

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

SETEMBRO 2015

## Comentário Mensal da Gestão / SETEMBRO 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.



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

*“There are two problems in my life. The political ones are insoluble and the economic ones are incomprehensible.”*

*“Existem dois problemas em minha vida. Os políticos são insolúveis e os econômicos são incompreensíveis.”*

*Alexander Frederick Douglas-Home – Ex-Primeiro Ministro do Reino Unido*

## Introdução

Aos poucos o Governo Federal entregou os anéis, os dedos, as mãos... agora entregou a cabeça. E ainda não é tudo!

A reforma nos Ministérios e as indicações dos novos Ministros do Governo foram o ato final de capitulação de quem está absolutamente perdido entre seus problemas políticos e econômicos. A fragilidade extrema e o desespero do Governo levaram a uma tomada de decisão que transformou tudo como um grande balcão de negócios, onde a moeda de troca pelas indicações políticas pretendem ver revertidas as dificuldades, em especial aquelas que afetam a reorganização das finanças públicas. Ledo engano, o maniqueísmo político do Governo e de seu partido parece tê-lo condenado irremediavelmente...são tantas as trapalhadas cometidas com tantas ações nefastas nos campos político e econômico que a recuperação da principal ferramenta de gestão tornou-se praticamente inatingível: a confiança se foi!

Entretanto, como em política *tudo pode* e a esperança é sempre a última que morre, esta “entrega” parece ter sido a (única) saída possível para ajustar o que somente a política poderá nos ajudar (com este Governo) na economia. O grande problema do fatiamento político é que a Presidente, na prática, não estará mais no comando e portanto possivelmente em cheque a sua já tênue credibilidade ao ajuste econômico mais ortodoxo. Sim, a política econômica (*mind set* do Ministro Levy) implementada e já se esfacelando nos últimos 3 meses com “auxílio” dos demais membros da equipe econômica, não representa o verdadeiro DNA e “pensamento lógico” do mandato Dilma I. Na verdade, aos olhos de quem observa é quase um estupro. Enfim, assim como para Sir. Alec Douglas a situação parece insolúvel politicamente, e incompreensível economicamente. Sem saída.

No lado internacional, a China continua a ser potencialmente o maior perigo, a ponto de ser mencionada sua situação nos comentários do FED. Isto nos faz repensar não somente os impactos diretos da desaceleração chinesa nos países emergentes, mas sobretudo no grau de sua importância para a economia americana – talvez maior que os atuais modelos sugerem, frente ao posicionamento do FED. No campo político, a escalada das tensões e bombardeios na Síria (colocando EUA e Rússia teoricamente em lados opostos – ambos querem o fim do ISIS, mas Rússia apoia Presidente Assad e EUA não) pode se tornar mais do que uma questão isolada e geopolítica, mas não por enquanto.

Desta forma, enfrentando nossos problemas domésticos e contando com a “sorte” que os externos estão “represados” (aumento taxas de juros FED ainda não ocorreu), o Governo acredita ganhou algum tempo, um alívio. Infelizmente, parece mais a calma que antecede a tempestade. A tempestade perfeita a que já nos referimos neste espaço. Os primeiros sinais do fim da calma será com a substituição do Ministro Levy e com ele o pouco que resta dos vestígios de uma política econômica que poderá nos salvar do desastre da malfadada Nova Matriz Macroeconômica do Dilma I.

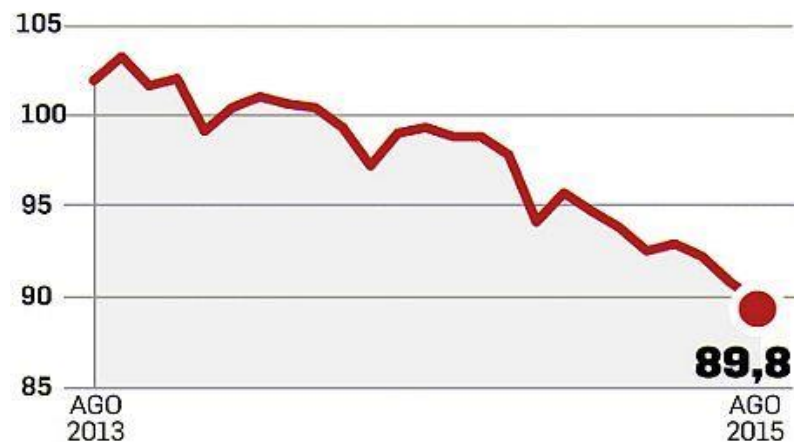
Neste ambiente, os Treasuries dos EUA fecharam o mês em 2,06%. S&P variou -2,64%, NIKKEI fechou em -7,95%, DAX com -5,84% e FTSE em -2,95%. O Ibovespa terminou o mês em -3,36% e o IBrX em -3,11%. Máximas para DIF16 em 14,86% e DIF17 em 16,55%. NTN-B 2050 terminou o mês em 7,33%, e o dólar (Ptax venda) a R\$ 3,9729.

