

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

Outubro 2017

## Comentário Mensal da Gestão / OUTUBRO 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.*

*“It has been said that politics is the second oldest profession. I have learned that it bears a striking resemblance to the first.”*

*“Eu achava que a política era a segunda profissão mais antiga. Hoje vejo que ela se parece muito com a primeira.”(tradução livre)*

*Ronald Reagan – ex-Presidente Americano.*

## Introdução



A segunda denúncia da Procuradoria Geral da República – PGR contra o Presidente Michel Temer não prosperou. Apesar do resultado, “verdades e mentiras” se avolumam fomentando o não realinhamento político do país impedindo seu avanço nas reformas essenciais.

O custo para que Michel Temer lograsse êxito na Câmara não parece ter sido pequeno, muito embora (seja lá quanto foi) ainda não tenha terminado – aquele resultado era condição necessária, mas não suficiente para levar adiante a “Ponte para o Futuro”, pois o realinhamento da base será o grande desafio. O futuro da Nação pode e deve ser definido agora, e para isso impõe-se a formação de uma maioria política em prol das verdades incontestas que nos assolam. Não há o que se esperar ou tempo para reflexão ou, ainda, que se aguarde um novo governo. A janela de oportunidade é agora e o entendimento precisa ser construído urgentemente, mesmo que sob um pacto transitório ou circunstancial, para que possamos, suprapartidariamente, superar as mentiras que nos contam e enfrentar as verdades que, embora difíceis, nos libertarão para um crescimento sustentado.

Neste sentido, não se está aqui a cegamente defender que os “fins justificam os meios”, mas também não se tem a ingenuidade ou a desfaçatez de ignorar a regra do jogo. O presidencialismo de coalizão é este que aí impera, com o fisiologismo que conhecemos e um verdadeiro *apartheid* desenvolvido entre “nós e eles”, “defensores e entreguistas da Nação” e os “bons e os maus”. Agora com aparente passe-livre para Temer até o fim de 2018, esta é a realidade a se superar e no curtíssimo prazo, mesmo que para tanto tenhamos que admitir que o nosso atual sistema em muito se pareça com o que o ex-Presidente Americano Ronald Reagan certa vez afirmou e que abre este Comentário: *“Eu achava que a política era a segunda profissão mais antiga. Hoje vejo que ela se parece muito com a primeira.”*

Mundo afora, as tensões escalaram ao limite na questão da independência da Catalunha e o desfecho não poderia ser pior: após declaração de independência unilateral, Madri resolveu intervir e a cúpula que levou adiante este ato (sem apoio da Comunidade Europeia) possivelmente enfrentará julgamento. Na China, o Presidente Xi foi reeleito para assumir um novo mandato de cinco anos, com a promessa de construir o “sonho chinês” de uma Nação próspera e poderosa. Nos EUA, a predileção do Presidente Trump para substituir Janet Yellen por Jerome Powell no cargo de Presidente do FED confirma a perspectiva de que a elevação dos juros seguirá gradual e sem maiores mudanças comparado ao que seria se John Taylor fosse escolhido. A aprovação de Powell pelo Senado americano confirmará um alívio global, em especial para os emergentes, dentre eles o Brasil, pois espera-se capital abundante. Uma notícia a ser comemorada por nós, em especial se nos organizarmos e fizermos o dever de casa – eis a janela de oportunidade!

