estava certo: a burrice é invencível!

No campo internacional, embora longe de nosso desempenho e expectativas, o início de ano se mostrou bastante complicado com preço do petróleo caindo, acomodação da China ainda incompleta, fraco desempenho de várias economias e também seus *policymakers* enviando sinais contraditórios as suas intensões. As respostas dos mercados tem sido implacáveis com quedas significativas, volatilidade e ansiedade crescente dos investidores de modo geral ao ponto de se questionar se estamos ao fim de um ciclo de quase 7 anos de “prosperidade” para ativos financeiros.

Assim, tanto por aqui como por lá (afinal, estamos em um mundo globalizado, certo?!) investidores precisarão controlar ansiedade e reforçar sua paciência, pois estaremos mais voláteis neste início de ano, mas não é ainda evidente que o mundo como um todo entrará em recessão e com isso mudança de postura nas políticas econômicas dos países. Contudo, é inquestionável que preços das commodities, do Dólar, e dos mercados como um todo precisam se estabilizar. É igualmente importante ver o lado real da economia emitir sinais positivos. Com este monitoramento, certas disfunções e deslocamento de mercados proporcionarão várias oportunidades...rebalanceamentos de carteiras com visão e alocações estratégicas de longo prazos são boas opções...mas, por enquanto, o ambiente exige muita precaução.

Neste ambiente, os Treasuries dos EUA fecharam o mês em 1,93%. S&P variou -5,07%, NIKKEI fechou em -7,96%, DAX com -8,80% e FTSE -12,89%. O Ibovespa terminou o mês em -6,79% e o IBrX em -6,26%. Máximas para DIF17 em 15,76% e DIF21 em 16,81%. NTN-B 2050 terminou o mês em 7,36%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 4,0428 .

Atividade Econômica

Não há dúvidas que o cenário internacional é muito preocupante, em especial com números muito menores para atividade econômica chinesa em relação ao que se crescia recentemente, 13% em 2013, 6,9% em 2015 e média projetada abaixo de 5% para a próxima década. Também somam-se a este quadro as dificuldades vividas por países desenvolvidos (Japão, Zona do EURO, etc.). Contudo, qual o verdadeiro impacto de um menor crescimento das economias do globo no Brasil? Difícil mensurar, mas o fato é que nossos desequilíbrios internos são os verdadeiros e mais importantes aspectos para nosso desempenho ruim. Nesta linha de raciocínio, somos em parte afetados pelo ciclo de crescimento econômico menor do planeta, mas acabamos por contribuir (a exemplo dos demais emergentes) para um dinamismo menor das economias, afinal as economias dos países emergentes tem hoje participação relevante no PIB mundial.

Assim, precisamos cuidar urgentemente de nossos problemas domésticos. O investimento é o que de fato importa, mas para isso temos todas as ações precedentes tanto aqui neste espaço apresentadas – o controle das contas públicas (a qualquer custo!), a credibilidade (assertividade de suas ações e propósitos) e a poupança. O ordenamento das ações está equivocado, e aliada à crise política e convicções da equipe econômica, o desespero do governo tem levado a acreditar que a retomada do crescimento econômico pode se dar por mais do que vimos no passado e fonte de TODOS os nossos problemas: políticas parafiscais, medidas de relaxamento fiscal e frouxidão na política monetária. É um risco enorme e iminente.

A governabilidade do País estará em cheque neste primeiro semestre, e com isso a total paralisação da atividade econômica – não existirá “vida” neste momento. Entretanto, somos otimistas (não muito) passada esta turbulência política – com uma definição maior de nosso futuro e portanto uma redução no ritmo de queda da atividade econômica, em especial no último trimestre do ano. Alguns pontos robustecem esta visão além do “arrefecimento” da crise política: cotação do Dólar mais acomodado, o setor externo (por consequência, também) com resultados favoráveis, e o início de concessões e privatizações em infraestrutura, dentre outros. Tudo isso combinado com um choque de lucidez e (mesmo que pequeno) espasmo de inteligência ou, ainda, ajuda divina que atrapalhe eventuais planos de retorno aos conceitos da famigerada Nova Matriz Econômica.

Contamos com tudo, até mesmo com a inação da equipe econômica caso queira voltar as práticas e ações típicas do primeiro mandato da Presidente, como o pacote de estímulos recentemente anunciado (qualquer coisa é melhor do que *aquilo!*). Os equívocos da Presidente na percepção das economias nacional e internacional são um fator importante e precisa ser minorado, dado o fato que é ela quem dará as cartas. A atração que a Mandatária tem por estímulo ao consumo e de resto o Estado como indutor da economia (via aumento de gastos) é um perigo.

