

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 modern architectural element. 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

Julho 2017

Comentário Mensal da Gestão / JULHO 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.

“A corrupção dos governantes quase sempre começa com a corrupção de seus princípios.”

Charles-Louis de Secondat “Montesquieu” – Foi político, filósofo e escritor francês.

Introdução

**IT'S
POLITICS &
ECONOMY
STUPID**



Podemos até não entender no presente, por ineficiência intuitiva ou uma análise mais rigorosa mesmo. Contudo, ao final passamos a compreender melhor *ex-post* quando das variáveis mais claramente explicitadas e suas inter-relações. Assim acontece hoje em dia com relação a este descolamento da economia da política – não se sustentará por muito tempo. Não em um País que depende essencialmente de seus políticos para aprovar reformas fundamentais, sem as quais a economia não funcionará – simples assim –, Política Monetária perde eficácia, Fiscal compromete solvência do País, etc. Os mercados trabalham com uma margem de segurança de tempo e intensidade, mas sua dosagem não necessariamente será gradual se esta margem for comprometida. Essa é a inteligência, percepção e princípios que nossos políticos precisam ter em mente neste exato e crucial momento de reformas no Congresso Nacional. Entretanto, ecoa em nossas mentes a frase de abertura deste Comentário que resume muito bem esta preocupação: “*A corrupção dos governantes quase sempre começa com a corrupção de seus princípios.*”

Mundo afora, a China apresenta mais boas notícias com o fato de que seu ciclo de recuperação da indústria pode ser mais longo do que se esperava. As relações entre EUA e Rússia se deterioraram a olhos vistos, com o Senado americano aprovando sanções financeiras contra Moscou – medidas estas impedem que até mesmo o presidente possa contornar ou rever sem antes um aval do Congresso. Na França, sob o comando do novo presidente Emmanuel Macron, a Assembleia Nacional aprovou a proposta de reforma trabalhista do país – um tema importantíssimo. Contudo, tomou a cena mesmo este mês foi a Venezuela com toda a conturbação provocada pelo presidente Maduro, cujos reflexos foram sanções vindas de toda parte do mundo, prejudicando ainda mais o já sofrido povo venezuelano.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,2942%. S&P variou 1,93%, NIKKEI fechou em -0,54%, DAX com -1,68% e FTSE 4,39%. O Ibovespa terminou o mês em 4,80% e o IBrX em 4,91%. Máximas para DIF18 8,85% e DIF21 em 10,02%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,3055%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,1307.

Nos últimos tempos temos ouvido reiteradas vezes que a economia brasileira se descolou da política.

A afirmação leva em consideração o fato de que a confusão política pela qual passamos nem de longe representa o que víamos no passado, quando os mercados reagiam fortemente às condições políticas. Ademais, acredita-se que este “fenômeno” não se restringe aqui, mas sim em todo o mundo – citando exemplos clássicos mais longínquos como da Itália, ou mais recentes, como o *BREXIT* e a eleição de Donald Trump.

É fato, os mercados financeiros não precificam hoje nosso estresse político como outrora – ainda. No exterior, *BREXIT*, Donald Trump e até *Quantitative Easing* - QE pelo FED não surtiram “efeito” esperado justamente porque já estavam “precificados” ou, como no caso do QE, que para alguns era claro e não para a grande mídia, que seria (e como foi) um enorme *Monetary Non-Effect*. Ok, portanto não existem na realidade grandes surpresas ou bruxarias – em especial no médio e longo prazos...tudo faz sentido.

Atividade Econômica

Os índices de desemprego divulgados tem estado muito alinhados com nossas projeções, bem como acreditamos que o mercado de crédito possa estar também, cautelosamente, melhorando.

Entretanto, desde a crise deflagrada no dia 17 de Maio, os índices de confiança parecem ter interrompido a expectativa de forte trajetória ascendente (impacto menor e já com alguma recuperação), e isso tem consequências nos empresários e consumidores. Por outro lado, joga a favor também a Balança Comercial que deve apresentar outro superávit considerável neste mês.