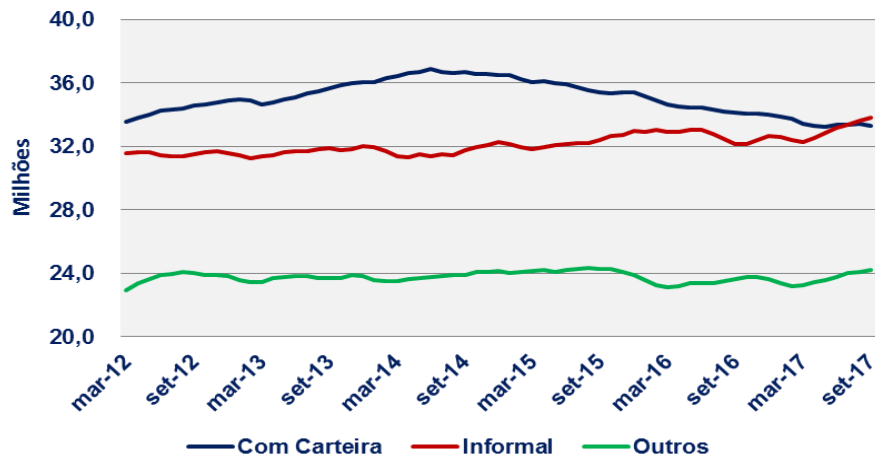
Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,3793%. O S&P variou 2,22%, o NIKKEI fechou em 8,13%, o DAX com 3,12% e o FTSE 0,43%. O Ibovespa terminou o mês em 0,02% e o IBrX em -0,13%. Máximas no mês para DIF18 7,48% e DIF21 em 9,21%. A NTN-B 2050 terminou o mês em 5,2668%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,2769.

## Atividade Econômica

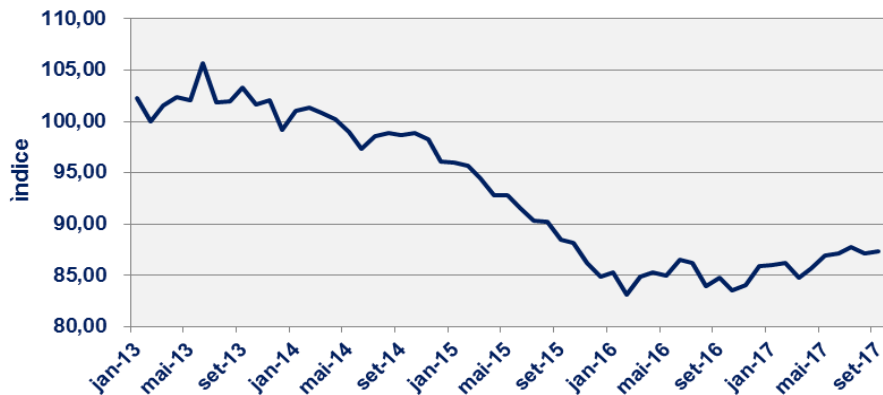
Embora não estejamos tão otimistas para o aumento do PIB como o resto dos economistas e o próprio mercado financeiro, tanto para 2017 como para 2018, nossas projeções para a taxa de desemprego são mais otimistas que boa parte das casas. E nesta linha os dados parecem corroborar nossos modelos e projeções com a melhora do segmento. Entretanto, o gráfico ao lado ensinaria dúvidas quanto à afirmação, tendo em vista o recuo da população ocupada com Carteira e o aumento no Informal e Outros. Trata-se em nossa opinião de uma “transição” entre a enorme recessão e a atual retomada da economia. A informalidade pode estar crescendo (com todos os prejuízos decorrentes), mas aponta algum tipo de recuperação, e existem pontos favoráveis, como o crescimento da população ocupada e o aumento da massa de rendimento. É claro que não se pode garantir essa trajetória com absoluta certeza, dados os inúmeros fatores envolvidos – em especial a continuidade da atual Política Econômica –, porém, permanecidas as condições esperadas, deverá haver sim ainda uma redução adicional, a exemplo do que se constatou no 1º TRI em 13,7% para 12,4% no 3º TRI. Ademais, logrando-se êxito no encaminhamento e aprovação das Reformas essenciais, este quadro tende a demonstrar evolução qualitativa – muito embora, neste sentido, a recuperação deverá ser lenta e gradual.