Por fim, é fato que a economia global exerce influência em nossa economia, mas nem de longe se compara aos nossos principais problemas. Tem mais: se o mundo nos “atrapalha” (como costuma o governo colocar a culpa na crise internacional), melhor nos reinventarmos pois o ambiente externo não vai melhorar. Essa reinvenção não se trata de nos isolarmos ainda mais da economia global, muito pelo contrario, nos abriremos fortemente para novos investidores e mercados e atrair fluxos financeiros. Esta é a dinâmica necessária.

Política Fiscal

Mais do que olhar o passado, o que importa em economia é olhar o futuro. Mas é necessário visualizar o futuro com outras lentes, e não com a miopia interpretativa das coisas como resultou no buraco que nos metemos como observamos no gráfico ao lado.

O resultado apresentado é tão desastroso que deveria dispensar comentários e análises mais aprofundadas. Tempo é tudo que não temos para gastar, e a realidade nos esfrega nas fuças que precisamos cortar despesas urgentíssimamente. Isso não significa cortes e redução de despesas lineares, mas estudados e avaliados seus impactos de curto e médio prazos – mas deverão ser grandes e inequivocamente, e afetarão todos os segmentos. Não tem saída, e o processo será tão menos doloroso e exequível quanto antes for promovido o ajuste. O desafio será fazer, democraticamente e com firmeza, os ajustes possíveis com e sem ajuda do Congresso Nacional.

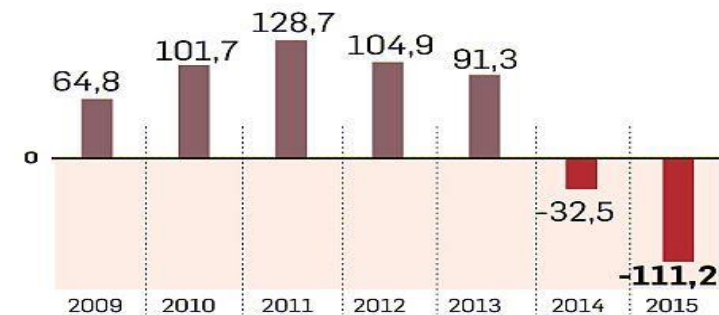
O Ministro Nelson Barbosa retoma suas ideias desde quando colaborador do ex-Ministro Mantega de implementar bandas fiscais – que não aceitou optando pela “contabilidade criativa”. Apesar de fundamentada pelo fato de um intervalo “garantir” uma responsabilidade maior de cumprimento do prometido, a ideia das bandas não passa muita credibilidade porque o que precisamos realmente são mais do que bandas e metas, e sim pisos – e pisos mínimos advindos de cortes muito fortes. Bandas se gerenciam resultados, parece uma “licença” para gastar...e a depender do intervalo...xiii...nem mesmo equilibra a relação Dívida/PIB. Melhor seriam pisos mínimos altos e escalonados ajustados para estabilização e reversão da trajetória da Dívida/PIB em até 3 anos.

Qualquer coisa diferente disso, nossa convicção é que o Brasil tomará novos *downgrades* das agências classificadoras de risco.

BURACO

● Resultado primário do Setor Público*

EM BILHÕES DE REAIS



*Governo Central, Estados, Municípios e estaduais (com exceção da Petrobrás e Eletrobrás)

FONTE: BANCO CENTRAL

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Conjuntura Internacional

A exemplo do que já acontece em alguns países como mostra o quadro ao lado, o Japão também mudou sua política de juros. Juros negativos tem uma mensagem muito simples e direta: trata-se de uma punição aos bancos que tem dinheiro e não querem emprestar aos clientes...será mesmo? Se tem uma coisa que banqueiro DETESTA é dinheiro em caixa. Rasteiramente o princípio é simples: o negócio mesmo é emprestar o que se tem e correr atrás para receber juros e principal para emprestar de novo. Portanto, se este ciclo não ocorre algo muito estranho acontece na economia...e de vários países! Dado concreto: quase 25% do PIB Global vem de economias com taxas de juros negativas. É, a turma está ficando sem munição para incentivar suas economias...

Na China, o governo continuou a ampliar os gastos fiscais em 2015 que subiram 15,8%, e suas intervenções continuam em 2016. O pouso da economia chinesa esta cada vez mais claro e assusta a todos, sobretudo pelas ações que um governo “desesperado” chinês poderá adotar.