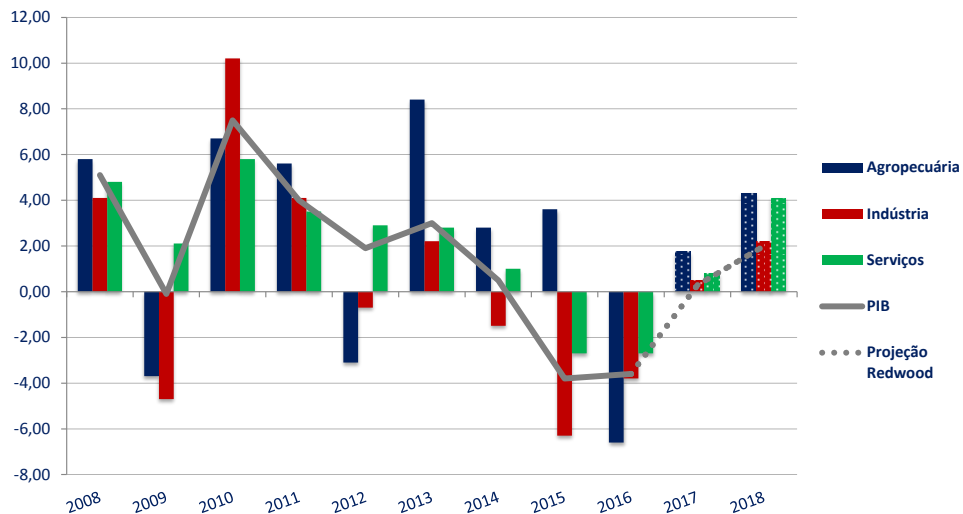
Somando ainda alguns prós e muitos contras, chegamos as conclusões recentes, sem muitas mudanças de patamar: o PIB deste ano ficará em torno de zero e o de 2018 próximo de 2%. Com isso, as expectativas devem se consolidar e podemos afirmar que o hiato do produto seguirá em terreno negativo por bastante tempo.

O gráfico ao lado mostra claramente as afirmações acima: uma recuperação lenta – embora progressiva – com destaque para a Agropecuária e alguma recuperação de Serviços em 2018. Trata-se da maior crise já vivida pelo Brasil, difícil ser diferente disso aí.

Não nos enganemos jamais, os gigantescos equívocos de Política Econômica dos últimos anos do Governo PT e a enorme crise política que nos assola sepultam qualquer hipótese de avanço mais forte e contundente. Incertezas “correm” muito forte ainda, e a reversão desse quadro passa, necessariamente, pela profusão de medidas de cunho não somente econômico, mas também e sobretudo de realinhamento político, reformas, ajustes e maior controle da máquina pública, ataque à corrupção e seus tentáculos e, não menos importante, um “novo” setor privado.

A sensibilidade aos níveis de incerteza econômica passa por tudo isso, mas sobretudo e neste momento, pela perda de confiança decorrente do ambiente político e sua capacidade de levar adiante as mudanças que o país precisa, e que mercados e equipe econômica são impotentes. Se o mercado financeiro não sustenta o descolamento da política por muito tempo, menos ainda verificar-se-á este efeito na economia real.

Evolução (%) do PIB por setor (projeção Redwood 2017 e 2018)



Fonte: IBGE e Projeções Redwood | Elaboração: Planner Redwood

Política Fiscal

Nossos prognósticos estavam corretos: aumento de impostos!

Se a meta de déficit de R\$ 139 bi estava comprometida sem aumento de impostos, agora em vigor, resta saber se o referido aumento será suficiente, tudo mais caminhando em ritmo absolutamente distinto do imaginado quando do estabelecimento da meta. Nossas contas nos mostram claramente que não.

