

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 entire logo is set against a blue-tinted background of a modern building's glass facade.

planner 

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

OUTUBRO 2016

Comentário Mensal da Gestão / OUTUBRO 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.

“At times unpopular measures are needed in order to change behaviour.”

“As vezes medidas impopulares são necessárias para mudar comportamentos.”

(Tradução Livre)

Lucy Powell – Política britânica

Introdução



O Brasil passou por uma verdadeira tempestade política recentemente, bastante arrefecida no momento, mas ainda com potencial para atrapalhar as reformas necessárias. As incertezas diminuíram, os índices de confiança melhoraram e o nível de risco despencou nos últimos meses. A saída da Presidente Dilma Rousseff foi extremamente benéfica para o realinhamento das bases rumo ao enfrentamento das mudanças estruturais de que o país precisa.

Neste sentido, o atual Presidente Michel Temer tem sido bastante habilidoso na condução política (em especial no Congresso Nacional), e tem a frente inúmeros desafios sem muito tempo a perder. Contudo, além de sua destreza política, conta ele com um grande trunfo: sua impopularidade. Explica-se: essas duas verdades se unem em prol das reformas, mudanças e difíceis decisões que precisam ser feitas neste momento, e tem o poder de afastar qualquer interesse difuso (como eventual reeleição em dois anos), ao menos momentaneamente, que possa comprometer até mesmo outras pretensões adiante. A verdade é que não haverá espaço para qualquer interesse político se o Governo Temer não “ajustar” a economia. Este é o único e possível caminho. Não que esta realidade não possa ou mesmo não vá acontecer, sobretudo se as medidas lograrem êxito.

O ponto-chave, entretanto, é que o convívio com a impopularidade em regra é de curto prazo, pois esta tem o poder de comprometer o ambiente político atualmente favorável. Após anos de desmandos e equívocos na condução da economia, precisamos de mudanças. Mudanças estas que serão bastante impopulares, mas que como diz Lucy Powell na abertura deste Comentário, são necessárias para mudar comportamentos.

No mundo, a crise na Síria parece chegar a seu ápice, com bombardeios que dizimam tudo e a todos, os refugiados (em especial na França) revelam a crieza inimaginável para os tempos atuais e a absoluta incompetência das Nações em se chegar a uma solução humanitária para essa situação. Na Europa a crise nos bancos parece iminente, e o *mind set* dominante para as políticas econômicas do bloco não surtem os efeitos desejados. Nos EUA, as eleições presidenciais “eletrizam” o planeta com impactos esperados de um ou outro candidato. O FED (Banco Central Americano) parece imune a tudo em sua volta, e sua relutância para iniciar a chamada normalização de sua política monetária permanece...abre-se cada vez mais espaço para especulações de que o FED é muito sensível à política. Na China, o PBOC (Banco Popular da China) encharcou mais uma vez de liquidez o mercado – mais do mesmo.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,834%. S&P variou -1,94%, NIKKEI fechou em 5,93%, DAX com 1,47% e FTSE 4,41%. O Ibovespa terminou o mês em 11,23% e o IBrX em 10,75%. Máximas para DIF17 em 13,74% e DIF21 em 11,49%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,72%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,1811.

Atividade Econômica

Desde o *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff, os principais bancos e equipes de pesquisa altamente qualificados tem emitido relatórios sobre o desempenho da economia brasileira de modo, digamos, bastante otimistas. Na verdade, as perspectivas levam em conta cenários de fortíssima reativação da atividade econômica, sempre embasados na intensa recuperação de vários indicadores. Essas projeções chegaram, nas últimas semanas, a 2% para 2017 e acima de 4% para 2018 – criando um ambiente extremamente positivo com contaminação (possivelmente por vir de instituições absolutamente responsáveis e qualificadas) em varias outras áreas de pesquisa. Enfim, um ciclo favorável e desenvolvendo *momentum* muito positivo, onde raríssimos tem se afastado dessa tônica.

