

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

Dezembro 2017

## Comentário Mensal da Gestão / DEZEMBRO 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.



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

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

*“A bright future beckons. The onus is on us, through hard work, honesty and integrity, to reach for the stars.”*

*“Um futuro brilhante acena. O ônus está conosco, por meio do trabalho árduo, honestidade e integridade, para alcançar as estrelas.”*  
*(tradução livre)*

*Nelson Mandela – Primeiro Presidente da África do Sul e Prêmio Nobel da Paz de 1993.*

## Introdução



O ano de 2017 acabou, e com ele um passado tenebroso!

A Política Econômica praticada nos últimos anos, para além do razoável em especial no governo Dilma Rousseff aos minimamente comprometidos com a racionalidade econômica, parece ter ficado para trás. O esforço hercúleo de nos tirar da pior recessão de nossa história, enfim mostra resultados neste último trimestre de 2017. Terminamos o ano com fortes perspectivas de recuperação econômica, embora esta seja a mais lenta já percebida, e não por menos, pois o estrago petista foi colossal – em todas as áreas.

Entretanto, paira ainda uma fragilidade que pode comprometer essa expectativa: a situação político-fiscal do país. Se o governo Temer muito já fez em termos de reformas e de enterrar um passado escabroso (do qual ele mesmo fez parte!), a mais importante de todas as reformas, a Previdenciária, ainda não foi aprovada e, combinada com eventual descontinuidade da atual

Política Econômica, tem o poder de obscurecer o futuro. Economia e Política não se dissociam, ponto. A atual imprevisibilidade da eleição presidencial brasileira de 2018 é o principal fator de incerteza, o ponto crucial para continuidade das políticas reestabelecidas recentemente com retomada dos investimentos e crescimento econômico, ou voltarmos às trevas do cancro imposto nas administrações petistas. O sofrimento precisa ter acabado de vez. O cenário interno é benigno em várias frentes como juros mais baixos, capacidade ociosa da economia (permite-nos crescer sem pressões inflacionárias), inflação ancorada e desemprego melhorando. O ambiente global também (por enquanto) ajuda, com crescimento e juros baixos e com ritmo gradual de ajustes, sobretudo pelo lado do FED. Enfim, existe um alinhamento bastante favorável para que as coisas melhorem significativamente para o Brasil diante da situação que terminamos 2017. Sem nenhum receio de excesso de confiança, a frase de Nelson Mandela que abre este Comentário adequa-se às nossas expectativas: *“Um futuro brilhante acena. O ônus está conosco, por meio do trabalho árduo, honestidade e integridade, para alcançar as estrelas”*.

No mundo, o ano de 2017 e em especial o mês de dezembro foram tudo, menos “mais do mesmo”. Com Donald Trump à frente da mais importante economia do planeta, diversos paradigmas foram quebrados. Entretanto, o mundo todo (inclusive boa parte da população americana – ou ao menos a mídia mais à esquerda) não parece ter entendido o “novo normal” do “republicano” Trump. Não se trata de simplesmente destruir o legado de Barack Obama que Trump tem em mente, mas de uma completa reviravolta de regras, postulados e condutas, sem perder o objetivo e a hegemonia de líder global. Certamente um grande desafio, porque impactarão fortemente aliados e inimigos. As retaliações e reciprocidades virão, 2018 mostrará isso.

Neste ambiente, os Treasuries dos EUA fecharam o mês em 2,4054%. O S&P variou 0,98%, o NIKKEI fechou em 0,18%, o DAX com -0,82% e o FTSE -2,30%. O Ibovespa terminou o mês em 6,16% e o IBrX em 6,35%. Máximas no mês para DIF18 7,0% e DIF21 em 9,35%. A NTN-B 2050 terminou o mês em 5,4533%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,3080.

## Atividade Econômica

2017 parece ter sido o ano da virada para atividade econômica no Brasil.

