

The logo for 'planner' is displayed in a white, lowercase, sans-serif font. To the right of the text is a stylized icon consisting of two vertical bars of varying heights, connected at the top by a curved line, resembling a double 'N' or a stylized 'P'.

planner 

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

Maio 2017

## Comentário Mensal da Gestão / MAIO 2017

### 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.*

*“De tanto ver triunfar as nulidades, de tanto ver prosperar a desonra, de tanto ver crescer a injustiça, de tanto ver agigantarem-se os poderes nas mãos dos maus, o homem chega a desanimar da virtude, a rir-se da honra, a ter vergonha de ser honesto.”*

*Rui Barbosa – Foi político, diplomata, advogado e jurista brasileiro.*

## Introdução



O Brasil pede socorro!

Dia 17 de maio de 2017 às 19:30h um novo escândalo atinge o País. Desta vez, envolvendo o Presidente Temer e de proporções colossais. Tão grande que os delatores neste mais recente episódio dizem ter envolvido nada menos do que 1.829 políticos!

Trata-se de um evento sem paralelos, e até aonde se alcança em se verificando verdadeiras as afirmações, em um dos maiores escândalos de corrupção da história não só do Brasil, mas do mundo. A amplitude é assustadoramente abrangente, pois arrasta para a mesma vala “caciques e índios” de todas as tribos, todos os níveis e de todos os Estados. É algo endêmico.

Neste sentido, a “limpeza” pela qual passa o Brasil deixa de ter as pechas, até pouco tempo alardeadas por alguns (em especial o PT), como um processo viesado. Para o bem ou para o mal, esse raciocínio não vale mais.

O importante, contudo, é notar que esta cruzada contra a corrupção parece ter um “tempo” próprio – “tempo” este que, na combinação das coisas e a atual conjuntura, torna-se demasiadamente nefasto para o país. O Brasil passa por um conjunto de problemas, com relação de causalidade ou não, que as reiteradas crises político-institucionais acabam por aprofundar nossos problemas. A cada “instante” de possível recuperação do ordenamento econômico – como melhoras nos índices de confiança, inflação, equipe econômica alinhada, etc. – uma nova e surpreendente crise nos abate. Mas a essência dessa realidade já fora abordada conforme Rui Barbosa na abertura desse comentário: *“De tanto ver triunfar as nulidades, de tanto ver prosperar a desonra, de tanto ver crescer a injustiça, de tanto ver agigantarem-se os poderes nas mãos dos maus, o homem chega a desanimar da virtude, a rir-se da honra, a ter vergonha de ser honesto.”* Não há de ser nada, daremos a volta por cima!

Mundo afora tivemos de tudo um pouco. França com seu novo presidente Emmanuel Macron, Theresa May se preparando para as eleições e o resto da Europa com seus eternos problemas econômicos, e o tema geral e predileto de se opor à nova realidade apresentada por Donald Trump. Nesta linha, fazem coro também a China e boa parte da Ásia. Não para menos, a última do presidente americano será sair do acordo sobre o clima celebrado em Paris. Por seu turno, Donald Trump “aproveita” as atrocidades de terroristas para fazer valer suas ideias e reemplacar promessas de campanha – parece justo, em especial para a maioria que votou nele.