## Atividade Econômica

### MAIS UM RECUO

#### ● Produção industrial do Brasil

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



FONTE: IBGE

A atividade econômica anda realmente muito em baixa e já empurra o início de uma retomada mais consistente somente em 2017. Para 2015 as previsões de mercado rondam -3% e as nossas não fogem muito deste patamar, -2,91%.

A recessão que estamos passando atinge vários setores da economia, mas o quadro ao lado parece assustar um pouco mais – a produção industrial do Brasil despencou de Agosto 2013 a Agosto 2015. Ademais, os dados iniciais de Setembro não mostram reversão. Na verdade, produção industrial de Agosto caiu 1,2% em relação a Julho e 9,0% em relação a Agosto do ano passado. Em 12 meses, o recuo é de 5,7%. Não é pouco, sobretudo para um setor que obteve tanta “atenção” do Governo no período Dilma I.

O fato é que a falta de confiança que permeia todo o tecido empresarial, o rombo das contas públicas, as políticas desconcertantes para o setor e todo o ambiente ruim retroalimenta a ciranda e bloqueia qualquer iniciativa de avanço. Mas não, não estamos em uma situação de quem vem primeiro, como o caso da galinha e do ovo. Não mesmo. A nossa única saída é a retomada do crescimento econômico via ajustes das contas públicas. – e isso não quer dizer que estamos sob dominância fiscal – Políticas Monetária e Cambial ainda têm seus efeitos e funções importantes. O equilíbrio fiscal restabelece a crença de solvência do país e com isso a confiança e o reinício dos investimentos. Assim vem o crescimento e com ele a arrecadação, e o setor da indústria é muito importante neste processo.

Precisamos somente ficarmos muitíssimo atentos, pois a fragilidade do Governo expõe suas fissuras e abre espaços para propostas e alternativas (ideologicamente oportunistas e populistas) que nos remetem ao gerenciamento macroeconômico período Dilma I, fonte de todos os atuais problemas. Uma dessas propostas é o intitulado programa “Por um Brasil Justo e Democrático – Mudar Para Sair da Crise” elaborado pela Fundação Perseu Abramo e outros. Não dá pra retroceder agora!

## Política Fiscal

De tempos em tempos aparece uma palavra, uma frase da moda potencializada pela mídia. E tem sempre alguém para revesti-la de argumentação técnica ou associar estudos que possam fazer sentido ao novo diagnóstico: o termo da vez é Dominância Fiscal. O tema é importante, estudado de forma profunda (mas nem sempre com resultados que tragam unanimidade), por economistas renomados e com vários artigos publicados – inclusive para o caso “Brasil”. Infelizmente, como de resto quase tudo nesta seara, o assunto foi trazido à baila e de forma açodada e afirmações peremptórias já tem sido dadas sobre o “fenômeno” – o problema é: vamos devagar com o andar. Analisemos um pouco mais detalhadamente o assunto:

Na literatura econômica o debate se insere sob os conceitos de “Dominância Fiscal (DF) vs Dominância Monetária (DM)”, muito bem explicitados no estudo de Gadelha & Divino (2008), que descreve sob três visões:

*I - A visão tradicional é apresentada por Sargent e Wallace (1981), em que o regime de dominância monetária é aquele em que a autoridade fiscal passiva gera um superávit primário compatível com a estabilização da relação dívida/PIB, de modo que a autoridade monetária ativa não é forçada a monetizar a dívida pública, mantendo o controle do nível de preços determinado pela demanda e oferta de moeda. No caso oposto, o regime de dominância fiscal é aquele em que a autoridade fiscal ativa gera superávit primário independente da necessidade de estabilização da relação dívida/PIB, e a autoridade monetária passiva perde o controle do nível de preços por ser forçada a gerar as receitas de senhoriagem necessárias à solvência do governo. E a inflação, ainda que motivada por desequilíbrios fiscais, é vista como um fenômeno monetário.*