Na linha desse gradualismo vem o desempenho da produção industrial do Brasil. Coerente com nossas projeções, o crescimento industrial acumula alta no ano de 1,6%, mas frustra boa parte do mercado. O crescimento da produção industrial ocorreu em 8 dos 24 ramos pesquisados em Setembro, enquanto que em Agosto recuou em 8 do total, ou seja, existe uma “instabilidade” e uma “flutuação” absolutamente aceitável para o momento que vivemos – precisamos lembrar que o segmento colapsou em torno de 20% de seu tamanho de 2014. Para 2018, podemos esperar melhor desempenho, mas não será nenhuma *brastemp*.

**População Ocupada**



**Produção Industrial do Brasil (Com ajuste Sazonal)**



Fonte: IBGE | Elaboração: Planner Redwood

## Política Fiscal

O secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Fabio Kanczuk, tomou a cena este mês com absoluta propriedade em sua declaração, a respeito da política de desoneração da folha de pagamento do governo petista em evento promovido para discutir os subsídios bancados pelo governo federal (até hoje! houve reversão parcial, apenas) em pleno Tribunal de Contas da União – TCU. Disse o Secretário, sem meias palavras, que “(Foi) Uma droga de projeto. Não tem muito papo, é ruim”. Constrangimentos à parte, a verdade foi dita. Seja por pressão dos empresários ou interesses políticos, o fato é que existe muita resistência (classe política) para levar a cabo o fim da desoneração das empresas, cuja reoneração pode incrementar as receitas em mais de R\$ 5 bi em 2018 – valor significativo para ajuste do Orçamento.

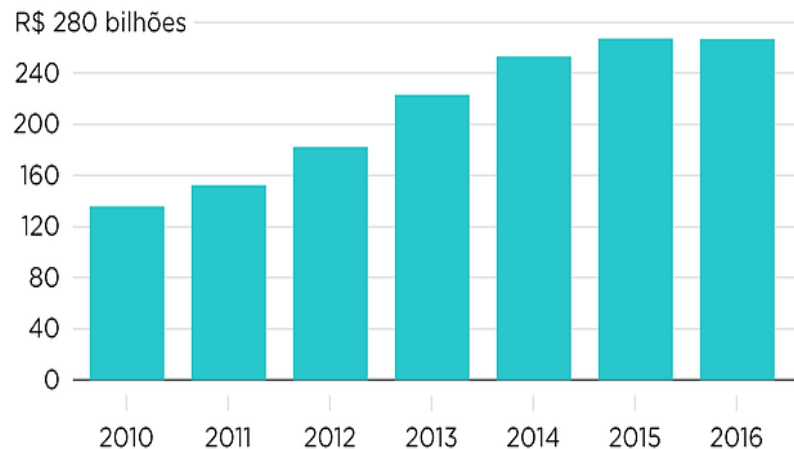
Na verdade, qualquer economia ou receita é importante nessa hora. A Previdência rumo para um *déficit* inédito da ordem de R\$ 190 bilhões este ano e, apesar dos esforços do Executivo, a Previdência Social impede que as contas do Governo Central (Tesouro Nacional, o Banco Central e o Regime Geral da Previdência Social) sejam melhores. O aumento da receita do Governo Central supera o da despesa, mas o desequilíbrio do INSS é estrutural.

A perpetuação de incentivos também é um desestabilizador potencial, em especial quando não se tem uma avaliação adequada dos programas. No campo das boas notícias, uma realidade prestes a mudar é a introdução da Taxa de Longo Prazo – TLP. A nova taxa de juros reduzirá os subsídios implícitos nos créditos dados pelo BNDES e balizará empréstimos de forma geral. Os juros cairão! Todos serão beneficiados e, não menos importante, reduzirá o custo de nossa dívida.

Vencida a resistência da criação da TLP, esta pode ser o condão para “contagiar” outros segmentos a desenvolver algo semelhante como para financiamentos com recursos dos Fundos Constitucionais (no que diz respeito a empréstimos não rurais). Aos poucos vamos mudando o conceito geral das coisas, da forma como sempre deveriam ter sido conduzidas, beneficiando e premiando os capazes e a boa gestão.