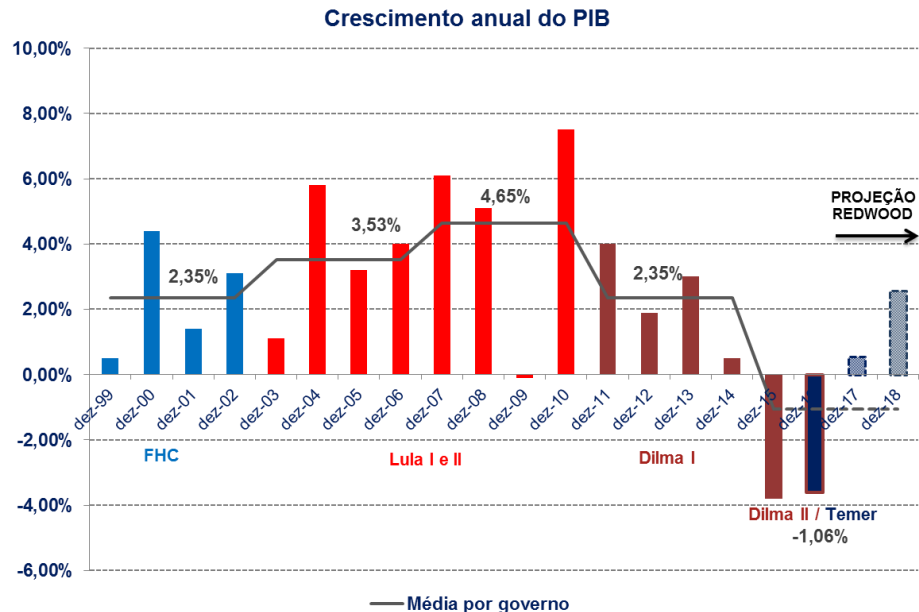
Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,2028%. S&P variou 1,16%, NIKKEI fechou em 2,36%, DAX com 1,42% e FTSE 0,59%. O Ibovespa terminou o mês em -4,12% e o IBrX em -3,66%. Máximas para DIF18 10,08% e DIF21 em 11,49%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,59%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,2437.

# Atividade Econômica

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou os resultados das Contas Nacionais Trimestrais e com elas a “boa” notícia de uma alta de 1% no PIB do 1º TRI 17 contra 4º TRI 16. Trata-se da primeira alta em oito trimestres de queda. Um alívio e tanto, sem dúvidas – e também surpreendendo vários economistas e estimativas de mercado.

Contudo, ainda não dá para soltar rojões. Parece bastante prematura as declarações para lá de otimistas do Presidente e Ministro da Fazenda. Acabou a recessão? Tomara, mas não há elementos que nos garanta tamanha ousadia de afirmar isso. Precisaremos de mais alguns trimestres com bons números e ambiente mais saudável para confirmação.

Alguns dados mencionados no último Relatório se confirmam agora: Importações e Exportações cresceram e o efeito estatístico em certos setores, como a Indústria, parecem ter prevalecido na taxa demonstrada. Ademais, a taxa de poupança ainda é muito baixa: 15,7%. Porém, o que mais desanima de todos os números é o da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que completa 12 trimestres de quedas! Este sim, o grande indicador, a chamada Taxa de Investimento, hoje em apenas 15,6% em proporção do PIB (FBCF/PIB). Esta é a taxa que nos mostra o quanto cresceremos no futuro – estamos uns 10 pontos percentuais abaixo do desejado, quilômetros de distância quando nos comparamos a outros países emergentes. De toda sorte, uma jornada começa com o primeiro passo...assim, o gráfico acima demonstra nossas perspectivas para 2017 e 2018, e um resumo abaixo nos situa atualmente conforme dados divulgados pelo IBGE:



Fonte: IBGE e Projeções Redwood | Elaboração: Planner Redwood

Período	IND	AGRO(*)	SERV	FBCF	EXPORT	IMPORT	Cons.Familia	Cons.Gov.	PIB
1o TRI 17/4o TRI 16	0,90%	13,40%	0,00%	-1,60%	4,80%	1,80%	-0,10%	-0,60%	1,00%
1o TRI 17/1o TRI 16	-1,10%	15,20%	-1,70%	-3,70%	1,90%	9,80%	-1,90%	-1,30%	-0,40%

(\*) Exuberante desempenho – sem nenhuma surpresa...é o eterno “Salvador da Pátria”

## Política Fiscal

Se a fórmula arrumada para as Contas Públicas, ajustada pela inflação do ano anterior, não é exatamente a mais adequada aos nossos olhos, ao menos resta reconhecer um componente importante implantado pelo BNDES. Sob o comando da agora afastada Maria Silvia, o BNDES promoveu (i) a diminuição do crédito direcionado com a queda dos subsídios concedidos desde o final do PSI e (ii) pela redução do diferencial entre a TJLP e a Selic – traduzida na nova taxa TLP. São sim, no limite, medidas contracionistas – porém, longe do que precisamos. De toda sorte, segundo o Ministério da Fazenda, estamos em um ajuste fiscal contracionista com impulso fiscal negativo da ordem de 0,5%.