*II - A segunda visão fundamenta-se nas contribuições de Cochrane (2001), Sims (1994) e Woodford (1994, 1995, 2001), em que a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP) postula o papel da política fiscal na determinação do nível de preços. No regime fiscal Ricardiano (ou regime de dominância monetária), os superávits primários são gerados para assegurar a solvência fiscal para qualquer trajetória que o nível de preços possa tomar, e os preços são determinados segundo a visão tradicional. Por outro lado, no regime fiscal não-Ricardiano (regime de dominância fiscal), os superávits primários são gerados arbitrariamente, sem a preocupação de se manter a trajetória da dívida pública constante. O nível de preços é ajustado para satisfazer o valor presente da restrição orçamentária.*

*III - A terceira visão é baseada no estudo de Blanchard (2004), que elaborou um modelo estrutural em que a política monetária restritiva provoca dinâmicas explosivas da dívida pública sob um regime de metas de inflação e buscou na evidência empírica brasileira de 2002 e 2003 a corroboração de seus argumentos. Afirma que um aumento da taxa nominal de juros em resposta ao aumento da inflação acima da meta estipulada aumentou não só o estoque da dívida pública para além do seu limite sustentável, por meio do impacto sobre o serviço dessa dívida, mas também a probabilidade de default e os prêmios de riscos, levando a uma fuga de capitais externos e a uma depreciação do real, ao invés de uma apreciação.*

Enfim, como se pode verificar, as afirmativas que lemos em jornais e revistas a respeito do assunto não poderiam ser tão diretas e objetivas assim. Dependem de inúmeras outras variáveis e situações. Apesar disso, o que se entende das declarações é que as Políticas do BACEN já não surtem o efeito desejado. Em outras palavras, sob o regime de DF o Banco Central seria forçado a agir a reboque da autoridade fiscal – Congresso, Ministérios, etc. Não é bem assim não.

## Conjuntura Internacional

A China tem cada vez mais tomado a cena na conjuntura internacional.

Na verdade, a polarização das discussões tem-se dado na evolução da economia chinesa e na política monetária do FED (Banco Central Americano). Com base nestes dois tópicos, deflagram-se inúmeras análises de possíveis impactos nas demais economias do globo.

As medidas já em curso de flexibilização das políticas monetárias e fiscal ainda não se mostraram “competentes” para reversão do quadro de deterioração da economia chinesa. Os últimos dois meses seguidos foram de contração no setor industrial, o que sinaliza um recuo no 3º TRI para algo como 6,4% de crescimento – projetando-se, para 2015, um crescimento não superior a 6,8%. Para o ano que vem projetamos 6,3% - definitivamente uma redução significativa em relação ao crescimento verificado em 2014 (7,3%), porém muito longe dos cenários hoje traçados por varias consultorias especializadas que preveem crescimento da ordem de 3% a 4%. Este, um cenário não de *hard-landing*, mas de verdadeiro *free-fall*. Apesar de não constar de nosso cenário base, entra em certa medida em nosso cenário probabilístico por fazer parte dos cenários plausíveis mais pessimistas (muito decorrente das considerações do FED para a China em particular). Neste caso, as consequências são muito mais contundentes para países emergentes e também para alguns desenvolvidos com forte relações comerciais com a China.

Assim, do outro lado do mundo, temos a economia americana que vai bem e deve registrar crescimento perto dos 2,8% e *pleno* emprego (5%). O presidente do FED de São Francisco, John William, reiterou sua crença de que o Banco Central Americano eleve suas taxas de juros ainda este ano, uma vez que o mercado de trabalho está perto do pleno emprego. Disse: “Espero que alcancemos o máximo emprego num futuro próximo e a inflação irá gradualmente se mover rumo à meta de 2%“..., e continuou... “Neste contexto, fará sentido abandonar gradualmente os estímulos extraordinários que temos aqui”. Ainda, a baixa inflação ao seu ver se mostrará transitória. De fato, como temos abordado neste espaço, a única das variáveis (“definidas” desde Ben Bernanke) que não atingiu ou mostrou dinâmica a atingir sua “meta” até este momento é a inflação. Ainda assim, cabe argumentações quando se calcula a chamada *core inflation* (que se exclui preços de energia), fazendo a inflação dos últimos 12 meses passar de 0,2% para 1,8%.