Pena que para transformar uma droga de projeto, como tivemos nos últimos 13 anos, leva mesmo muito tempo.

Renúncias fiscais em valores absolutos



Fonte: Nexo Jornal

## Conjuntura Internacional



Apesar dos recentes desastres naturais, o terrorismo e os assassinatos coletivos, as confusões separatistas e a própria ameaça de uma guerra nuclear, nada tem impactado (ainda) significativamente a economia global.

Na verdade, se um país pudesse “reclamar” de sua situação, este seria a China que deve ter seu crescimento “reduzido” a meros 6,6% neste último trimestre. Nem tanto. O PMI Industrial chinês permaneceu estável na marca de 51 em Outubro ante Setembro – neste nível o indicador ainda reflete uma boa situação. Para não perder o ritmo, o PBOC liberou o equivalente a USD 75 bilhões em crédito de médio prazo em Outubro e, adicionalmente, disponibilizou via três bancos que auxiliam na implementação de políticas da China, outros 38,4 bilhões de Yuans para financiar projetos de infraestrutura.

Ainda na Ásia, boa parte dos dirigentes da política monetária do Banco do Japão (BoJ, o BACEN japonês) acredita que a atual política de agressivos estímulos monetários está funcionando satisfatoriamente bem para que a instituição atinja sua meta de inflação de 2% – mas há quem não ache que a política esteja suficientemente acomodática.

Essa toada não fica para trás com o Banco Central Europeu – BCE na Europa. Em verdade, não é de hoje que o BCE encampou essa ideia de *Quantitative Easing* – QE (“importado” dos EUA), mas o que surpreende é não somente a permanência, mas também a intensificação do processo – haja vista o ocorrido por lá. A Instituição prorrogou em mais nove meses o programa de compras de ativos para continuar sustentando a economia da Zona do Euro. As justificativas (desculpas, para os críticos) são de que existem pontos fundamentais que precisam ser levados em consideração no momento de ajustar o programa, tais como o ritmo, o horizonte e a (opcionalidade) capacidade de recalibrar as compras dos ativos. A ideia é que a melhora da perspectiva econômica reforçou a confiança que a inflação caminhará para a meta, e isso exige um ritmo mais fraco de compras. Para tanto, o BCE deveria ser “persistente e paciente” em seus esforços. Na reunião de Outubro, além da extensão, o BCE decidiu cortar o volume mensal de compras pela metade, a 30 bilhões de euros. E se não for suficiente? Não tem importância, a autoridade europeia já sinalizou com a possibilidade de manter as compras para além do prazo se a inflação não se fortalecer o bastante. O custo disso poderá ser muito alto, em todos os sentidos.

Enquanto isso, nos EUA, a economia se mostra mais resiliente do que nunca – nem mesmo enchentes e furacões interromperam a pujança da atividade econômica, e outros indicadores macroeconômicos também mostraram vigor. Por fim, Donald Trump manifestou sua predileção por Jerome Powell para presidir o FED...o gênio John Taylor não virá, pena...*oops!* Talvez tenhamos alguma desregulamentação, porém no mais não veremos grandes mudanças. Em outras palavras, gradualismo idêntico da política monetária vigente...o mundo continuará com muita liquidez!

## Mercados - Juros

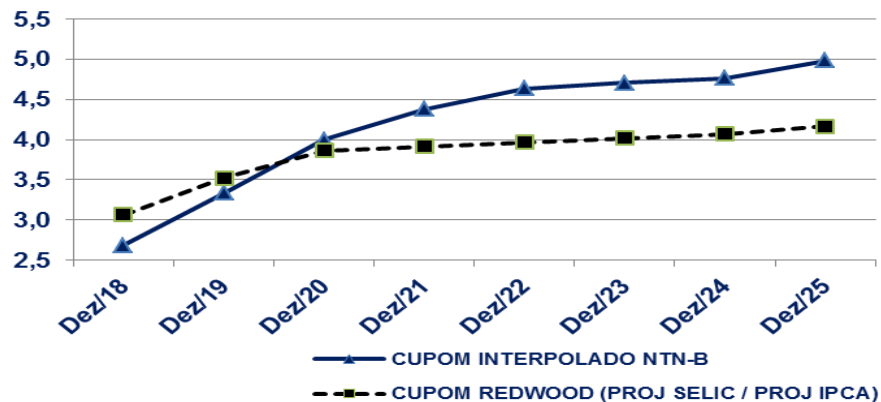
O mês de Outubro não foi para o mercado de juros, nem de longe, um mês que se pudesse considerar tranquilo.