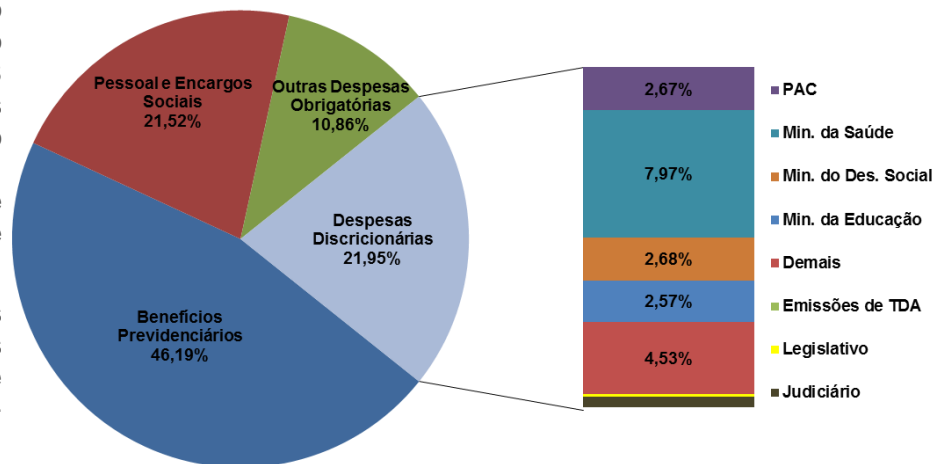
Entretanto, o gráfico ao lado que demonstra a composição das despesas primárias não deixa dúvidas do diminuto espaço existente para cortes mais significativos, se observado sob o prisma da gestão como feita até hoje. Por este ângulo e com a aprovação do Teto Orçamentário, ressalta-se ainda mais a importância das Reformas, sobretudo a Previdenciária. Contam-se com essas Reformas para que sobre recursos, ou, de outra forma, para que não faltem recursos para os demais segmentos.

Mas infelizmente a crise política tomou conta da cena e tudo o mais se submete à sua solução ou rearranjo. Além de se tratar de medidas absolutamente impopulares e uma propaganda de convencimento pífia, os formadores de opinião e vários Congressistas não enxergam as Reformas como uma ação de Estado, e sim como uma ação de Governo.

Diante do imbróglio criado pela crise, ficamos à mercê do início das discussões com expectativas de que até agosto toda tramitação da PEC tenha se encerrado, mas para tanto deveria iniciar as discussões ainda no primeiro semestre. Será mesmo? Entretanto, responsabilmente falando qual seria o Plano B em caso da possibilidade da instabilidade política atrasar a aprovação da reforma? Parece inverossímil imaginar que a equipe econômica já não tenha mapeado uma alternativa.

Se de fato ainda não existe Plano B, martelamos a ideia de sempre: rever e se possível acabar com as desonerações mirabolantes de Dilma e Mantega – estimativas sustentam que há R\$ 260 bi em desonerações e gastos para serem revistos. Outras medidas como revisão dos gastos da máquina pública que estão em contratos de pessoa física e suspensão de reajuste de servidores deveriam estar em pauta. Bem melhor isso do que a vulnerabilidade das ideias repentinhas de um incauto qualquer.