Nós da Redwood estamos muitíssimo mais pessimistas que o relatado. Isto não significa que não estamos projetando uma melhora para os próximos anos, estamos sim, porém bem distante em inúmeros indicadores. É claro que nossa economia é bastante flexível e **poderia** apresentar uma variação muito grande como, digamos, fechar este ano de 2016 em -3,5% e crescer +2% em 2017 – como ocorreu em 2009 com fechamento negativo de 0,20% e no ano seguinte crescimento de 7,60%. Poderia, mas a situação atual e as circunstâncias que nos cercam não se assemelham, nem de longe, com daquela época.

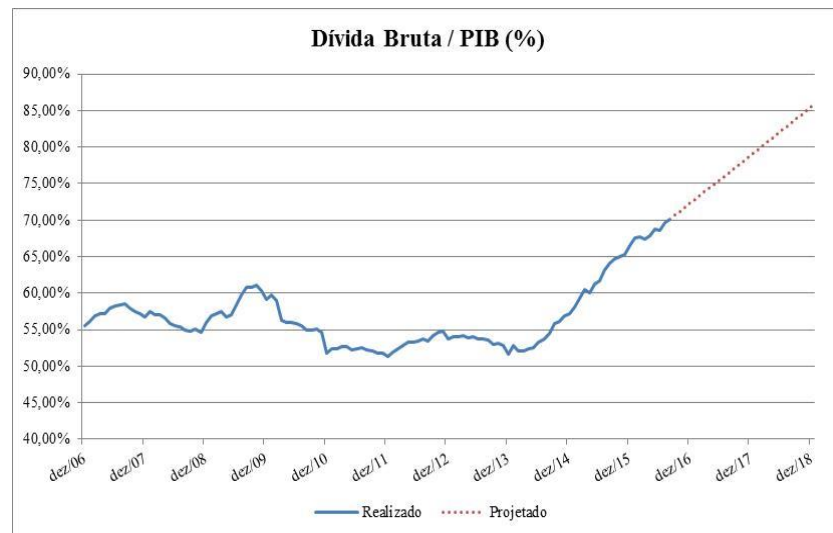
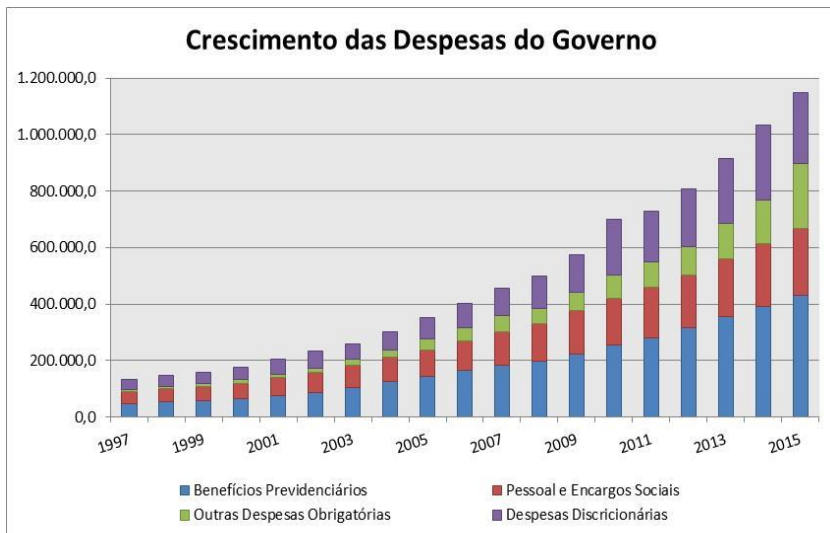
Para nós da Redwood, temos sustentado que o PIB brasileiro “crescerá” muito – poderemos ter uma variação positiva deste ano para 2017 próximo de 4%. Não seria pouca coisa, mas longe do que o mercado tem “precificado”. De fato, nos últimos dias e em especial após divulgação do mercado de trabalho e o IBC-BR, estes Bancos e importantes Consultorias tem reduzido significativamente suas projeções, mas ainda longe do que estimamos atualmente.