De toda sorte, o FED não tem mais “desculpas” para retardar a normalização de sua política monetária – e assim ficou entendido do discurso de Janet Yellen no dia 24 passado na Universidade de Massachussets. Nós da Redwood, continuamos acreditando no aumento das taxas de juros do FED a cada nova reunião. Em linha com nossa visão está também o Professor de Economia de Harvard Martin Feldstein, que julga que o FED precisava de uma explicação além das condições domésticas dos EUA: “acharam” a China. Esta a linha tem nos preocupado, mas o Professor parece apresentar argumentos sólidos em seu recente artigo (The Chinese Economy and FED Policy) que, dentre outros, menciona que nas contas dos EUA as importações da China somam apenas 8%, e as exportações americanas para a China representam menos de 1% de seu PIB.

Curiosíssimo! Por que então FED? Será que o Banco Central Americano esta vendo algo e nós não? Não importa, continuamos analisando e monitorando.

## Mercados - Juros

Vamos ficar com saudades de 2008...

Foi neste ano que o Brasil adquiriu o grau de investimentos e passou para outro patamar dentro do grupo dos emergentes. Porém, a alegria durou pouco. Não fizemos o dever de casa na época da bonança e agora perdemos o selo de bom pagador pela agência de classificação de risco Standard & Poor's (S&P) agravado pela crise política que vivemos. A gota d'água para a alteração na nota de crédito do país foi a apresentação ao Congresso Nacional da proposta orçamentária para 2016 com um déficit de R\$ 30 bilhões nas contas do Governo, algo inédito, nunca imaginado até então. Resta nos agora esperar o próximo rebaixamento para termos uma saída maciça de recursos do país. Infelizmente, será virtualmente inevitável. Consequência imediata e duradoura: prêmios mais altos, prazos mais curtos e volatilidade.

Ordens de *stop loss* e acionamento do *circuit break*, comuns na renda variável, ocorreram no mercado de juros e câmbio no mês de setembro. No mercado de juros a volatilidade foi tão elevada que no mesmo pregão os negócios pararam em função de altas e baixas intensas. O ambiente de pânico do mercado foi contido com a intervenção conjunta do Banco Central e do Tesouro Nacional.

O BACEN interveio no mercado de câmbio e o Tesouro teve papel ativo no mercado de juros cancelando leilões de papéis prefixados, aumentando o estoque da dívida em papéis pós fixados e até mesmo atuando como "*market maker*" na compra e venda de NTN-F. Os papéis prefixados chegaram a ser negociados com taxas superiores a 17% aa enquanto a taxa básica da economia é de 14,25% aa.

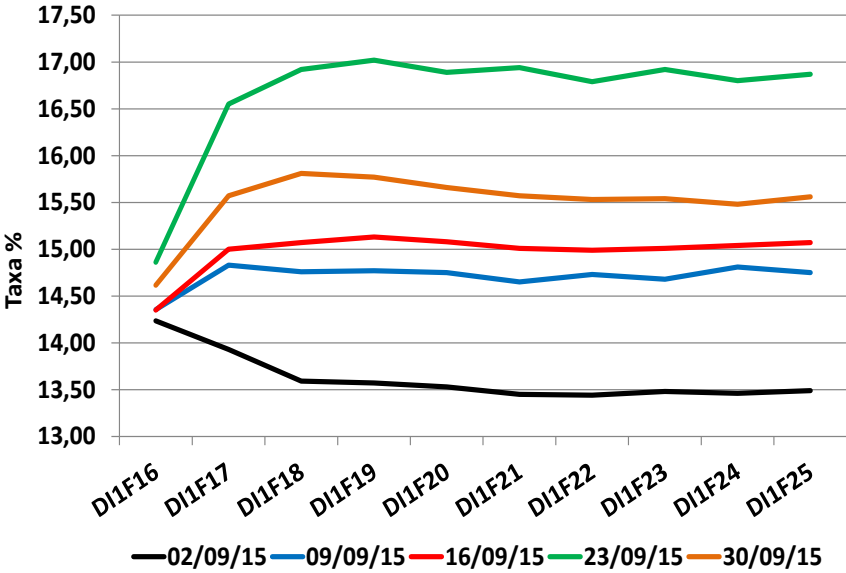
A inclinação negativa da curva de juros (verificada na primeira semana no mês), tida como uma espécie de medida de confiança na economia do País, deixou de existir, mostrando a deterioração da percepção sobre o Brasil. A inversão da curva ocorreu após a reunião do COPOM, que manteve a taxa Selic em 14,25%. Ademais, os sucessivos sinais de piora da economia brasileira e o impacto do dólar sobre a inflação comprometeram, ainda mais, a estratégia do Banco Central de convergência para a meta em 2016 e adiante. Para quem não acredita em Dominância Fiscal, pretende ancorar expectativas inflacionárias mais adiante e não segue estritamente o ano-calendário, talvez fosse o momento de sinalizar contundentemente e mostrar suas ferramentas disponíveis de aperto monetário. Se se mostra sem blefe e não hesita quando de fato a necessidade se apresenta, o mercado "obedece". A comunicação do BACEN é uma "arma" poderosíssima da autoridade monetária, porém não aceita posturas vacilantes ou contraditórias.