Muito embora nossas análises nos condicionem a acreditar que, à parte destes movimentos transitórios os juros voltarão a cair, o mercado (que sempre exagera em seus movimentos) guiou-se por outras perspectivas e influências (ruídos). Sob os argumentos de uma maior percepção de risco fiscal a partir de 2019, a estrutura a termo da taxa de juros deslocou seu patamar a partir dos últimos dias do mês para níveis acima do que observamos nos meses recentes. O DI 21 que até o dia 25 havia tido fechamento máximo de 9,0%, terminou o mês cotado a 9,19%. Outro possível fator para a sustentação dos juros em patamares mais altos ao final do mês veio através do câmbio, uma vez que o Dólar apresentou algum movimento sustentado de valorização frente ao Real até o fechamento da PTAX do mês – em boa parte motivado pelo cenário global, em especial pela perspectiva de juros maiores nos EUA.

A Política Monetária, por sua vez, apresenta-se no rumo certo baseando-se no que lhe mais importa: inflação futura devidamente ancorada. Mesmo com a decomposição do índice, não se vislumbram maiores problemas, sejam nos preços livres ou administrados. Os principais fatores de riscos para a inflação são justamente nossos próprios desafios políticos (em maior magnitude), pois interrompem as reformas essenciais, e o cenário internacional (economia americana e/ou guerra). Assim, no que tange a condução da taxa SELIC, não tivemos surpresas por parte do BACEN. Redução de 75 p.b., em linha com as projeções da Redwood e com o esperado por grande parte do mercado. Acreditamos ainda em um último corte de 50 p.b. para a última reunião deste ano, terminando 2017 com a taxa em 7,0%. A surpresa (por parte do mercado, mas em linha com nossos modelos) ficou reservada para o tom “*dovish*” adotado na ata do COPOM, onde o comitê em questão preferiu manter as sinalizações de médio prazo para comunicações futuras. A interpretação geral é de que tal comportamento pode estar condicionado a novos cortes para 2018, ao passo em que a precificação dos contratos de DI indicava que o mercado assimilava um encerramento dos cortes uma vez alcançados os 7%.

Em termos práticos, o gráfico acima mostra como os prêmios dos cupons das NTN-B minguaram (ótica Redwood x Mercado). Embora esta fotografia possa mudar, a realidade parece indicar que em mundo de taxas nominais e (neste caso) reais menores, será necessário saber “fazer finanças” de agora em diante.