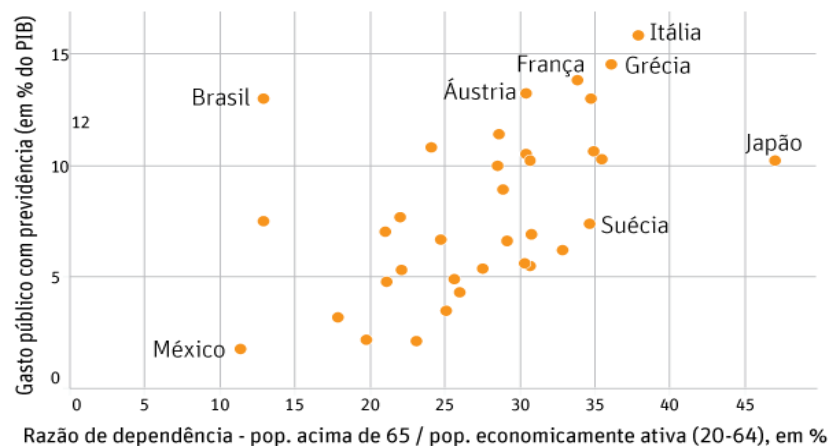
O que fazer, então? Será necessário reavaliar despesas de toda ordem – todas. Também será preciso “reanimar” os projetos que visam entradas de receitas extraordinárias o mais rápido possível. As reonerações à setores que foram fortemente beneficiados no Governo Dilma (deixados de lado para 2018) precisam voltar à pauta de discussões.

Enfim, o Estado precisa ficar menor, muito menor, em todos os aspectos! E precisamos levar adiante este “projeto” de Estado menor de forma consolidada, perene. O momento parece, (por mais paradoxal que seja, dada conturbação política), adequado para se lançar novas ideias e quebrar de vez paradigmas presentes em nossa sociedade que nos afundam constantemente. Uma nova visão neste sentido ajudará muito as contas públicas.

Na linha dos controles de gastos e de um país mais alinhado com o que acontece com demais países (evoluídos!) mundo afora, a Reforma Previdenciária precisa ser levada adiante, pois, além de anacrônica, representa o maior de todos os gastos – aproximadamente 46% das despesas primárias. Esta Reforma, praticamente abandonada em sua versão original, parece ganhar força de ser reapresentada com a possibilidade de continuidade do Presidente Temer. Um presidente com baixíssimos níveis de aprovação, mas com farta base de apoio na Câmara – essencialmente o que se precisa para levar adiante as Reformas. Mesmo que a Reforma venha em versão mais acanhada e enxuta, tenderá a melhorar os resultados fiscais adiante, a percepção dos investidores, o risco país e a eficácia da Política Econômica.

Enquanto isso e resumidamente, o projeto orçamentário para 2018 precisa ser enviado ao Congresso Nacional até o fim de Agosto, e este poderia ser o momento ideal – notadamente por conta de que até lá o ambiente político para visualização da exequibilidade das Reformas já estará mais claro – para redefinir eventualmente a meta de déficit para 2017. Será muito melhor “amarelar-se” agora revendo a atual meta, do que “avermelhar-se” (de vergonha!) e não cumpri-la. Está muito claro o que deve ser feito. Contra fatos não existem argumentos!

PREVIDÊNCIA Gasto brasileiro se equipara ao da França



Fonte: S. Pessoa, coluna semanal na 'Folha de São Paulo' do dia 12/03/2017.

Conjuntura Internacional

A Venezuela tomou a cena este mês, e tudo indica que o sofrimento do povo venezuelano continuará.