**Composição das Despesas Primárias – Acumulado 12 meses**



Fonte: Tesouro Nacional | Elaboração: Planner Redwood

## Conjuntura Internacional

A França finalmente emplacou um presidente menos à esquerda – Emmanuel Macron. O interessante é que ganhou as eleições com uma certa margem de vantagem, mas no dia imediatamente seguinte à sua eleição já contava com enorme oposição. Como? Simples, foi eleito para que a candidata de oposição de extrema direita Marine Le Pen não ocupasse o cargo. A antecipação das eleições no Reino Unido tornou-se uma grande dor de cabeça para Theresa May, em especial com o retorno das ações terroristas – fragilizando seu partido e sua posição diante de aventados cortes havidos no orçamento de segurança pública. De toda sorte, parece incontestemente a melhora do ambiente político na Zona do Euro, haja vista as eleições na França, Holanda e Áustria. Com isso, reforça nossa percepção – como também pensa o Ministro das Finanças da Alemanha Wolfgang Schäuble –, que está chegando a hora do BCE mudar sua postura em relação à sua Política Monetária...mas a inflação mais frágil da Zona do Euro tornam essa possibilidade pouco provável. Em outras palavras, pode ser que a esperada redução dos estímulos não venha ocorrer brevemente – em linha com o que pensa Mario Draghi.

Na China, últimas informações apontam para um crescimento menor do PIB (números da produção industrial, investimentos em ativos fixos e vendas no varejo), mas isso não parece indicar qualquer mudança na postura da política monetária conduzida pelo PBoC. Por outro lado, no Japão as movimentações previstas dos membros do Conselho do BoJ caminham para que assumam defensores de estímulos monetários agressivos – a se verificar em julho. A Índia, país preferido dentre os emergentes na atualidade, esta levando muito a sério seu problema de maus empréstimos, o que pode ser traduzir em excelente notícia para bancos privados – com efeitos ainda mais positivos em relação ao país.

Nos Estados Unidos a única coisa que se escuta é: Rússia, Rússia, Rússia. A grande mídia americana não para de falar nas imaginadas intromissões da Rússia na eleição de Donald Trump no ano passado. O presidente russo Putin sempre negou peremptoriamente qualquer envolvimento, porém recentemente admitiu a possibilidade de que alguns "*hackers* patriotas" possam ter agido nesse sentido, em retaliação ao estado das relações entre o Ocidente e seu país. No mais, classificou como uma "histeria russófóbica" que ocorre nos EUA e tem como objetivo "impedir que o presidente dos EUA, Donald Trump, trabalhe normalmente".

Não parece haver dúvidas que o FED aumentará em duas vezes sua taxa de juros, a próxima certamente na reunião de jun/17, notadamente após a divulgação do Relatório de Emprego do setor privado. O levantamento indicou criação de 253 mil postos em maio, acima da previsão de 180 mil dos analistas. Na verdade, a economia dos EUA parece bastante saudável (PIB acima de 2% e quase pleno emprego), metas do FED em linha e riscos bem equilibrados – sendo as fragilidades recentes absolutamente transitórias. A política fiscal expansionista prometida por Trump e seus efeitos ainda não é uma ameaça, sobretudo diante das inúmeras incertezas que envolvem o assunto. Por tudo isso, abre-se espaço para que o FED comece a reduzir o seu balanço.

Afinal, alguém esta muito bem no planeta.

## Mercados - Juros

Estávamos iniciando um período de calma e bons ventos também no segmento dos juros praticados (nominal e real), até que mais uma vez o país foi inundado por esse comentado mar de lama – colocando em xeque o cenário econômico positivo que se desenvolvia...o mercado financeiro, obviamente, não deixou barato.

O escândalo foi divulgado após o fechamento do mercado financeiro. Na manhã seguinte, o efeito foi imediato: muitas casas foram obrigadas a realizar o *stop loss* das posições de juros, câmbio e bolsa. A deterioração dos preços dos ativos foi rápida e intensa conforme demonstra o gráfico ao lado. O contrato de derivativos com vencimento em janeiro de 2021 (DIJAN21) saiu do patamar de negociação de 9,5% aa para 11,50% aa. O mesmo acontecendo com outros vencimentos da curva futura de juros. A linha de tendência de queda dos juros foi abandonada – ao menos, neste momento.