**Cupom NTN-B Mercado x Prejeções Redwood**



Fonte: Broadcast e Projeções Redwood | Elaboração: Planner Redwood



# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráfico ETTJ

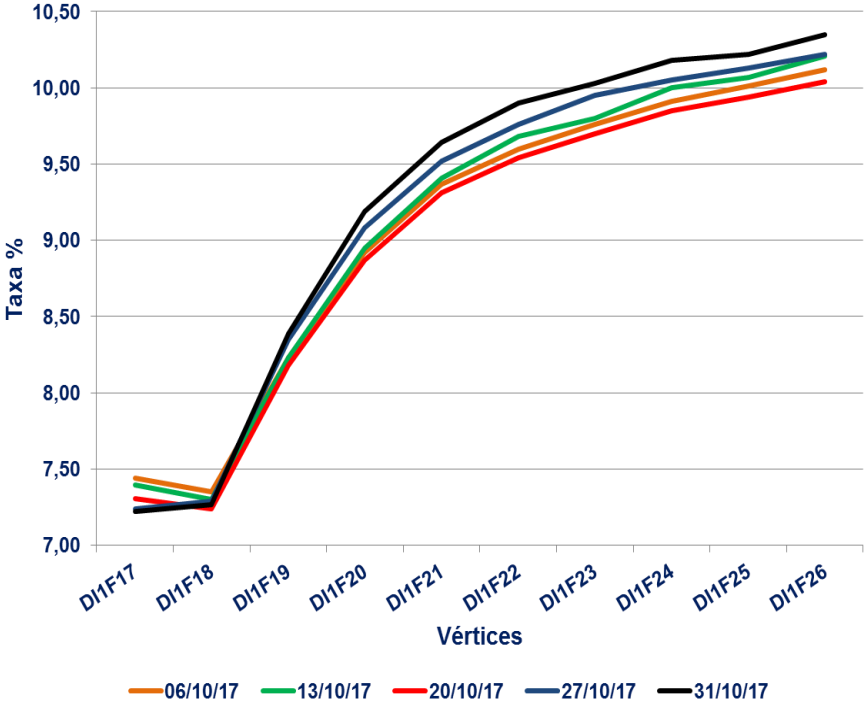
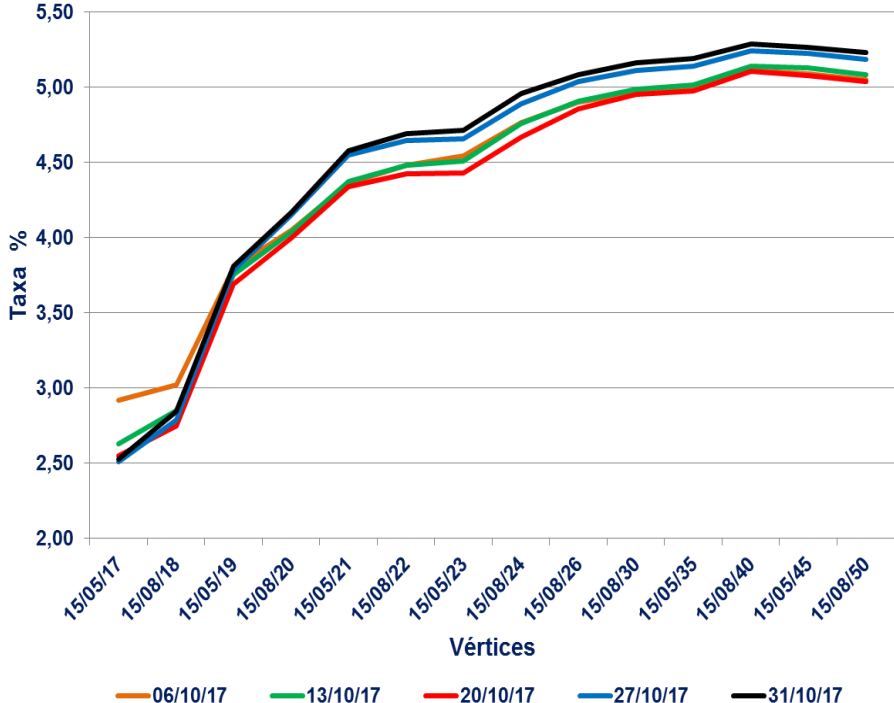


Gráfico (NTN-B)



## Mercados - Câmbio

Em nosso último relatório, afirmamos que nossas projeções apontam para um Real mais valorizado ao longo do tempo. Pois bem, o câmbio neste mês subiu! Erramos? Talvez, não dá para falar ainda...pensamos no médio e longo prazos.

O câmbio é definitivamente a mais difícil das variáveis a se prever, e economistas em regra analisam uma série de fatores (conjuntamente), e por vezes acabam por retirar o foco do todo por questões pontuais, privilegiando os detalhes em detrimento do essencial. Este é um momento crucial e não podemos nos afastar dos temas centrais e como essas variáveis se relacionam. Reavaliar premissas faz parte, mas não é o caso.