A situação que nos leva a ter projeções menores, e não termos mudado muito nossas posições, reside no fato que nossos modelos não se ajustam para tanto quando simulamos com todas as premissas e variáveis conjuntamente. É evidente que o risco Brasil (em especial o medido pelo CDS) reduziu drasticamente e que os indicadores de confiança melhoraram substancialmente. Mas tudo isso não é suficiente, e mais, não se coadunam com os resultados recentes divulgados.

A verdade é que as empresas continuam endividadas (e assim continuarão por algum tempo), e o mercado de trabalho decepciona aqueles com projeções mais arrojadas. Em nossos modelos, o desemprego ainda se deteriora no 1º TRI 2017, a inflação não está na meta em 2017 (o que impede, de certa forma, uma redução ainda mais acelerada da SELIC) e a retomada do crédito será extremamente gradual. Em outras palavras, tudo isso não ajuda nos canais de transmissão para a atividade, e portanto teremos um PIB muito mais fraco do que desejávamos (e necessitamos), mas ainda assim não há que se entristecer...estamos no caminho certo, mas nossa trajetória de recuperação da economia deverá ser lenta.

Com o risco de se tornar cada vez mais repetitivo: o Brasil foi sucateado, não dá para ser tão rápido assim...devagar e sempre voltaremos ao nosso ritmo de crescimento e, com alguma evolução, melhoraremos nossa produtividade e eficiência para termos maiores e sustentáveis avanços.

Política Fiscal



Os dois gráficos acima deixam pouca margem para dúvidas do quão importante o controle dos gastos é para o Brasil.

Pelo lado do crescimento das despesas do Governo, vemos uma ascensão gigantesca (em termos reais médios, as despesas cresceram, nos últimos 19 anos, a taxa de 12,04%a.a., frente ao crescimento das receitas a taxa de 11,35%a.a. para o mesmo período, o que faz a despesa maior em aproximadamente 14% para o período). Se dividirmos os períodos (a partir da nova estrutura do Tesouro Nacional, que apresenta sob este formato as informações a partir de 1997) para os Governos FHC e PT, teremos receitas de 12,03% e 10,07%, e despesas de 9,95% e 12,16%, respectivamente. Nessa mesma linha, a Dívida Bruta/PIB (principal indicador de solvência de um país) disparou assustadoramente. E isso não é tudo, pois muito embora a PEC 241 possa no longo prazo ajudar a reduzir as despesas, no curto prazo isso não acontecerá e, como no curto prazo o PIB não se fortalece muito, esta relação tende a deteriorar-se significativamente – passando facilmente dos 80%. Então a PEC do Teto é ruim? Não, só não é ótima, mas parece ser o possível. O que importa, na verdade, é atacar e fazer a reforma da previdência, que tem a maior participação nos gastos.

Por fim, ao tempo em que não há nenhum tipo de corte de gasto nominal, chegou o grande momento de se discutir abertamente no Congresso as prioridades do Orçamento. Talvez a partir de agora a Lei Orçamentária deixará de ser uma peça de ficção.

Conjuntura Internacional

A conjuntura internacional tem se pautado muito pelos eventos geopolíticos, Síria, refugiados na Europa, etc., etc., mas nada se compara a atenção que se volta para a definição do novo presidente dos EUA. Enquanto os mercados imaginam maior previsibilidade da economia americana (e do resto do mundo) com a eleição de Hillary Clinton, uma eventual “surpresa” de Donald Trump se tornar o *Comandante em Chefe* americano tem poder de mexer fortemente com os mercados. Em nossa visão, se essa “surpresa” acontecesse, bem provável que teríamos algum solavanco, mas seria momentâneo. Explica-se: (i) Donald Trump (como qualquer outro Presidente dos EUA não faz o que bem quer e entende, depende realmente do Congresso), (ii) é um homem de negócios e os desenvolveu sabendo escolher seus assessores (imagina-se que assim também o fará no Governo – cercar-se-á de gente competente), e (iii) os mercados emergentes (talvez os mais “frágeis”) estão hoje em situação de baixa vulnerabilidade (ao menos os principais). Assim, o receio de uma mudança no *status quo* americano não parece ser tão grande – mais uma vez o mercado exacerba posições. Ao fim e ao cabo, resta ao povo americano decidir se quer mais do mesmo (Clinton/Obama) ou se ousará permitir-se uma mudança. O resto do mundo aguarda.