Até a fatídica quarta feira, 17/05/2017, muitos *players* do mercado acreditavam que o COPOM seria mais agressivo e aumentaria a intensidade do corte de juros para 1,25% aa (nós Redwood sempre mantivemos a projeção de corte de 1%aa) baseado na expectativa positiva para trajetória da inflação. Porém, os ventos e as expectativas mudaram e o Comitê escolheu a cautela e manteve o corte de 1% aa e ainda acrescentou que o ritmo do ciclo deve diminuir já no próximo encontro. Ponto para a equipe do BACEN, a medida foi corretíssima, pois não atrapalha os planos de médio e longo prazos da Política Monetária e ainda passa um sinal de absoluto “entendimento” da gravidade da situação e suas consequências para a Política Econômica como um todo.

O país entrou, mais um vez, em um período de incerteza política – ou, para sermos mais enfáticos, entramos em estágio de Dominância Política. Se a crise não diminuir e as incertezas não forem sanadas, o juro não cai com tanta força quanto seria possível e desejável num ambiente de queda acentuada de inflação e economia fraca. Que estrago JBS!

Desta vez, as agências de risco foram rápidas – na verdade, até demais. A S&P colocou a perspectiva de crédito soberano do Brasil em observação negativa (*CreditWatch*), que é um alerta de curto prazo para a classificação de risco refletindo o aumento da incerteza. E a Moody's mudou a perspectiva para o *rating* soberano do Brasil de estável para negativa, mantendo a nota de crédito do país em Ba2. A pressa das agências aqui não parece muito justificada...a situação é realmente preocupante, mas as Instituições brasileiras têm funcionado e, ademais, o mercado financeiro costuma superestimar crises (em especial no curto prazo). O CDS (principal indicador de solvência de um país, e um tipo de bússola para as agências de *rating*) saltou de 200 para 268 pontos no dia seguinte, já voltou aos 240 pontos. Em certa medida os juros também. Melhor avaliar com muita calma.





# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráfico ETTJ

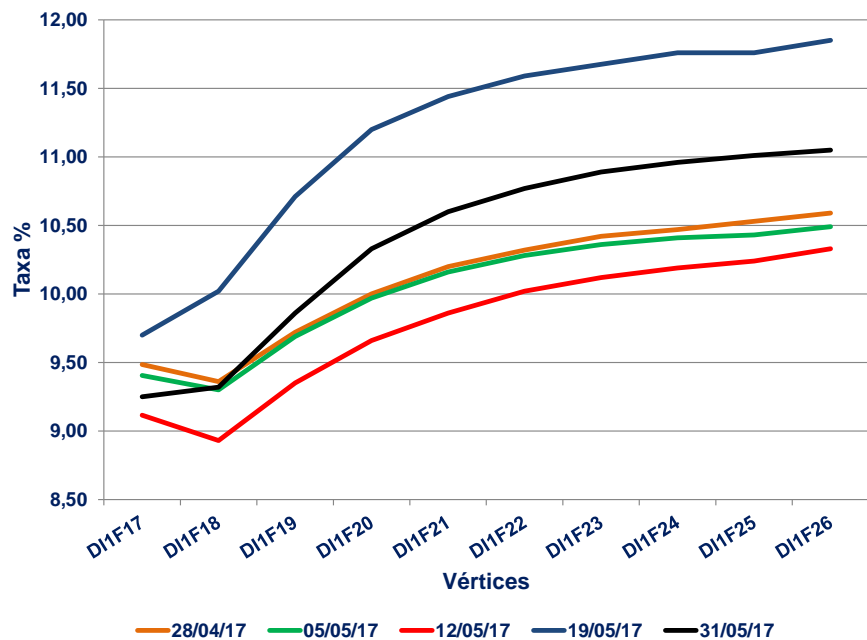
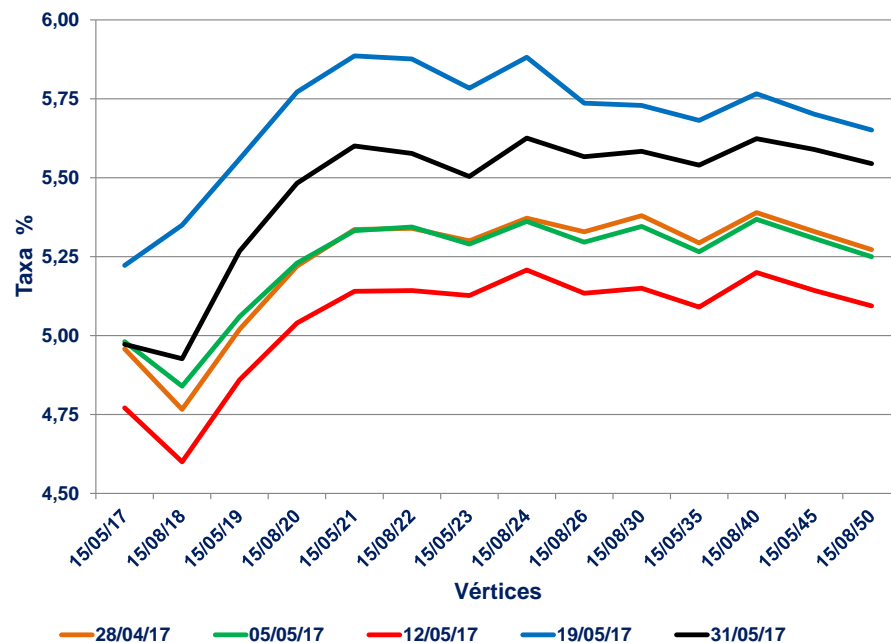