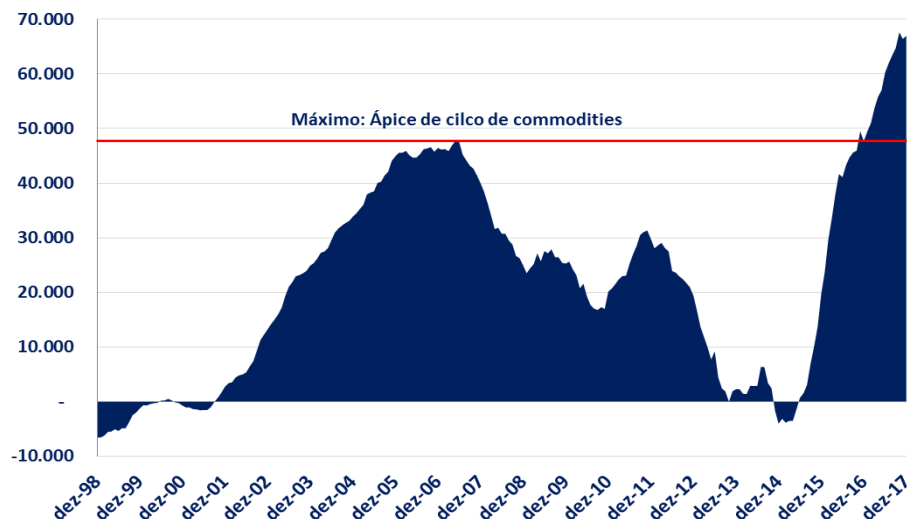
Depois de amargarmos a mais contundente recessão de nossa história, os ventos parecem soprar a favor. Na verdade, em termos conjunturais os números fechados de Dez/17 mostram um 2018 bastante promissor, com a economia e o mercado de trabalho se recuperando, a Política Monetária ainda por apresentar/refletir seus efeitos e vários outros sinais contundentes de retomada econômica. Dentre estes sinais, destaca-se a Balança Comercial de 2017, com um recorde impressionante: saldo de USD 67 bilhões. É claro que uma análise mais detida desse número nos levará a conclusões que tal desempenho está relacionado a fatos que gostaríamos que não tivessem acontecido (importações afetadas pela recessão), e que por isso mesmo possivelmente não se repetirá em 2018. De toda sorte, é um valor expressivo e ratifica o aquecimento da atividade econômica, sobretudo porque em dezembro observou-se a maior taxa de crescimento das importações. Muito embora a base para comparações seja reduzida (2016), o índice de 20,4% destaca itens como bens de capital e bens intermediários com 14,7% e 16,5% de crescimento, respectivamente. Inequívoco sinal que os investimentos estão voltando.

Nesta mesma linha, o setor agrícola foi de grande importância em 2017, mas a exemplo da balança comercial, seu exuberante desempenho (safra de 2018) não deverá se repetir. Não significa que terá comportamento ruim ou medíocre, mas dificilmente superaremos a safra recorde desse ano. O setor de venda de veículos novos também dá seu ar de graça: depois de quatro anos seguidos de queda, cresceu 9,25% em 2017, sendo que em dezembro registrou crescimento de 14,4% na média diária de emplacamentos. Na verdade, além dos dados da balança comercial, os números mensais da produção industrial também vêm reforçando a tendência de melhora do investimento. Para FBCF em 2018, espera-se algum crescimento... enfim!

Em suma, vários setores apresentam boas perspectivas, e o que se espera é que não haja uma frustração no meio do caminho. Afinal, precisamos “engatar” em definitivo um ritmo de crescimento sustentado, pois em uma retrospectiva de mais longo prazo (40 anos) a renda per capita brasileira medida em Dólares e com paridade de poder de compra (projeções do FMI), cresceu 30% desde 1980. Os EUA, 92%. O Chile, 194%.

Chega de décadas perdidas!

**Evolução Balança Comercial (em USD, Acum. 12m)**



Fonte: MDIC | Elaboração: Planner Redwood



# Política Fiscal

E a Reforma da Previdência não passou em dezembro.