Pelo lado da análise dos PMIs Industriais, foram verificados crescimentos em vários países:

- ✓ Japão (melhor leitura em 9 meses – 54,1)
- ✓ China – sobe a 51,2 em outubro, superando expectativa de 50,3
- ✓ Índia subiu para 54,4
- ✓ Rússia sobe para 52,4 em outubro (ponto máximo em 4 anos)
- ✓ EUA sobe para 53,4
- ✓ Zona do Euro sobe para 53,5

Obs.: Ponto fora desse padrão foi o Reino Unido, cujo PMI Industrial caiu para 54,3 (porém com queda menor em relação ao esperado de 54, e acima da linha dos 50).

O Governo do Reino Unido, ainda em destaque, possivelmente terá de consultar seu Parlamento sobre o *Brexit* – não se imagina qualquer impacto (econômico ou financeiro) dessa medida, pois não se vislumbra nenhuma alteração do decidido em plebiscito.

Outro destaque importante foi a decisão do BOJ (Banco do Japão) em manter sua política monetária inalterada. Contudo, revisou sua previsão de inflação para baixo, em linha com vários outros indicadores econômicos ruins. Em outras palavras, o BOJ continuará comprando anualmente cerca de USD 767 bilhões em seus títulos de 10 anos (JGBs). Com esta decisão de manter os estímulos, vem também a decisão de adiar sua meta de inflação de 2% para MAR/18 e não mais em MAR/17. De fato, uma história sem fim para o Japão.

Mercados - Juros

O Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa SELIC em 25 pontos base (p.b.). A decisão era esperada pelos analistas de mercado, considerando a comunicação transparente da nova equipe do Banco Central. A divergência no mercado era quanto a magnitude do corte, alguns trabalhavam com um corte maior (50 p.b.), e nós, da Redwood, não imaginávamos corte algum para esta reunião. Entretanto, o Banco Central optou por ser mais cauteloso em relação aos mais “otimistas” ao reduzir a taxa SELIC para 14% aa.

Para esta decisão, o Banco Central destacou que os números de inflação de curto prazo estão arrefecendo e citou como positivo os primeiros avanços da reforma fiscal. Antes da reunião do Copom, a Câmara aprovou, em primeiro turno, a PEC do teto dos gastos. Foi uma vitória do governo, porém a luta é longa e muito ainda precisa ser feito para ajustar as contas públicas e o Brasil voltar a crescer. Além disso, o COPOM ressaltou que “o período prolongado com inflação alta e com expectativa acima da meta pode reforçar mecanismos inerciais e retardar o processo de desinflação”. Por essa e outras declarações do Banco Central, que indicam um relaxamento moderado e gradual, parte do mercado e a Redwood projetam a SELIC para final de 2016 em 13,75%, com mais um corte de 25 b.p. na reunião do final de novembro.

Quanto a intensidade dos cortes da SELIC em 2017, serão necessários progressos adicionais nas reformas: (i) aprovação no Congresso da PEC que cria o limite máximo de despesas e (ii) reforma da previdência. Tendo o governo êxito nestas duas pautas o prêmio de risco Brasil deve recuar, o Real se valorizar e as expectativas de inflação ceder. Este caminho, caso de fato aconteça, abre espaço para cortes maiores na taxa básica, mas sempre observando o atingimento da meta de 4,5% para o IPCA conforme declarado pelo Banco Central.