Na Europa, o Sr. Benoît Coeuré, membro do BCE, disse que a política monetária acomodatória está funcionando. Mario Draghi, presidente da mesma Instituição, disse ao fim da última reunião do Banco, que provavelmente a acomodação monetária será ampliada na Zona do Euro em Março. Humm...alguns dados: PMI de Janeiro da Alemanha, França e Itália caíram. Reino Unido e Espanha subiram. Zona do Euro caiu. Sei...

Nos EUA, acompanhamos o FED não dar sequencia no aumento dos juros em sua última reunião. Será assim mesmo, paulatinamente...mas vai continuar subindo. Apesar do estilo *dovish* dos que por lá estão, o FED preza muito por sua comunicação e tentam guardar coerência.

Ah! O quadro ao lado ainda incomoda quando nos comparamos com demais países? Infelizmente merecemos, não é que quando alguém vira Diretor do BACEN se torna maldoso, não patriota ou amigo de banqueiros...esta é a taxa que, em regra, traduz nossa situação e necessidade...e olha que por vezes estamos no lucro!

Taxas de juros de países selecionados	
Dinamarca	Taxa de depósito: -0,65%
Banco Central Europeu (BCE)	Taxa de depósito: -0,30%
	Taxa de refinanciamento: +0,05%
	Taxa de juros de empréstimo marginal: +0,30%
Suíça	Taxa de depósito: -0,75%
	Taxa interbancária Libor de três meses (faixa): -1,25% a -0,25%
Suécia	Taxa de recompra: -0,35%
Japão	Taxa de depósito: -0,10%
Canadá	Taxa básica de juros: +0,5%
Austrália	Taxa básica de juros: +2,0%
Noruega	Taxa básica de juros: +0,75%
Estados Unidos	Taxa de juros dos fed funds: +0,25% a +0,50%
	Taxa de desconto: +1,00%
Emergentes	
Rússia	Taxa básica de juros: 11%
África do Sul	Taxa básica de juros: +6,75%
México	Taxa básica de juros: +3,25%
Indonésia	Taxa básica de juros: +7,25%
Turquia	Taxa básica recompra uma semana: +7,5%
Colômbia	Taxa básica de juros: +6,0%
Índia	Taxa básica de juros: 6,75%
Brasil	Taxa básica de juros (Selic): 14,25%

Fonte: Bancos Centrais e Dow Jones Newswires

Mercados - Juros

Perdeu-se a credibilidade por total!

A decisão, não unânime, do Banco Central na reunião do COPOM do dia 20/01/16 de manter a SELIC em 14,25% ao ano ratificou a não independência operacional da instituição. Após diversos discursos sinalizando a preocupação com a inflação corrente e o objetivo de trazê-la para a meta em 2017, sendo necessário subir juros mesmo em recessão, o presidente Alexandre Tombini deu um “cavalo de pau” no mercado. Razões para essa mudança? A não independência do BACEN em relação ao Planalto. Álibi utilizado: relatório do Fundo Monetário Internacional mostrando a realidade do não crescimento da economia brasileira. Dados do relatório indicam que o Brasil deve sofrer queda de 3,5% este ano e em 2017 deve registrar estagnação econômica.

Após a divulgação da ata do COPOM, diversos economistas alteraram as projeções de SELIC, de uma elevação em 2016 para manutenção ou queda. Projeções que devem ser mantidas caso não haja alteração na condução da política monetária. Vale lembrar que os diretores do BACEN tupiniquim mudam de convicção rapidamente. O tom *dovish* da ata mostrou grande preocupação com os riscos da desaceleração da economia global e doméstica além das incertezas geradas quanto aos baixos preços do petróleo.

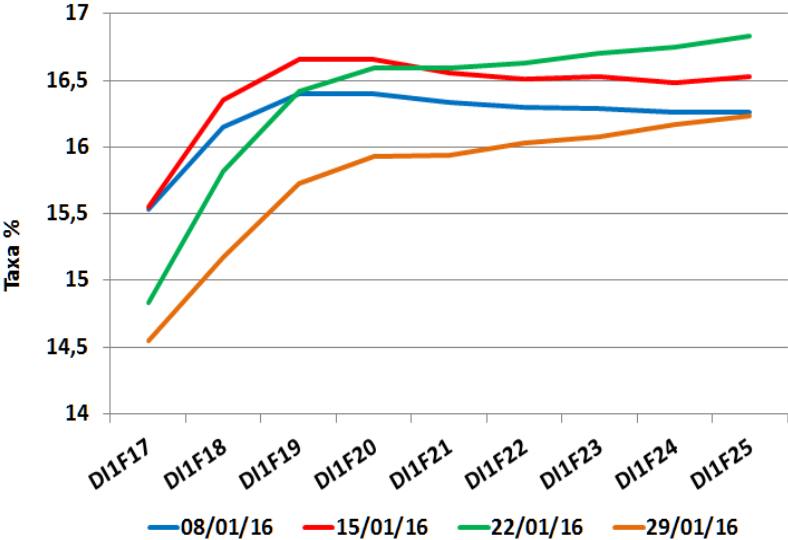
A interpretação dos mercados ao novo discurso e decisão do presidente do BACEN foi a mudança brusca na movimentação das taxas no mercado futuro de juros. Os contratos com vencimento até janeiro de 2017 retiraram a alta de juros projetada para o ano. Antes da reunião precisava-se elevação de até 0,5% na taxa. Por consequência, os contratos de mais longo prazo tiveram os juros elevados, resultado da deterioração do cenário.