É impressionante o grau de imaturidade ou de irresponsabilidade que ronda a cabeça de nossos Congressistas quando se refere a esse tema da Previdência. Basta estudarmos o passado recente para entendermos nosso presente e para onde estamos caminhando a passos largos a um futuro bem próximo com dificuldades extremas. O momento é sim de alarde geral, para que possamos reverter agora o rumo das coisas no futuro, para que o Brasil não se torne um Rio de Janeiro das finanças públicas. Repetimos como um “mantra” que a Reforma da Previdência precisa ser aprovada – de forma desidratada ou não.

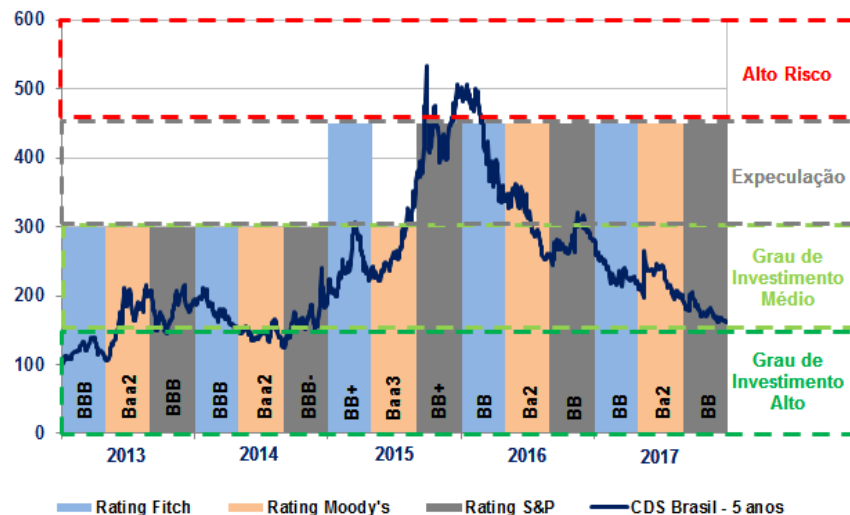
Entretanto, o tique-taque dessa bomba-relógio assusta cada vez mais, pois o tempo se exaure por volta de abril quando a corrida presidencial engessará qualquer movimento político mais contundente e “comprometedor”. Contar com o imponderável nunca é uma boa estratégia, e neste caso menos ainda porque estamos no limite do que nos resta de manejo orçamentário, em um momento crucial para a retomada econômica e uma janela de oportunidade (de modo geral) poucas vezes vista. Sim, a Reforma Previdenciária é um divisor de águas que norteará o rumo do país, e se não for agora não se sabe dizer quando será.

Por outro lado, o governo está em apuros para desenvolver um Plano B caso a reforma não seja aprovada. A verdade é que não restam muitas alternativas para aumentar receitas (aumentar impostos, receitas extraordinárias, etc.), diminuir despesas (quase todas obrigatórias), e melhorar eficiência arrecadatória (incluindo cobrança de débitos passados - estoque). Um eventual Plano B também precisa ser sustentável, mesmo que por um certo período de tempo (como uma “flexibilização temporária” da Regra de Ouro – se é que isso é possível, pois trata-se de matéria Constitucional), caso contrário, o ajuste das contas públicas não virá e com ele a deterioração da percepção dos investidores e consequente reprecificação do Brasil. Invariavelmente, este o cenário que nos aguarda sem um plano alternativo.

A avaliação de solvência do país pelos principais e mais aceitos indicadores não aponta para uma situação confortável, mas o mercado financeiro parece apostar e dar um voto de confiança neste sentido. O CDS (*Credit Default Swap*) de 5 anos, importante índice de risco, terminou o mês de dezembro de 2017 em 161, contra 280 de dezembro 2016. Uma redução adicional significativa de 42%... estávamos em torno de 500 no final de 2015 e início de 2016!

Mais uma vez, estamos com a *oportunidade* a bater em nossa porta, não podemos desperdiçá-la.

CDS Brasil 5 anos x Rating Principais Agências (final ano)



Fonte: Fitch; Moody's; S&P; Bloomberg | Elaboração: Planner Redwood

## Conjuntura Internacional



O mundo está de fato nas mãos de poucos países.