A curva de juros futura trabalhou ao longo do mês com tendência de queda, movimento revertido na última semana do mês após decisão do COPOM de ser mais “conservador”, especialmente o contrato com vencimento em janeiro de 2017, já que parte do mercado apostava na redução de 50 p.b.. Mesmo com a volatilidade da última semana, no consolidado do mês, houve redução dos prêmios na curva de juros. Em relação aos cupons das NTN-B, considerando o fechamento do mês anterior, não houve grande oscilação.

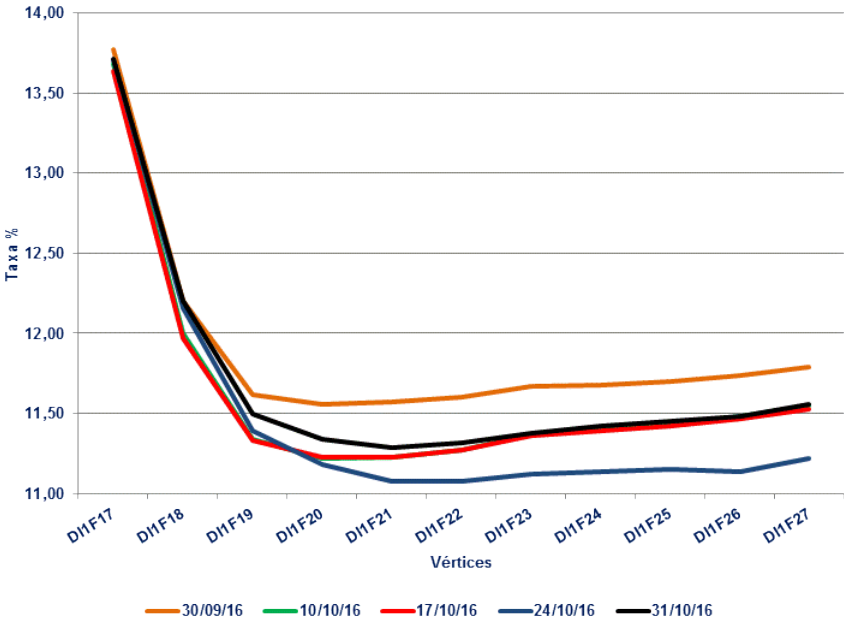
O BACEN está bem, faz parte da solução do “problema Brasil”.



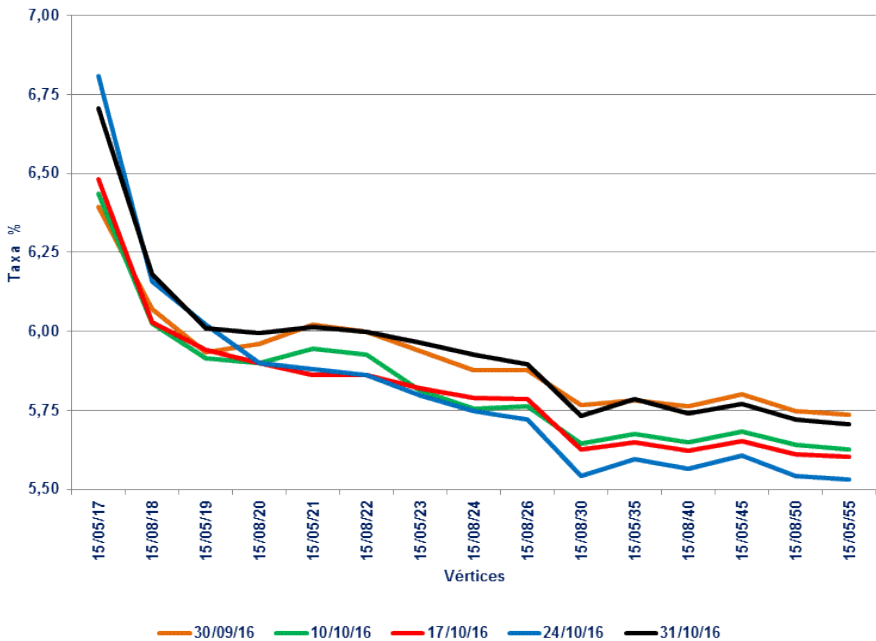
Fonte: Banco Central do Brasil | Elaboração: Planner Redwood