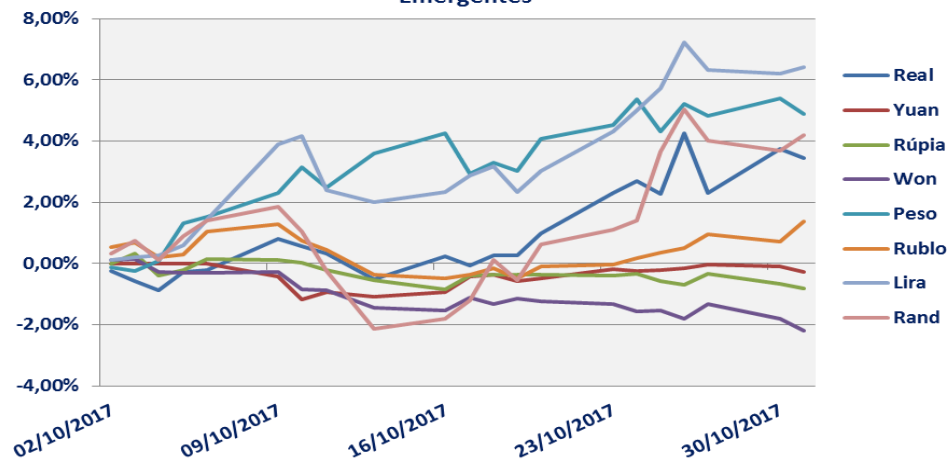
No mês, o mercado de câmbio foi marcado pela valorização da moeda americana, após um período de fortalecimento contínuo do Real entre os meses de Junho e Setembro. Neste período, a média dos fechamentos da PTAX (venda) acumulou uma desvalorização de 4,87% da moeda americana, o que mostra o quão expressiva foi essa valorização de 3,44% em apenas um mês.

Uma justificativa plausível não captada em nossos modelos (ruído – por intensidade e/ou antecipação) no curto prazo pode estar relacionada a expectativa da política monetária nos EUA (ligados sobretudo a nomeação do próximo presidente do FED – maior ou menor aperto monetário) em função do avanço no Congresso Americano da Reforma Tributária (com expansão de seu *déficit*) e o próprio desempenho surpreendente da economia.

Afora as questões de mercado, que diga-se de passagem não parece ter sido agravada pelo BACEN, este mês ficamos ilesos de intervenções da autoridade monetária (aleluia!). No entanto, a comemoração deve ser comedida. Em Outubro, o BACEN registou perda de R\$ 2,013 bilhões com as operações de *swap* existentes, agravando o rombo nominal do setor público. A situação nos leva a refletir argumentos de alguns que temos um erro histórico ao delegar a Política Cambial para o BACEN (antes era operacionalizado pelo BB). Será que não deveria estar no Executivo como em outros países decentes do mundo (Alemanha, Japão)? Nos EUA o Tesouro é o responsável e o FED implementa...olha onde chegamos ousar pensar! Tão mais fácil se ajustar, notadamente com uma equipe de primeira linha que temos hoje no BACEN.

De volta aos nossos erros e acertos de previsões, para economistas-financistas, todo resultado ruim de curto prazo é motivo para falar que seu “produto” é de longo prazo – para os descompromissados, ganha-se tempo, e para os intelectualmente honestos, a reafirmação de suas limitações!