Gostemos ou não, *meia dúzia de quatro ou cinco* países importantes ditam o rumo do planeta. Não significa que o resto dos países do mundo são como vassalos, mas não fazer parte deste pequeno grupo de potências ou alinhar-se em suas estratégias, faz a vida do “desgarrado” bastante difícil, em especial no curto e médio prazos.

Entretanto, de tempos em tempos fatos chacoalham essa ordem estabelecida. Estamos vivendo este tempo agora, quando verificamos o ocorrido em várias partes do mundo notadamente em 2017. As ações de Donald Trump, a evolução do *BREXIT*, a mudança de poderes na Europa, e a nova postura da China. O eixo definitivamente está se ajustando, e desse provável reordenamento uma nova e melhor posição relativa pode ser alcançada pelos *países periféricos*.

Nos EUA, este “aviso” vem desde a campanha presidencial. Se ataques são comuns entre partidos durante a corrida presidencial, uma vez na presidência, em regra, as promessas e ações são suavizadas – não tem sido assim com Trump. O objetivo de Trump parece ser uma reversão total ou grande comprometimento das políticas deixadas por Obama. Ademais, a destruição do legado de Obama não parece que será passageira, pois Trump indicou 12 juízes para as cortes de apelação, contra apenas 3 de Obama, todos com perfil conservador e com longa perspectiva de mandato nos tribunais. Afora o chamado *Obamacare* (sistema de saúde) que ainda permanece de pé, embora “minado” com cortes de verbas e tempo de inscrição, inúmeras ações foram implementadas ou estão em curso nos campos diplomáticos, de imigração, de políticas ambientais e fiscal. Exemplos não faltam: saída do Acordo de Paris sobre o clima, reversão do histórico acordo com Cuba, suspensão do acordo nuclear com Irã, saída do TPP, suspensão de várias regulamentações federais, etc... Porém, a mais importante de todas foi a aprovação da Reforma Tributária em dezembro. A ideia está na essência do pensamento do partido republicano e terá repercussões importantes nas políticas públicas e reflexos para o mundo como um todo.

Guardadas as devidas proporções, na Europa as mudanças também não tem sido poucas, embora ainda muito particularizadas. Se Alemanha, Holanda, França e Reino Unido já enfrentam alguma turbulência e alterações de seu *status quo*, a Espanha vivenciou este mês um novo posicionamento para a Catalunha. A Grécia também não aguentará mais um ano de medidas restritivas e nem mesmo o resto da Europa aceitará resgastes adicionais do BCE para o país. O presidente francês, Emmanuel Macron, afirmou em seu primeiro discurso de Ano Novo que 2018 será “crucial” para a França, para a Europa e para o mundo, falando diretamente aos cidadãos europeus, instando-os a expressar seus desejos sobre o que eles gostariam que a Europa se tornasse. A Itália terá eleições gerais em 2018, e também será uma fonte e termômetro para o futuro da Europa.

Na Ásia o principal *drive* é a China, que no momento se vê as voltas com a redução de seu crescimento econômico, mas que “aproveita” desses ajustes globais para ganhar terreno no campo político e econômico, inserindo-se como provável novo grande líder mundial. Difícil imaginar que a *meia dúzia de quatro ou cinco* deixará isso acontecer.

## Mercados - Juros

Possivelmente o componente de maior destaque neste processo de reorganização da política macroeconômica brasileira é a taxa SELIC, principal guia para o mercado de juros brasileiro e que atingiu em dezembro o seu menor patamar na história (7,0%). A decisão do COPOM de um novo corte de 0,5 p.p. veio em linha com a visão de que a inflação brasileira está completamente controlada, tanto para este ano quanto para 2018, tendo em vista a forte ancoragem das expectativas. Nessa linha, ganha força no mercado a interpretação (compartilhada por nós, da Redwood) de que é razoável um novo corte já em fevereiro de 2018, levando a taxa de juros para 6,75%.