Não é de hoje que a Venezuela sofre, e sofre muito por conta de seus últimos dois Presidentes. O dismantelo é amplo e geral faz tempo, mas os níveis de deterioração avançaram muito recentemente. A escalada da falta de respeito às liberdades individuais chega a patamares preocupantes, e a perseguição aos principais opositores do atual Governo não tem tréguas. A gota d'água agora foi a ideia para realização de uma Assembleia Constituinte, cujos objetivos finais são altamente contestados mundo afora. Com o ambiente político absolutamente conturbado e a economia em frangalhos, a solução não deveria ser por este caminho e bem ressaltou a União Europeia ao mencionar que a nova Assembleia "não pode ser parte da solução" em meio a crescente onda de violência e insegurança no país. Bruxelas também pediu que o Presidente Maduro "trabalhe de forma urgente para adotar medidas que construam a confiança para reduzir a tensão e impulsionar melhores condições para reiniciar os esforços em direção de uma solução pacífica e negociada". Sanções já estão sendo tomadas, haja vista o já declarado pelos EUA e o crescente tom na Europa de que não ficarão apenas nos discursos de condenação. As "ferramentas" de que o mundo dispõe são estas...nem sempre surtem efeitos ou, em regra, demoram muito e a população continua em seu sofrimento. A depender do histórico latino em situações dessa natureza, infelizmente um agravamento da situação é o mais provável – incluindo um golpe. Além dos impactos nefastos para o povo venezuelano, cabe lembrar que o país é um grande produtor de petróleo e os EUA forte dependente...difícil acreditar que o mundo não venha a se envolver mais contundentemente, em especial as economias a serem mais afetadas. A se verificar.

Na Europa, o PMI Industrial da Alemanha caiu a 58,1 em Julho – o menor nível em 5 meses –, enquanto que no Reino Unido subiu acima dos previstos 54,9, alcançando 55,1. Na Zona do Euro como um todo, o PMI Industrial recuou para 56,6 enquanto a previsão era de 56,8. De toda sorte, o PIB da Zona do Euro cresceu 0,6% no 2º TRI 17 contra 1º TRI 17 e apresentou uma expansão anual de pouco mais de 2%, mas as projeções continuam a apontar 2017 como um ano ainda muito "desafiador". Neste raciocínio, continuamos com nossa perspectiva que o relaxamento quantitativo por parte do BCE não ocorrerá antes do final de 2018, e muito provavelmente de forma gradualíssima mesmo em 2019. A China, por sua vez, surpreende com sua resiliência econômica (resguardadas a cautelosa crença nos números divulgados). O PMI Industrial da China atingiu o nível mais alto em quatro meses em Junho, indicando que o ciclo de recuperação do setor pode ser mais duradouro – algumas projeções já apontam para um PIB de 6,8%. O governo chinês tenta empurrar com força, com o PBoC voltando a injetar o equivalente a USD 53,5 bilhões via linha de crédito de médio prazo. Por fim e ainda na Ásia, o PMI Industrial da Índia recuou para 47,9, a maior queda mensal em nove meses!...apesar disso continua sendo o país "queridinho" dos investidores para emergentes. O Japão, por sua vez e diferente do que se observa agora em 2017, poderá crescer menos em 2018 com as sinalizações de menor apoio fiscal.

Nos EUA, continuam os atritos com a Rússia (sanções e medidas diplomáticas de ambos os lados), e a infundável "organização" dos principais assessores de Donald Trump. Tudo isso em meio as tentativas de emplacar suas promessas de campanha – certas ou erradas, está cumprindo seu mandato. Contrário o que prega a grande e dominante mídia, vai razoavelmente bem – Tio Sam agradece.

Mercados - Juros

Selic novamente em um dígito!

O cenário atual é bem diferente de novembro de 2013, quando a taxa básica também esteve em um dígito. Naquela época, os dados econômicos eram maquiados por medidas do governo e a direção da economia era oposta: inflação pressionada para subir, gastos públicos em aceleração e a atividade razoavelmente em alta por incentivos equivocados do governo. Hoje a conjuntura é de fraqueza de atividade, queda surpreendente da inflação, e existe esforço (embora restrito) por parte do governo para blindar as contas públicas. A equipe do Banco Central é outra (muito melhor!) e as tomadas de decisão são sob fundamentos sólidos.

Na reunião de julho, o Banco Central determinou corte de 1% trazendo a Selic para 9,25%. O comunicado após a reunião surpreendeu pelo tom “*dovish*”, fazendo com que o mercado interprete que o ritmo de corte da taxa básica deve ser preservado na próxima reunião. As projeções da Redwood indicam que a taxa deve fechar o ano de 2017 em 8,00%. Nem mesmo o recente aumento do PIS/Cofins sobre os combustíveis e o seu efeito multiplicador é visto como uma ameaça ao controle da inflação, que continua surpreendendo para baixo. O IPCA-15 de julho (prévia da inflação oficial) foi negativo em 0,18%.