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



Mercados - Câmbio

Mês de volatilidade. O Dólar, iniciou o mês sendo negociado próximo da máxima de R\$ 3,26 (03/10/16) e chegou a mínima de R\$ 3,10 (25/10/16), fechando outubro com desvalorização de 2,01% frente ao Real.

Entre os fatores que colaboraram para a desvalorização do Dólar ao longo do mês pode-se citar: (i) a manutenção do projeto de lei de repatriação de recursos enviados ilegalmente ao exterior; (ii) aprovação, em dois turnos, na Câmara da PEC do teto dos gastos; (iii) alta dos preços das *commodities*, especialmente no caso do petróleo (da possibilidade de limitação da produção) e por fim; (iv) o apetite dos investidores pelo país devido ao diferencial de juros que permanece elevado mesmo com o início da queda da SELIC. Na ponta contrária, os dados positivos da economia americana que reforçaram a aposta em alta de juros nos EUA fizeram o Real se desvalorizar.

Fato pontual do mês de outubro foi o fluxo relacionado à repatriação de recursos mantidos ilegalmente no exterior que contribuiu para empurrar o Dólar à vista para baixo. De acordo com a Receita Federal, a formalização de ativos totalizou R\$ 169,9 bilhões, garantindo ao governo uma arrecadação de R\$ 50,9 bilhões em Imposto de Renda e multa. Os contribuintes correram contra o tempo para atender o prazo que terminou em 31/10/16 e para trazer o dinheiro antes de uma valorização demasiada do Real. Como essa é uma receita extraordinária (e muito bem vinda), já existe perspectiva de uma nova rodada de mesma natureza para o próximo ano, porém com alíquotas maiores. Especulações somente.

Diante da possibilidade de fluxos de capitais atípicos ou de oscilações excessivas de câmbio, em função do processo de regularização de capitais detidos por brasileiros no exterior, o BACEN não rolou os contratos de *swap* cambial com vencimento em 1º de novembro de 2016.

O BACEN registrou resultado positivo de R\$ 3,8 bilhões em outubro até o dia 28 com *swaps* cambiais pelo critério caixa. A despeito desse resultado, o BACEN obteve perdas de R\$ 33,4 bilhões com a rentabilidade na administração das reservas internacionais. Entram nesse cálculo ganhos e prejuízos com a correção cambial, a marcação a mercado e os juros. O resultado líquido das reservas (rentabilidade menos o custo de captação), ficou negativo em R\$ 39,3 bilhões, também até o dia 28 de outubro. O resultado das operações cambiais no período ficou no negativo em R\$ 36,9 bilhões.

Atualmente, as reservas internacionais somam aproximadamente USD 375 bilhões. O BACEN sempre lembra que, seja pelas operações de *swap* cambial quanto à administração das reservas internacionais, nunca se visa o lucro, mas fornecer *hedge* ao mercado em tempos de volatilidade e manter robusta as nossas reservas.

É um caso típico onde o fim justifica os meios. Neste quesito, o BACEN tem muito para melhorar!