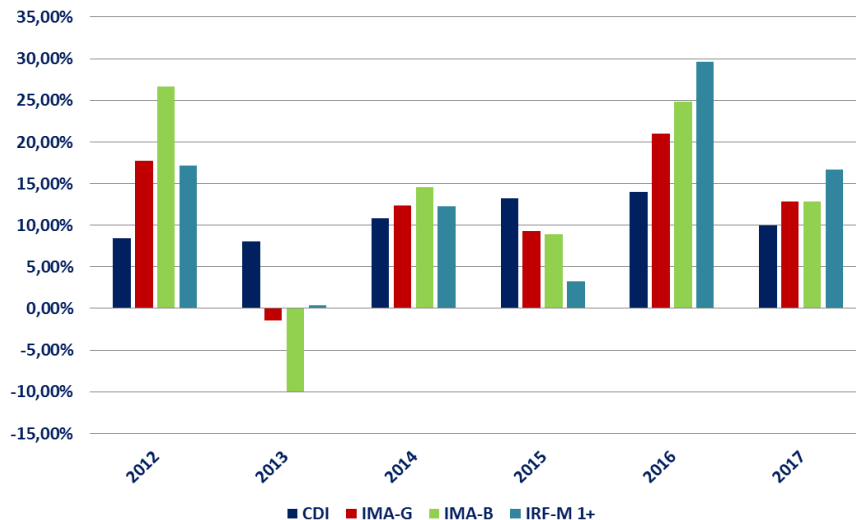
Assim, o ano terminou com a inclinação da ETTJ evidenciando que mesmo com os possíveis riscos ligados a eleição que está por vir, os vértices mais curtos já estão bem precificados em níveis muito próximos a estimativa acima descrita para a SELIC, e com baixa volatilidade. No entanto, evidenciou também que os riscos referentes a não aprovação da Reforma da Previdência ainda estão em pauta, com vértices de médio e longo prazos fechando o ano substancialmente acima das mínimas alcançadas ao longo dos últimos 12 meses. O risco existe. Porém, em se confirmando cenário positivo no começo de 2018, com a aprovação da reforma e o possível distanciamento de uma vitória da esquerda na corrida presidencial (haja vista o julgamento do ex-presidente Lula, à frente nas atuais pesquisas), este quadro deve mudar, com a diminuição dos *spreads* entre os diferentes vértices.

Outro efeito importante adjacente à redução da taxa de juros deverá ser observado no mercado de renda fixa. A cada novo corte promovido pelo COPOM, a rentabilidade de posições passivas indexadas ao CDI diminui. Assim, com a SELIC mais baixa da história, faz-se necessária a gestão mais tecnicamente capacitada possível para a geração de retornos relevantes e para a proteção efetiva de capital. *Feeling* não será o bastante. Modelos bem calibrados e análises qualificadas para encontrar o posicionamento correto serão a regra no mercado de renda fixa para 2018. Na verdade, não se trata de uma defesa exclusiva de uma gestão ativa de arbitragens entre vértices, mas, sobretudo de identificação de maturidades que, ajustado ao risco, possam embutir prêmios relevantes.

A Política Monetária, maestralmente conduzida até agora por Ilan Goldfajn, precisa ficar vigilante diante da fragilidade político-fiscal. Porém, é inegável que 2018 inicia em uma posição muito mais confortável para a equipe do BACEN do que em anos anteriores e demais setores do governo.

Parabéns! Dever de casa feito!