No mesmo dia que o COPOM reduziu a taxa brasileira, o FED optou por manter os juros americanos no intervalo de 1,00% a 1,25%. A instituição adotou um tom moderado levando os analistas de mercado a apostar numa elevação dos juros apenas em dezembro – em linha com nossos prognósticos de apenas mais uma elevação de juros neste ano de 2017. A postura do FED se traduz em uma externalidade importante e cujos reflexos podem (e devem) afetar nossa Política Monetária.

A curva de juros futura trabalhou ao longo de todo o mês reduzindo os prêmios. Os contratos de curto, médio e longo prazos tiveram redução da taxa com movimento paralelo da curva em relação ao fechamento do mês anterior. Os contratos com vencimento de curto e médio prazo precificaram os cortes de SELIC e as projeções de menor inflação e conseqüentemente menor taxa básica. Quanto aos vencimentos mais longos, o esforço do governo de cumprir a meta fiscal, por mais difícil que se apresente, e de dar continuidade às reformas, agradaram aos investidores.

A continuar neste ritmo, nos próximos meses a devida precificação dos juros para 2017 e 2018 estarão cada vez mais acuradas, e assim os juros reais, inclusive aqueles sob conceito de paridade internacional de juros, tenderão a “*spreads*” menores. Esta a razão pela qual o ciclo de redução da SELIC pode e deve continuar ainda forte este ano de 2017, mas o limite de competitividade do Brasil em termos de juros, que realmente importam para o investidor estrangeiro, começa a se mostrar, e com isso a queda dos juros básicos da economia brasileira em 2018 será muito menor.

Este cenário se confirmando, o movimento de rebalanceamento de carteira e/ou realocação de recursos será líquido e certo. Felizes os que souberem se posicionar adequadamente à esta realidade que se aproxima.

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráfico ETTJ

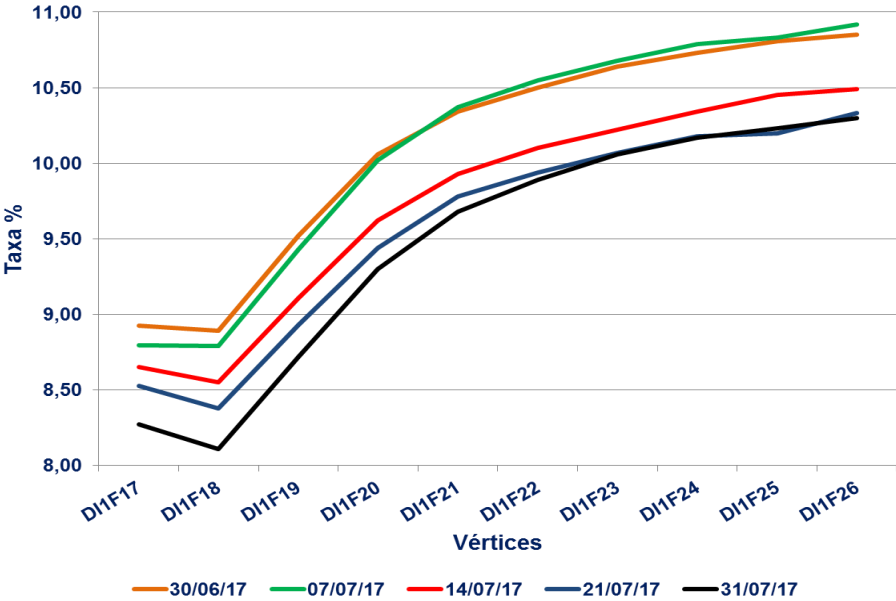
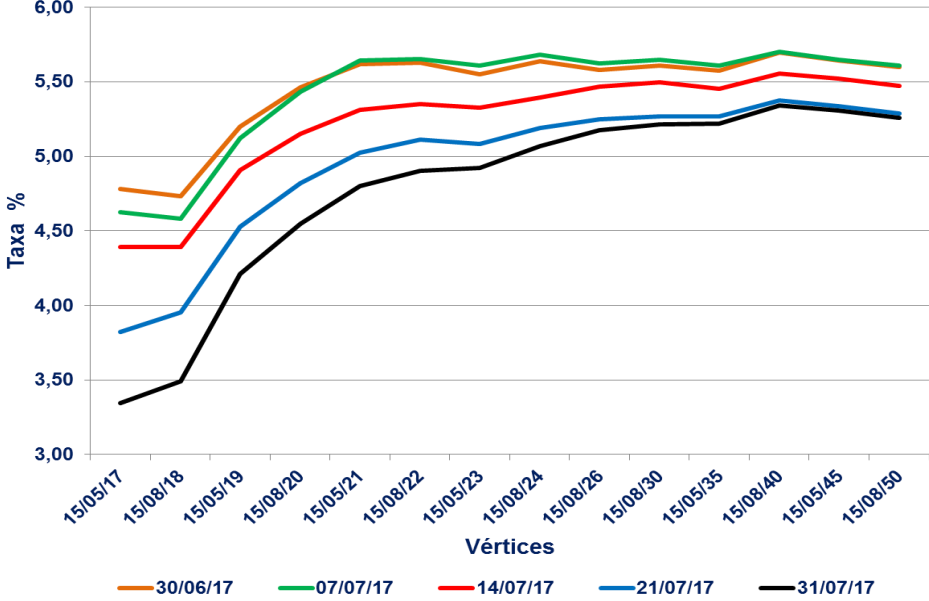