Mercados - Bolsa

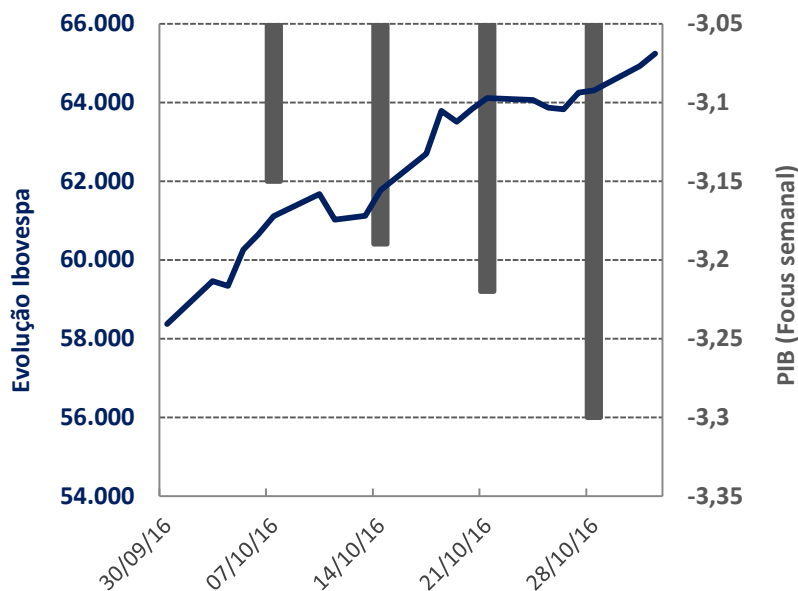
As projeções dos economistas para o PIB brasileiro em 2016 foram decrescentes ao longo das semanas de outubro. Em contrapartida o Ibovespa valorizou 11,23% no mês e acumula alta de 49,77% no ano. Como explicar tais números?

Simples, a Bolsa local subiu com base no fluxo de investidores. Com a troca de Governo e o andamento das medidas para conter o déficit fiscal, o Brasil voltou para a lista de interesses dos investidores, especialmente os estrangeiros. Houve um arrefecimento do índices de inflação e o primeiro corte da SELIC depois de um longo período.

Como mostram os números do PIB, os resultados das empresas referente ao 3º TRI 16 que começaram a ser divulgados ainda demonstram os efeitos da recessão. Mercado de trabalho enfraquecido e crédito em retração contribuem para a fraca atividade econômica. Pelo CAGED, 39,3 mil vagas de trabalho formal foram fechadas em setembro, número bem pior que as mais pessimistas projeções de mercado – muito embora em linha com nossas projeções. De acordo com o Banco Central, o saldo de crédito total da economia retraiu 1,7% no últimos 12 meses encerrados em setembro, menor taxa registrada na série histórica.

Contudo, e intuitivamente para o médio e longo prazo, a correlação de um índice de ações (representativo para a economia) e o PIB deveria ser positivo, e forte. Mas o mercado financeiro tem dessas coisas, em especial para o curto e curtíssimo prazo: existe antecipação de movimentos que, em regra, espera-se que se confirme. É a simplicidade complexa do fenômeno, que embora possa estar travestido de especulação (olha que coisa boa!), deve guardar um racional dos investidores. A continuidade do fluxo e a permanência dos investidores confirmarão a tendência. A causalidade é também muito simples: melhora de indicadores de confiança (despressurização dos mercados) leva a investimentos (bolsa reage primeiro, investimentos LP na sequencia), que por sua vez movimentará a economia real. Torna-se um ciclo virtuoso, as expectativas mexem com “preço” e este tem o poder de mexer no *quantum* (físico)...mas tem de ser *pra valer*...precisamos fazer o dever de casa ou os canais de transmissão para a atividade não funcionarão.

Estamos neste momento, quando o benefício da dúvida nos é dado e temos de entregar (em especial, aos investidores estrangeiros – porque trazem fluxo) o que esperam de nós. Medidas impopulares serão tomadas, mas de caráter estrutural e de resultado permanente – de longo prazo. Investidores, em geral, saberão reconhecer isso. Assim poderemos ver, quem sabe o quanto antes, a convergência de índices de ações e o PIB.



Fonte: Banco Central do Brasil & BM&FBovespa | Elaboração: Planner Redwood



Comentário Mensal da Gestão

OUTUBRO 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