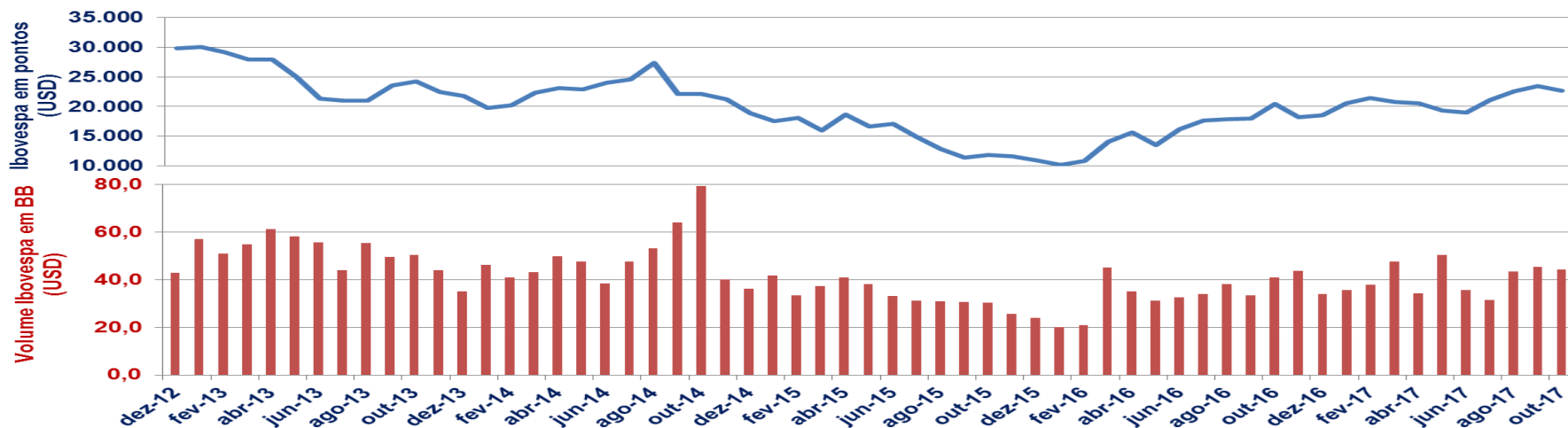
Variação Câmbial Acumulada Emergentes



Fonte: Bloomberg | Elaboração: Planner Redwood

# Mercados - Bolsa

Ibovespa x Volume Mensal em USD



Fonte: Bloomberg | Elaboração: Planner Redwood

Mesmo após atingir sua máxima histórica em Reais pelo segundo mês consecutivo (78.024,09) a bolsa teve a menor valorização mensal desde Junho, quando o ciclo de valorização recente se iniciou, tendo no radar o risco político ligado à liderança de Lula nas pesquisas para 2018 e o risco de um freio no ritmo das reformas. Grande parte deste impacto negativo vem pelas ações do setor financeiro, responsáveis por parte considerável da composição do índice. A outra ponta desta queda está no grande motor do Ibovespa: o investidor estrangeiro. Embora mantido o resultado positivo no ano (R\$ 13,2 bilhões), o mês de Outubro registrou saldo negativo de R\$ 1,8 bilhões no fluxo proveniente dos gringos. A decisão e condução do próximo presidente do FED pode ser determinante neste sentido, já que a aceleração do processo de normalização dos juros americanos pode levar a um processo global de “flight to quality”, ainda que muito tímido devido a exacerbada liquidez internacional. Os gráficos acima demonstram claramente o potencial do Ibovespa em Dólares e os volumes operados – cabe registrar que atualmente os estrangeiros respondem pela metade do volume negociado.

Sob estas condições, coube a Petrobrás garantir que não fosse Outubro o responsável pelo encerramento da valorização da bolsa brasileira, observada nos últimos cinco meses. Colhendo os frutos das mudanças em seu planejamento estratégico e na modernização de sua governança, a petroleira teve valorização próxima aos 10% no mês. Tendo em vista sua participação na carteira teórica do índice (cerca de 10%), a contribuição de 1% sobre o Ibovespa foi “o fiel da balança” para garantir a singela alta de 0,02%. A empresa se torna assim um símbolo para a noção de que sob gestão diligente e responsável, com planejamento financeiro e estratégico coeso e realista, é possível vencer e prosperar no Brasil. Que o exemplo seja seguido por todas empresas!



# Comentário Mensal da Gestão

## OUTUBRO 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)