A máscara do compromisso com um ajuste necessário caiu com a desistência do Banco Central em elevar a taxa de juros. Recuperar a confiança e a competência esperada do BACEN para qualquer atitude sua não está nem mesmo nos planos. A potência da própria Política Monetária, após o lamentável episódio de “interferência” (no mínimo tácita), diminuiu significativamente. Não se pode esquecer que uma das responsabilidades das autoridades monetárias, em especial sob regime de metas de inflação, é “controlar” as expectativas dos agentes econômicos por meio de comunicados claros, reais, objetivos, técnicos e independentes. No fundo, mais do que um “cavalo de pau” no mercado, o BACEN traz agora também um “freio de arrumação” em que todos começam a se acomodar.

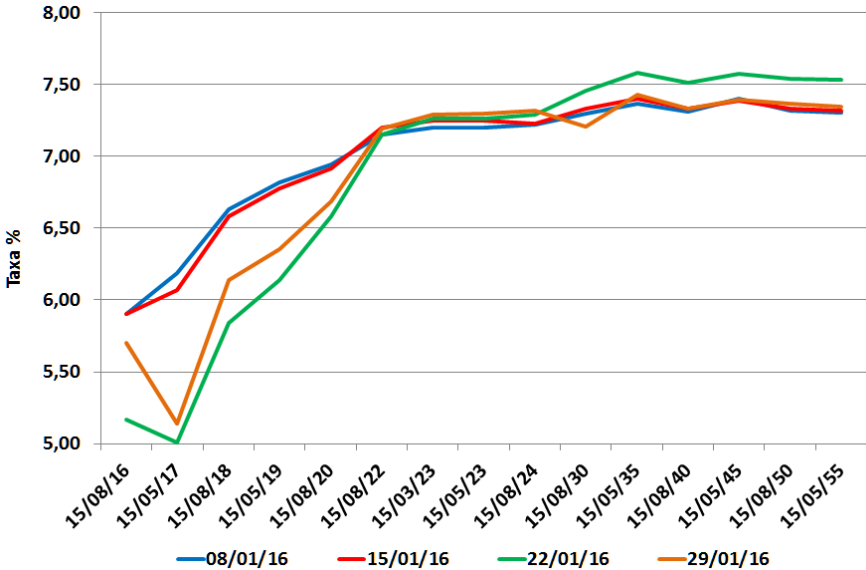
Na verdade, ficou mais fácil prever os movimentos (ou não!) do BACEN. Podem os Diretores dissidentes se debaterem o quanto quiserem, tornar as alternativas as mais distintas imagináveis, ou seja, podem transformar o COPOM em um processo de simulação estocástico, mas cujo resultado convergirá para a média. Sabem qual é a média? Aquela que melhor convier ao Planalto e a Comandante Chefe. Salve-se quem puder!

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



Mercados - Câmbio

O dólar atingiu, em janeiro, a marca de R\$ 4,17! A maior cotação desde o início do Plano Real.

Este valor foi atingindo no dia seguinte a reunião do COPOM que frustrou as expectativas do mercado. Muitos estavam posicionados na alta da Selic e foi preciso ajustar posição fazendo o dólar bater a máxima logo no início do pregão. Entretanto, ao longo do dia o preço foi se ajustando. No mês a moeda americana fechou com alta de 3,53%, a R\$ 4,04.

A piora no campo político, a revisão da meta fiscal, fuga de capitais e a possibilidade de utilização das reservas internacionais podem levar o país a um novo rebaixamento. Esses fatos trarão grande volatilidade ao mercado de câmbio. E como já verificado em 2015 (e outros anos) não serão os swaps cambiais promovidos pelo Banco Central que evitarão volatilidade e cotação da moeda. Infelizmente, o BACEN nem é mais inteligente nem mesmo mais ágil que o mercado. De fato, a solução é bem mais simples: bastava o BACEN se intrometer menos.