Gráfico (NTN-B)



Mercados - Câmbio

De volta aos patamares pré-crise JBS! O Dólar fechou o mês cotado em R\$ 3,1307, com desvalorização de 5,37%.

O câmbio, historicamente uma das maiores fontes de preocupação do Banco Central (podemos até imaginar a razão!), tem mostrado ao mercado que não é mais o grande vilão da economia brasileira, e muitos tem acreditado, pois as reservas internacionais permanecem em níveis elevados e a pressão internacional contra a moeda americana é baixa, especialmente após a percepção de que a normalização da política monetária nos EUA poderá ser ainda mais gradual. Ademais, corrobora este fato e por mais surpreendente que pareça, os investimentos continuam (em certa medida) sendo aportados no país, aumentando a oferta de dólares e enfraquecendo as possibilidades de forte desvalorização do Real. Tudo isso é verdade, mas não podemos nos esquecer que um país fechado (sob qualquer análise) como o Brasil, com políticas cambiais sempre dependentes da Autoridade monetária e um histórico pouco ortodoxo nessa seara, maiores volatilidades não são descartadas.

O fluxo de estrangeiros interessados nos IPO programados para o mês de julho (é bem verdade) e a rolagem integral do vencimento de contratos de *swap* cambial de agosto (é muitíssimo duvidoso) contribuíram para noção geral de mercado da valorização do Real. De um jeito ou de outro, o fato é que a tendência de um Real mais forte guarda respaldo em estudos mais robustos e comprometidos com a seriedade que o caso requer – embora nunca esqueçamos de Edmar Bacha e sua frase celebre de que a variável Dólar é uma invenção divina para humilhar os economistas. *Coeteris Paribus*, CDS caindo, juros reais e nominais em trajetórias como estão e outras variáveis correlacionadas e com causalidade, a cotação do Dólar parece ter chance para ceder mais, apesar do BACEN e da situação da economia brasileira.

Como em outros segmentos, o cenário político um pouco mais positivo também ajudou. O Presidente Temer saiu vitorioso na Comissão de Constituição e Justiça que analisou o pedido de denúncia feita pela Procuradoria-Geral da República pelo crime de corrupção passiva, e a Reforma Trabalhista foi aprovada. Com isso, reforçou a ideia no mercado financeiro de se trabalhar com a permanência da equipe econômica mesmo em caso de ruptura do atual governo – os reflexos foram imediatos.