**Mercado Brasileiro de Renda Fixa**



Fonte: Economatica; CETIP | Elaboração: Planner Redwood



# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráfico ETTJ

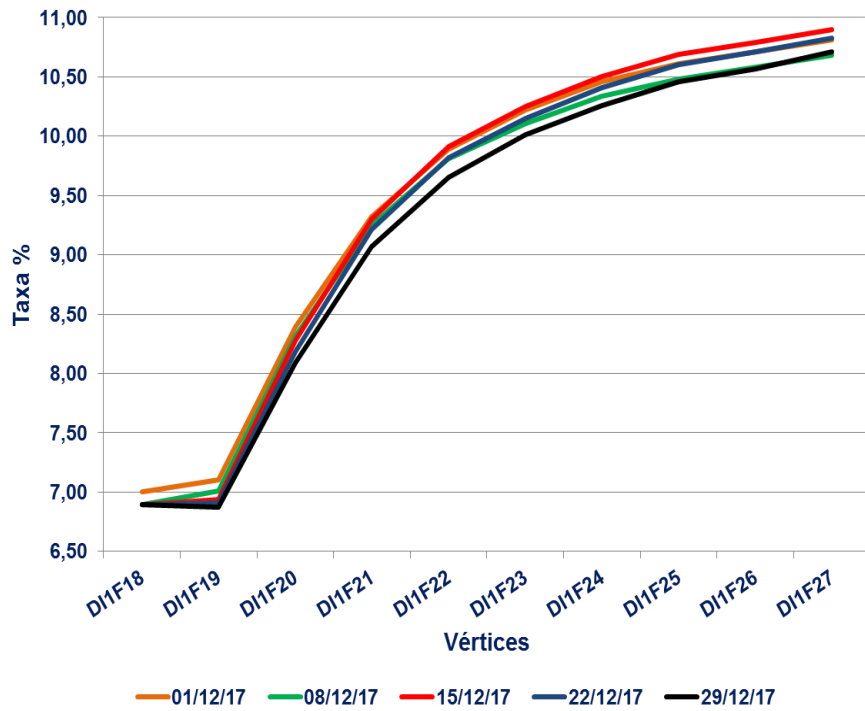
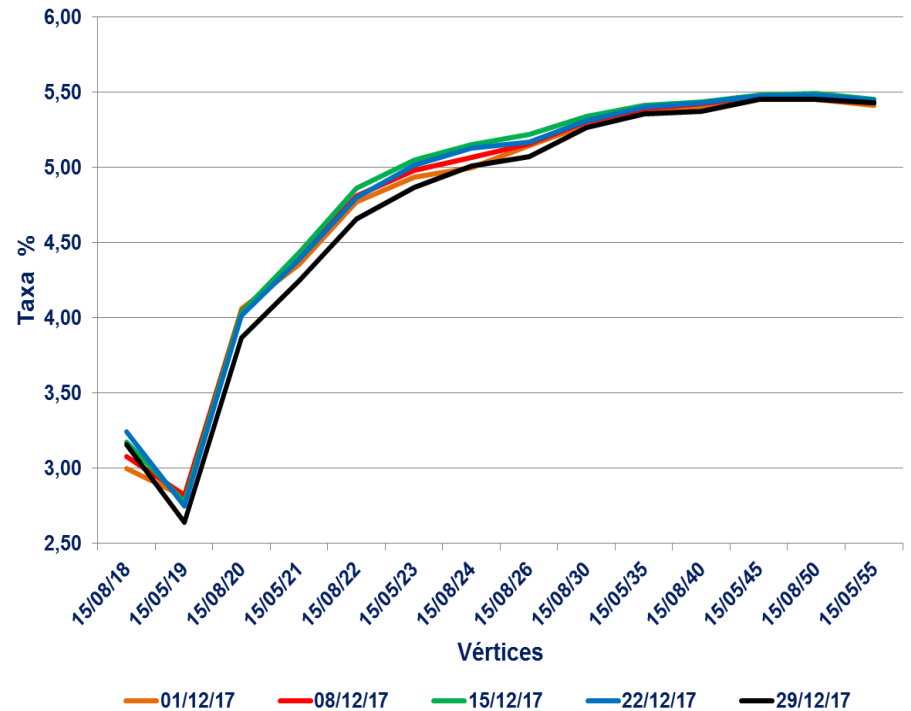


Gráfico (NTN-B)