Os momentos de realizações no mês vieram das tentativas do Governo de reverter a crise fiscal e política. No meio do mês o governo anunciou um novo pacote de ajuste fiscal. Lembram do superávit de 0,7% do PIB para 2016? Pois é, o Governo voltou atrás e refez os cálculos de forma a atingi-lo. Porém, não será fácil, visto que grande parte das receitas virão da CPMF que depende de aprovação no Congresso. Mais uma batalha entre Executivo e Legislativo, visto que deputados e senadores mostram-se contrários a recriação da contribuição. As intenções são positivas, difícil é a execução, sobretudo depois da presepada do PLOA deficitário. E o BACEN com isso, não é independente? Nem tanto, como a Política Fiscal não parece seguir para o campo da neutralidade (como dizia Presidente Tombini seguiria) e também parece não existir impulso fiscal (ao menos não o esperado), *sobra* para a política de juros...será? Crescem os pitacos de que a Política Monetária perdeu sua força, não mexe mais nas expectativas e só aumenta o serviço da dívida. Tá vendo? Temos muito a combater. Valei-nos Santo Tombini!

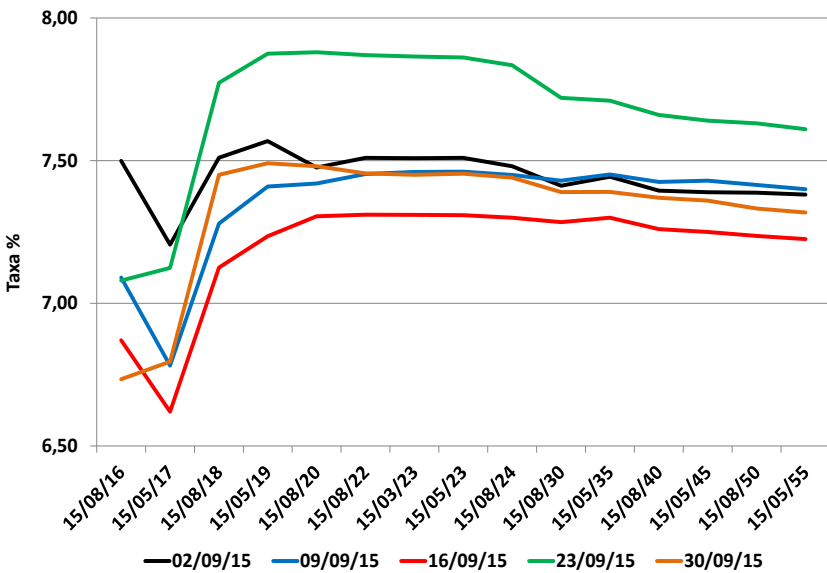


# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



## Mercados - Câmbio

E o dólar venceu a barreira psicológica dos R\$ 4,00... valorização de mais de 9% no mês, 28% no trimestre e quase 50% no ano! Maxi ou o que?!

O mês iniciou com zeragem de posições, incertezas sobre a continuidade do Ministro Levy no cargo e o aumento da aversão ao risco, culminando na perda do grau de investimentos do Brasil pela agência S&P. Demorou! As demais virão, uma simples questão de tempo – e pouco tempo.