Gráfico (NTN-B)



## Mercados - Câmbio

O céu no início do mês parecia de Brigadeiro, tudo transcorria bem. O cenário favorável e o “otimismo” em alta dos investidores, tanto de dentro como fora do país, o Dólar chegou a ser negociado a R\$ 3,10...e tudo indicava que o movimento era de maior desvalorização. Temos agora, certamente, ao menos uma parada de reavaliação. Mais uma vez o céu ficou negro.

Até a deflagração do novo escândalo político, o Dólar oscilou com base no preço das *commodities*, na expectativa de apenas mais 2 aumentos na taxa de juros americana, como reflexo das eleições francesas e sobretudo pelas avaliações intrínsecas da economia e política brasileiras. A cotação do Dólar no patamar de R\$ 3,10, na primeira quinzena, era um ponto de resistência importante, se rompido e voltar a flertar com os R\$ 3,05 rumo aos R\$ 3,00 – onde, pelos nossos modelos e avaliações, tende a cotação se situar. Afora as flutuações típicas de mercado, o dedo do Banco Central para rolagem de todo o estoque de swaps cambiais com vencimento em junho também contribuiu para a valorização do Real...puxa, ainda bem que existe o BACEN com sua Política Cambial!...senão vejamos: o *tsunami* do dia 17 de maio “mudou as expectativas”, ao menos no curto prazo, de valorização do Real. A moeda-americana disparou, subiu 8,07% em um dia e fechou cotada a R\$ 3,38. Foi a terceira maior alta porcentual da história, perdendo apenas para os dois episódios registrados durante a máxidesvalorização em 1999, quando o Brasil abandonou o regime de bandas cambiais. Excepcionalmente, a B3 expandiu os limites de negociação para os contratos futuro de câmbio dos atuais 6% para 9% sobre o ajuste anterior. Banco Central e Tesouro Nacional interviram fortemente no mercado com leilões extras de *swap* cambial e de compra e venda de títulos. A atuação do Banco Central não foi pontual, mantendo-se ativo no mercado nos dias seguintes...claro, posicionamento necessário e em linha com seu *mind set* para o mercado não ficar muito errático. Afora o relato (verdadeiro) e um certo sarcasmo (ainda mais genuíno!), o Dólar fechou o mês a R\$ 3,24 e ao que parece deve trabalhar neste novo patamar, até o desfecho da crise política...independente das intromissões do BACEN – que não controla volatilidade nem cotação!

Para o mês de junho o Banco Central não divulgou como será a rolagem de julho. Acredita-se que o Banco Central deva tomar uma decisão apenas após o dia 06 de junho, data do início do julgamento da chapa Dilma-Temer no Tribunal Superior Eleitoral (TSE). Vai saber!..assim é a política cambial.