## Mercados - Câmbio

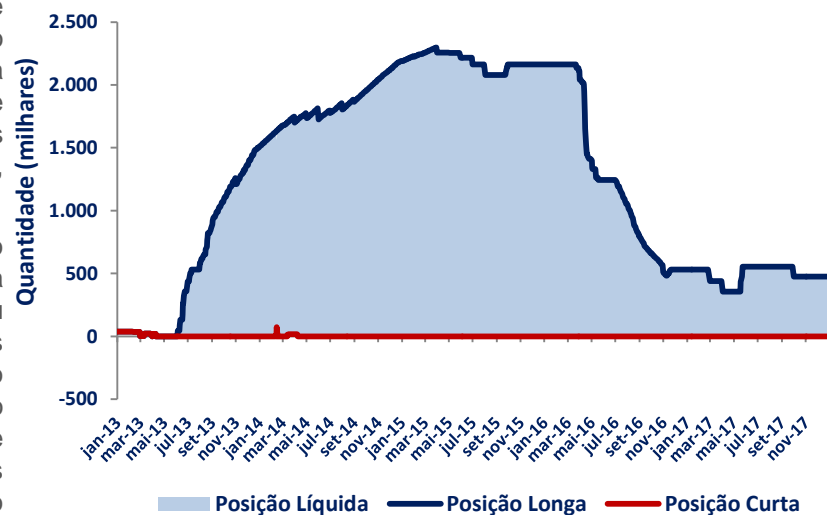
Neste mesmo espaço no mês de novembro ressaltamos que a decisão por votar ou não a Reforma da Previdência no final de 2017 seria um fator chave para a direção tomada pelo Dólar. Não foi diferente. Com o adiamento da votação para fevereiro de 2018, a moeda avançou e “consolidou” sua cotação acima dos R\$ 3,30, fechando o mês com Ptax venda de R\$ 3,308. Parte das informações importantes na determinação de tal patamar foi a hipótese ventilada pelas agências de *rating* de revisar negativamente a nota de crédito do Brasil ainda em 2017, tendo em vista as dificuldades observadas na condução do ajuste fiscal de longo prazo. O ano acabou, e ao que tudo indica ganhamos mais algum tempo antes de medidas mais drásticas.

À parte das diferentes direções para as quais apontam os “vetores da equação do risco” brasileiro, acreditamos que já no começo de 2018 veremos a cotação da principal divisa do mundo cair “substancialmente” frente ao Real, mesmo com seu atual ciclo de valorização diante às demais moedas do mundo (tendo em vista os impactos esperados decorrentes da aprovação do pacote de reformas fiscais do presidente Trump). Eventos importantes como a própria votação da questão previdenciária e o julgamento do ex-presidente Lula (marcada para o fim do mês de janeiro) devem ter papel preponderante nesse sentido. Ademais, nossos modelos apontam que no conjunto das variáveis usualmente determinantes da trajetória do valor justo para a cotação BRL/USD, dadas nossas estimativas destas, não existe espaço para maiores avanços conforme boa parte dos *players* precificam.

Quanto as já recorrentes intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, tivemos a rolagem de US\$ 9,6 bilhões contratos de *swap*. No ano, a autoridade monetária brasileira registrou ganhos de R\$ 7,033 bilhões com operações desta natureza, resultado substancialmente menor do que os R\$ 75,562 bilhões registrados em 2016. O discurso oficial quanto ao fornecimento de *hedge* ao mercado, a contenção de volatilidade e a formação de um suposto “colchão de liquidez” persiste. No entanto, tem-se mostrado cada vez mais consensual entre os agentes de mercado que, à parte das incertezas que nos reserva 2018, não existe grande necessidade de maiores intervenções do BACEN no mercado cambial, e mesmo a continuidade no processo gradativo de rolagem do atual nível de estoque. Nesta linha, nosso volume de reservas em torno de USD 380 bilhões apresenta-se como fiel da balança sob várias perspectivas, inclusive suficiente para conter eventuais especulações de curto e médio prazos.

Em outras palavras, a Política Cambial pode e deve abandonar essa prática intervencionista.