Se por um lado a notícia fez com que Planalto, Ministros e Congressistas começassem a falar a mesma língua, por outro trouxe mais volatilidade ao mercado – claro, o ritmo, padrão e nível de deterioração tornaram-se galopantes. Para conter a valorização do dólar, o Banco Central voltou a fazer leilão de linha injetando dólares no mercado. A instituição fez mais de 10 intervenções no mercado depois do rebaixamento do Brasil para grau especulativo, mesmo com as entradas mais fortes no mercado não conseguiu conter a moeda. Nem conseguiria, o “ataque” não foi meramente especulativo, mas uma combinação dessa com efetiva confirmação de fundamentos cada vez piores. Essas intervenções foram feitas por meio de contratos de *swap* cambial, que são operações equivalentes à venda de dólar no mercado futuro, e de leilões de linha, que são contratos de venda de dólar com o compromisso de recompra no futuro. Apesar de trazer um alívio, momentâneo para o mercado, essas operações foram um retrocesso no desmonte gradual de *swap* que o BACEN vinha realizando. Na verdade, a ideia de um dólar flutuante exige que o conjunto da política econômica seja uníssono e alinhado ao *mind set* original de qualquer Chicago Boy...e isso,nós não temos. Uma coisa é certa: a conta está saindo cara para o BACEN!

E as reservas internacionais de US\$ 370 bilhões não deveriam ser utilizadas nestas situações? Talvez, dado que não fazemos o dever de casa como um todo (em boa parte alheio a vontade do BACEN) e também não temos consistência de uma política cambial...em verdade, a resposta seria afirmativa se a nossa crise não fosse primordialmente política e de confiança (com origem seminal na política macroeconômica dos últimos anos).

Neste ambiente, afloram sugestões das mais variadas, inclusive de abandonar o regime de metas de inflação e adotar banda cambial flutuante – mesmo que momentaneamente (ver <http://blogs.piie.com/realtime/?p=5172>). E se o abandono do sistema de metas de inflação e a adoção do regime cambial de bandas flutuantes falhar? Não tem importância, recorreríamos ao controles de capital. Sério? O presidente do PT e coordenador da campanha da Presidente Dilma deve estar feliz com a ideia, pois afirmou em meados do ano passado “*É preciso conter o investimento meramente especulativo e isso se faz com o controle apropriado do capital*”. De novo, a vulnerabilidade que estamos nos sujeita ouvir aberrações dessa natureza.

Apesar da moeda americana ter sido negociada acima de R\$ 4,20 ao longo do mês, no fechamento do trimestre, a cotação do dólar ficou em R\$ 3,97. Como se pode observar, se o mercado de fato demandar dólares, precisaremos mais do que R\$ 370 bilhões – precisaremos da ajuda do FED e do Bundesbank juntos na empreitada.

## Mercados - Bolsa

Mais um mês no negativo... O Ibovespa fechou setembro com queda de 3,36%.

Em todos os mercados a palavra que melhor definiu o mês foi volatilidade. Incertezas com a política e a economia brasileira, expectativas de alta dos juros nos Estados Unidos e apreensão com desaquecimento na China dominaram os mercados – com impactos diretos na Bolsa brasileira.

O grau de confiança no país caminha ladeira a baixo. Como investir e empreender num país com contas públicas descontroladas, recessão, desemprego crescente, inflação quase em dois dígitos, confiança abalada, dentre outros aspectos negativos. E o que falar do mercado de capitais? Há quanto tempo não temos um IPO na Bovespa? O último anunciado, abertura da Caixa Seguros, foi adiado por condições de mercado.

De forma pontual, no último pregão do mês, o anúncio da alta da gasolina e do óleo diesel pela Petrobrás tirou um pouco da pressão sobre o ativo e fez com os papéis da empresa tivessem forte valorização. A medida reforça o caixa da empresa e reduz a necessidade de o governo ter que socorrer a companhia mais à frente. Por outro lado, o endividamento em dólar da Petrobras e de outras empresas irá prejudicar o balanço do 3º trimestre.