Novidade no mercado de câmbio foi a abertura pelo Banco Central de um novo canal de comunicação com o mercado de moedas brasileiro. O Comitê Consultivo do Mercado de Câmbio, que contará com representantes da instituição e de 26 *players* - entre bancos, corretoras, fundos de investimento e companhias com forte atuação no setor – servirá como fórum para a discussão do funcionamento do mercado. Entre as prerrogativas do comitê, segundo o diretor de Política Monetária do BACEN, está a aplicação no Brasil do Código Global de Câmbio (FX Global Code), que reúne princípios de boas práticas a serem adotadas nos países. A intenção é tornar o mercado de câmbio nos países mais líquido, robusto e transparente – definindo princípios e um conjunto de orientações de governança, ética, compartilhamento de informações, execução, gestão de risco e *compliance*, e processos de confirmação e liquidação. A proposta apresentada pelo BIS (Bank for International Settlements [http://www.bis.org/mketc/fxwg/gc\\_may16.pdf](http://www.bis.org/mketc/fxwg/gc_may16.pdf)) é de boa intenção, mas a utilização disso notadamente para países com viés intervencionista no câmbio é uma bela “desculpa” para outros fins e justificativas.

Será que a carapuça nos serve?

## Mercados - Bolsa

Maior foi o pior mês do ano para o Ibovespa!

O cenário político interno conturbado, os dados abaixo da expectativa da balança comercial da China e a volatilidade do preço do petróleo influenciaram o retorno da Bolsa no mês. No dia seguinte a divulgação da gravação do executivo da JBS com o presidente Temer, o Ibovespa fechou com queda de 8,80%, tendo a B3 logo no início do pregão que acionar o mecanismo de *circuit breaker* para conter a volatilidade. No entanto, parte do movimento de queda foi revertido no próprio mês com a entrada do investidor estrangeiro, que conseguiu detectar oportunidades de investimentos após a queda dos preços dos ativos. O Ibovespa fechou o mês com queda de 4,12%.

A economia brasileira, inclusive pelo lado real, dava os primeiros sinais de retomada mesmo que timidamente. Os balanços das companhias de capital aberto, referentes ao primeiro trimestre do ano, trouxeram melhora de receita e menores gastos com serviço da dívida, diante da aceleração da queda da taxa básica de juros, a Selic. Ainda que pontualmente, as empresas mostraram algum crescimento dos volumes e maior geração de caixa. Que a recuperação seria lenta e gradual já estava no preço, mas a possível volta da estagnação ou recessão não estava (e ainda não está!) nos cálculos. Contudo, diante da magnitude e potencial prolongamento da crise, os investimentos poderão ser postergados. As carteiras de crédito à pessoa jurídica e a linha de capital de giro dos grandes bancos continuam encolhendo. Aumento, mesmo, só da inadimplência sobretudo a de curto prazo.

Como paira no mercado a dúvida quanto a continuidade ou não do Presidente Temer, da equipe econômica e especialmente das reformas estruturais essenciais para a retomada do crescimento, os investidores de Bolsa são os que mostram as percepções de forma mais rápida. Assim, enquanto não houver essas definições, a recessão que dava sinais de estar chegando ao fim, volta a assombrar os brasileiros e por consequência o desempenho das empresas na Bolsa. Na verdade, o pior não é a crise em si, mas sim a incerteza que ela trás. No campo do que chamamos de Dominância Política a que fomos inseridos, tudo indica que o país irá sangrar por mais um tempo. Esta situação promove duas alternativas para os *players* desse mercado: (i) as oportunidades de curtíssimo prazo e/ou (ii) a oportunidade para os que conseguirem identificar os ativos com o valor e que estão extremamente descontados e disponham do longo prazo, associado a total insensibilidade a volatilidade.

Qualquer outra alternativa, neste momento, não nos parece uma boa ideia.



# Comentário Mensal da Gestão

MAIO 2017

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)