A Política Cambial portanto, poderia ser bem mais transparente, menos intrusiva e mais dependente de situações mais sólidas de nosso Balanço de Pagamentos, em especial a conta corrente. Em outras palavras, câmbio realmente flutuante e ao sabor das interpretações dos investidores quanto à situação das finanças do país. Bem, mas a situação não está boa no momento...deveríamos então ser mais ativos na Política Cambial? Afinal, seria uma ingenuidade imaginar que os países não dispõem de medidas preventivas para proteção de sua moeda, certo? Sim e não. Sim, todos os países tem mecanismos dessa natureza e já utilizaram em algum momento de sua história e não, não faz muito sentido esta postura pois todos países se ajustam e ao final o equilíbrio será dado por outros fatores intrínsecos de cada país – não nos esqueçamos do glorioso termo cunhado pelo ex-Ministro Mantega: Guerra de Moedas, as análises desencadeadas do assunto e o que de fato se verificou desde então.

Em termos relativos e absolutamente circunstanciais, existem várias externalidades que podem contribuir positivamente em nossa questão cambial, dentre elas as políticas de relaxamento quantitativo ao redor do mundo, as taxas de juros sobre depósitos negativas em vários países (fomenta o *carry-trade*, na verdade de baixa magnitude e efêmero), o governo Chinês que injetou mais de US\$ 15 bilhões na economia e o Banco do Povo (PBoC, o banco central chinês) que passou a cobrar compulsório sobre depósitos *onshore* em yuans de bancos estrangeiros, e até mesmo medidas extremas de controle de capitais (pois já fizeram antes! 1998 – Crise da Ásia) e desvalorização de sua moeda.

Enfim, Política Cambial como a entendemos (ou governos tipicamente intervencionistas nos querem fazer acreditar) é tão complicada como inócua. O certo mesmo seria escolher o método K.I.S.S.: *Keep It Simple Stupid*.

Mercados - Bolsa

A China não é a única culpada. A recessão brasileira deve-se primordialmente a fatores internos: taxa de inflação de dois dígitos, desequilíbrio das contas públicas, perdas bilionárias com a Petrobras por corrupção, mas principalmente má gestão, queda do crédito imobiliário, queda na produção industrial, redução dos investimentos e baixa produtividade, para citar apenas alguns dos fatores que trouxeram o Brasil para o fundo do poço. Não há dúvida: é mais fácil culpar a China e o mercado internacional.

Diferentes indicadores do varejo mostram que, em 2015, o setor viveu seu pior ano desde o início do ciclo de expansão do consumo das famílias no Brasil, há mais de uma década. E o pior, não se enxerga grandes possibilidades de recuperação em 2016, com empresários ainda receosos cortando custos e segurando investimentos - fator primordial para retomada do crescimento. Tal quadro se desenha em meio à miríade de problemas que castigam e impingem um fardo que afugenta investidores e selam nossa sorte por muito tempo.

Não há pacote ou medidas de incentivo ao crédito, como as anunciadas pelo governo, que consigam reverter o quadro de recessão e portanto sensibilizar e materializar algum efeito significativo e contínuo na economia real. Eventual disponibilidade de crédito poderá ajudar na rolagem dos compromissos das empresas podendo evitar um aumento maior da inadimplência no curto prazo, mas é absolutamente insuficiente para a retomada do crescimento e conseqüente valorização das ações.

A Bolsa voltou no tempo, em janeiro o índice foi negociado nos mesmos níveis de 2009. Sem fazer conta, a percepção é de que a bolsa brasileira está barata, ainda mais se considerar a desvalorização do real frente ao dólar. Porém, o risco parece alto. Pesa sobre o índice as empresas que dependem do preço das commodities e as ações das empresas estatais. Ainda não se consegue prever a amplitude dos efeitos da operação Lava Jato, sabe-se apenas que por envolver as principais empresas do país acaba por atrasar a volta do crescimento e do investidor de longo prazo.

Ao fim e ao cabo, resguardadas as características próprias dos exageros momentâneos do mercado financeiro, a bolsa reflete as condições da economia e esta hoje é muito afetada pela crise política. Assim, a boa notícia é: com o arrefecimento da crise política e a tradicional precificação antecipada dos mercados financeiros, será possível ver uma correção bastante significativa. Tanto melhor e mais duradoura se, com uma solução política aproveitarmos para o realinhamento econômico. Os gringos chamam a isso de *wishful thinking*.

Enquanto isso, o índice Bovespa fechou com queda de 6,79%.

E só não foi pior devido a forte recuperação pontual no último pregão do mês.





Comentário Mensal da Gestão

JANEIRO 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

www.planner.com.br