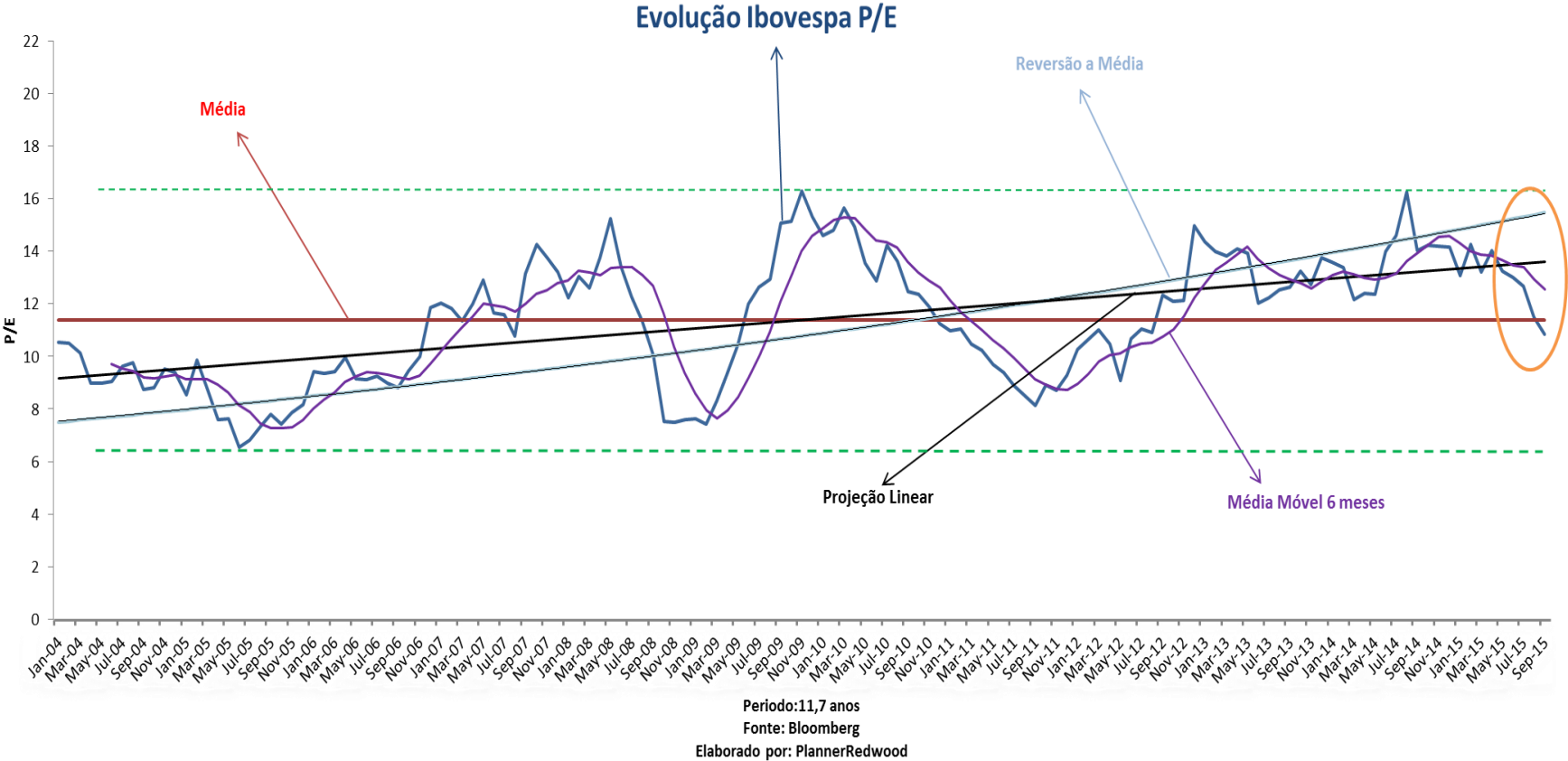
Pelo lado externo, conforme comentamos, a China voltou aos noticiários e com isso a volatilidade. Dados mais fracos dos indicadores de atividade mostrando desaceleração da economia chinesa refletiu nos preços do minério de ferro e dos produtos siderúrgicos. O próprio FMI alertou que uma desaceleração mais forte do gigante asiático representa um "choque potencial" para a economia mundial e tem importante capacidade de contágio internacional. Aliviando um pouco essa situação no mercado acionário, a sinalização do FED que os juros somente deverão subir no final do ano, empurrou para frente as preocupações do mercado...será mesmo?

Os próximos dois slides mostram, respectivamente, duas análises que podem ser muito úteis na avaliação do momento em que estamos e o *timing* de investimentos. Comumente apresentados, estes gráficos exigem estudos mais elaborados e em conjunto com demais variáveis econômicas, tanto domésticas como internacionais. São eles:

I – Evolução do Preço/Lucro (P/L) do Ibovespa – O índice demonstra o tempo de retorno do investimento por pagamento de Juros. Normalmente P/L mais baixos indicam boa oportunidade enquanto os mais altos preços mais elevados.