O simples fato da continuidade da atual equipe econômica aliada a possibilidade, com ou sem o Presidente Temer, de evoluirmos na aprovação das Reformas (em especial a Previdenciária), já nos posiciona em situação bastante favorável na questão Câmbio – isso, obviamente, sem o auxílio do BACEN em “regular” o mercado. Com o país realinhado com suas contas em direção a estabilização, e afastando-se os riscos de solvência e *downgrades*, existem mais de USD 17 trilhões de liquidez no mundo a procura de rentabilidade...será uma enxurrada de Dólares por aqui (Amém)!

Como neste quesito também vale a lei da Oferta e Demanda, confirmado o eventual aumento desproporcional da Oferta podemos até não saber o novo preço de equilíbrio, mas podemos inferir para onde será seu deslocamento. Simples assim.

Mercados - Bolsa

O Ibovespa fechou o mês com valorização de 4,8% – trata-se da metade de tudo que rendeu em 2017 até agora. O preço internacional das *commodities* foi determinante para este resultado.

Mais uma vez o Brasil se destacou como grande vendedor de *commodities*, especialmente, soja, minério de ferro e petróleo. A recuperação da economia internacional e a alta nos preços no mercado externo deram força à pauta exportadora brasileira e por consequência as ações das empresas que negociam esses ativos. Entretanto, deve-se ressaltar que o país não pode se sustentar apenas nas empresas exploradoras de *commodities*, pois são produtos de baixo valor agregado, e que não contribuem para o ganho de competitividade e qualidade da atividade interna – e com isso os reflexos no principal Índice que representa as mais importantes empresas negociadas em Bolsa de Valores fica comprometido.

No campo político, o possível enfraquecimento do PT para as eleições presidenciais em 2018 favoreceu o mercado de ações. A eventual volta do PT enseja a avaliação de um retrocesso ao que se tem construído no último ano e as possibilidades de se avançar nas Reformas com a nova equipe econômica e sua atual Política. Para o investidor estrangeiro, determinante *player* no Ibovespa, a possibilidade de um menor risco político dessa natureza (catastrófica para o Brasil) em 2018, fortalece a credibilidade no país e conseqüentemente aumentam sua apostas.

Quatro empresas estrearam na Bolsa em julho: Carrefour, Biotoscana, IRB Brasil e Omega Geração. Com essas operações foram 7 o número de estreias na bolsa em 2017, um giro superior a R\$ 11 bilhões, o melhor ano do mercado de capitais doméstico em quatro anos. Essas aberturas de capitais demonstram, mesmo que de forma tímida ainda, um aumento da confiança do empresário e do investidor na economia brasileira.

No mês de julho iniciou-se o período de divulgação de resultados corporativos trimestrais. Em relação ao trimestre anterior, no geral, os resultados estão mais positivos e alguns setores, especialmente bancos, superaram a expectativa do mercado. No mês, as empresas do setor imobiliário, mais uma vez, foram beneficiadas pela redução da taxa básica de juros. Sob este enfoque e em breve (espera-se!) para demais setores, a redução dos juros básicos terá efeito muito importante para as empresas em sua “desalavancagem” e reavaliação de projetos.

De toda sorte, embora o Ibovespa ainda esteja razoavelmente “barato” em dólares, em outros indicadores como Preço/Lucro (P/L) sua atratividade deixa a desejar – estamos acima da média histórica e pouco acima de uma projeção linear, ambas de quase 14 anos...a média móvel de seis meses se iguala ao P/L atual. Ao tempo em que estes índices dizem muito pouco, pois trata-se do agregado e assim várias empresas podem ter desempenho bastante diferenciados, servem ao menos de um indicativo para eventuais próximos movimentos ou padrão de deslocamentos.

De fato, as avaliações hoje não são as mais convidativas, mas embora o Ibovespa não esteja uma pechincha, no balanço de propensão ao risco e a depender do investidor (e eventualmente sua capacidade seletiva de ações), é importante acompanhar o segmento.



Comentário Mensal da Gestão

JULHO 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

www.planner.com.br