Swap Tradicional- Estoque do Banco Central do Brasil



Fonte: Bloomberg | Elaboração: Planner Redwood

# Mercados - Bolsa

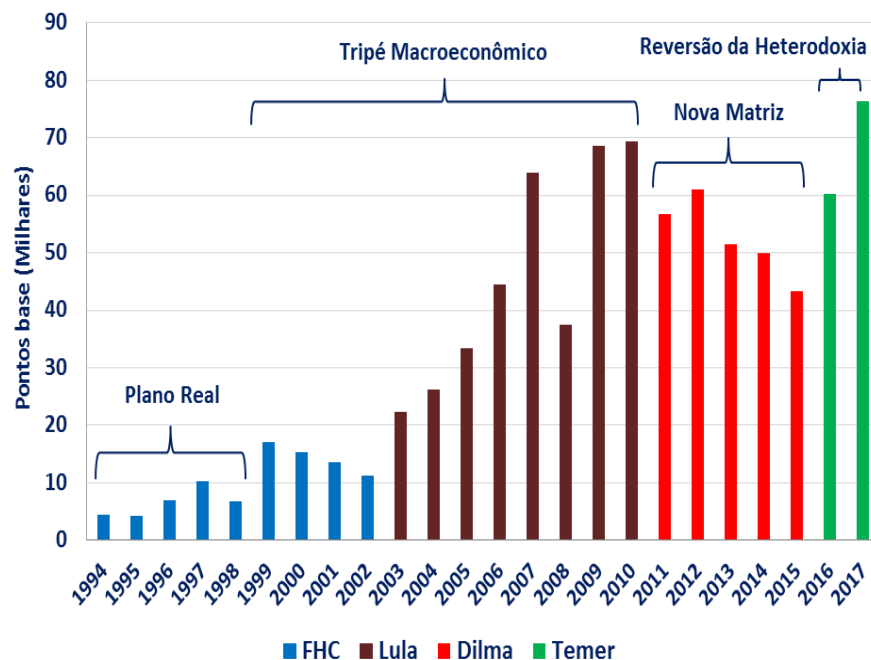
O efeito das incertezas referentes à votação da Reforma da Previdência é onipresente em todos os mercados!

Não poderia ser muito diferente no mercado acionário, e este fato político que pautou completamente o mês de dezembro, fez da bolsa brasileira se comportar “timidamente”, recuperando-se após o fechamento negativo no mês anterior. O Ibovespa encerrou 2017 cotado a 76.402 pontos (alta de 6,16% no mês e acumulando ganhos de 26,8% no ano!), muito próximo de sua máxima histórica, atingida em outubro deste ano, quando o índice marcou 76.989 pontos. Fundamental para esta retomada no mercado acionário nacional foi o sucesso até aqui alcançado no esforço do governo federal em promover reformas (haja vista as já aprovadas Reforma Trabalhista e do teto dos gastos públicos, para citar as principais) estruturais voltadas a modernização de nossa economia e a retomada para uma política econômica mais coesa e em sintonia com a racionalidade.

Mesmo sem um consenso sobre a questão previdenciária, considerada “bala de prata” do ajuste nas contas públicas brasileiras, o ano foi marcado pela retomada do otimismo dos agentes, o que ficou expresso não apenas no ciclo de valorização que levou o Ibovespa a sua máxima histórica. Foram registadas 9 aberturas de capital na B3, entre as quais destacam-se Carrefour, BR Distribuidora e Azul. Já entre as 59 empresas que compunham o principal índice da bolsa brasileira em dezembro de 2017, 50 acumularam ganhos. Há de se lembrar também que tivemos nos últimos doze meses a volta do investidor estrangeiro para a bolsa, com uma entrada líquida de R\$ 13,4 bilhões.

Tivemos assim o segundo ano de forte retomada no mercado acionário após um ciclo contínuo de quedas (2012 a 2015) interrompido com a mudança radical na condução da política econômica, e conseqüentemente as perspectivas para o país. Para o decisivo ano de 2018, basta-nos escolher pela continuidade do trabalho árduo, honesto e íntegro como sugerido na epígrafe deste comentário... pois 2017 já nos deu uma amostra do brilho para o qual o nosso futuro acena.

**Evolução do Ibovespa**



Fonte: Economática | Elaboração: Planner Redwood



# Comentário Mensal da Gestão

## DEZEMBRO 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)