II – *Investment Clock* (Relógio de Investimentos) – Demonstra genericamente (e em regra), quais investimentos seriam mais adequados para cada momento econômico identificado

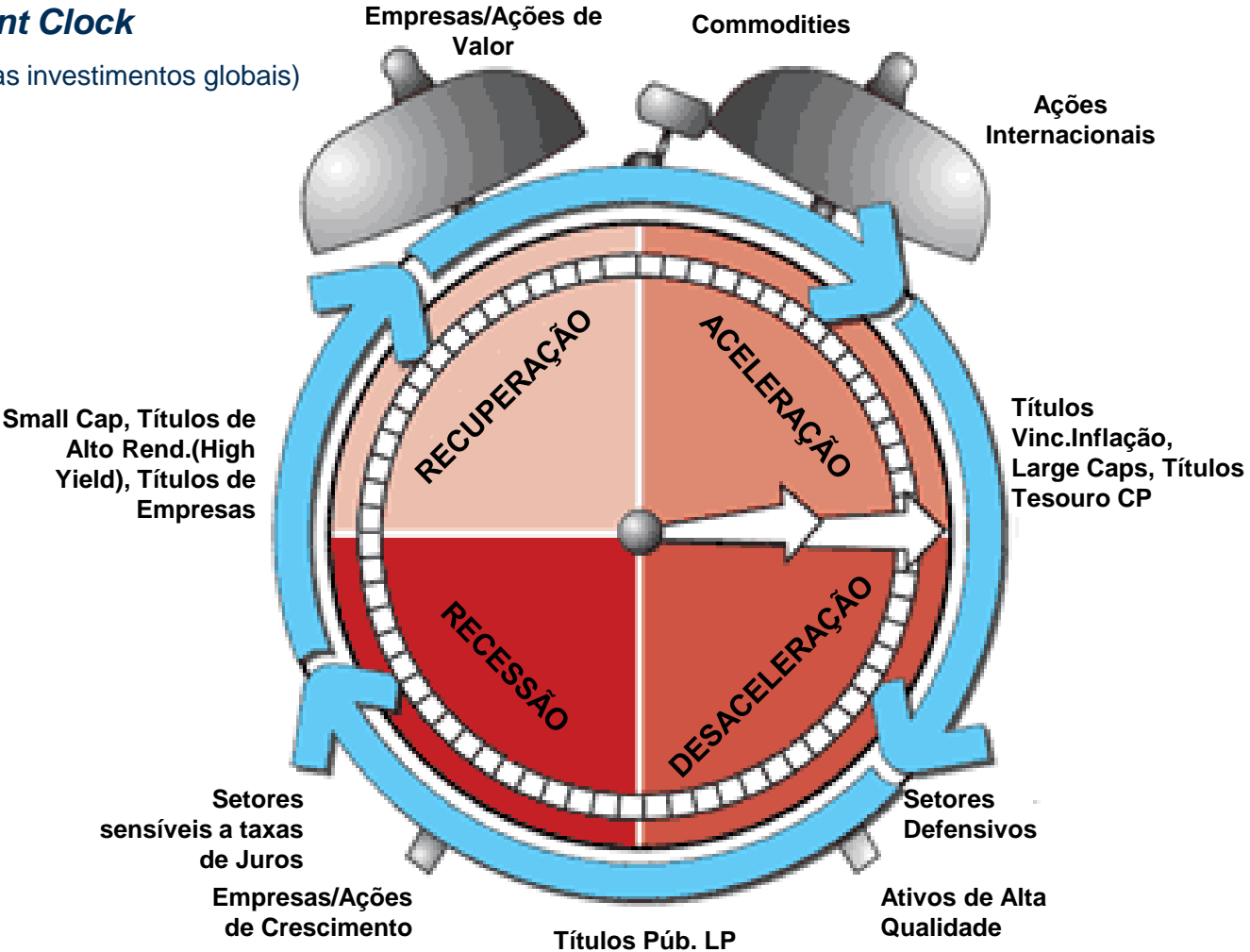
# Mercados - Bolsa



# Mercados - Bolsa

## Investment Clock

(para carteiras investimentos globais)



OBS: Elaborado pela Planner Redwood, com fonte Meryl Lynch



# Comentário Mensal da Gestão

## SETEMBRO 2015

Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3900 – 10º andar

CEP 04538-132 São Paulo – SP

Tel. +55-11-2172.2600

Fax. +55-11- 3078.7264

[redwood@planner.com.br](mailto:redwood@planner.com.br)

[www.planner.com.br](http://www.planner.com.br)