

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

JUNHO 2016

Comentário Mensal da Gestão / JUNHO 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.

“The time to repair the roof is when the sun is shining.”

“O momento de se consertar o telhado é quando o sol está brilhando.”
(Tradução Livre)

State of the Union Address – 11 de Janeiro de 1962

John F. Kennedy – ex-presidente americano

Introdução

As enormes dificuldades para lidar com a conjuntura econômica e política brasileira, com reflexos em toda a sociedade e cujo alcance pode ser muito mais duradouro do que se parece, tem uma trégua momentânea vista como um “benefício da dúvida” concedido – mesmo que tacitamente – por todos de bem e que desejam o melhor para o país. Contudo, este apoio tem limites no tempo e na avaliação constante das atitudes e sinais emitidos – um retroalimenta o outro – para o bem e para o mal.

Até o momento, o Governo do Presidente interino Michel Temer conseguiu nomear uma equipe econômica de reconhecida competência, mas cujo trabalho de fato ainda não mostrou muito. Compreensível, mas já poderíamos ter tido uma ação mais contundente com atos e ações mais concretas – haja vista que para essa equipe existe pouco ou nenhum custo em relação a uma “curva de aprendizagem”. O fato, entretanto, é que a interinidade da presidência não confere a Michel Temer o conforto político para um trânsito e ação efetivas, em especial na esfera legislativa. Assim, mudar o *status* de substituto para sucessor parece ser o melhor *timing* para Temer começar a agir...pode não ser para a sociedade e os formadores de opinião. De toda sorte, a avaliação do ex-presidente John F. Kennedy é perfeita quando diz que “*o melhor tempo para consertar o telhado é quando o sol está brilhando*”...por enquanto, o sol ainda está brilhando para Michel Temer.

No mundo, a “insanidade” dos ataques terroristas e a atrocidade de como são cometidos estarreceram à todos. A escalada desses atos aumenta, e mesmo os governos mais bem preparados tem sido “surpreendidos”, inimagináveis são as consequências em todos os segmentos em que possa este movimento prosperar. Mais do que uma ação coordenada de governos, uma mudança drástica de postura e atitude em relação ao que já se dispõem dos Serviços de Informações e outras Agências são necessárias. E sim, passa pelas superpotências democráticas iniciar esta mudança.

No campo econômico internacional está o *Brexit* – a saída do Reino Unido da União Europeia. Foi bom ou foi ruim? E para quem? Os efeitos serão transitórios? Justifica tamanha histeria e comoção? As respostas podem ser tão complexas como desejarmos, mas para os britânicos a resposta parece bem direta e simples: chega! Esse grito de “independência” e necessidade de mudança se inicia em outros países e já se materializa em outros – impossível fechar os olhos para este movimento, pois as relações entre países e povos serão alteradas profundamente. Nos EUA a corrida presidencial ganha corpo e pode ser um divisor de águas, também nesse sentido.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,49%. S&P variou 0,09%, NIKKEI fechou em -9,63%, DAX com -5,68% e FTSE -10,14%. O Ibovespa terminou o mês em 6,30% e o IBrX em 6,48%. Máximas para DIF17 em 13,94% e DIF21 em 12,80%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,0549%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,2098.

Atividade Econômica

A economia brasileira, emperrada e afundada na maior recessão em décadas, degrada-se fisicamente e perde capacidade de operação. A afirmativa respalda-se agora não somente na desgastada (de tanto neste espaço comentada) tecla do investimento – a Formação Bruta de Capital Fixo - FBCF, mas também a líquida. O investimento em máquinas, equipamentos e construções tem sido insuficiente para cobrir a depreciação do capital físico. Em estudo recente do IPEA, o investimento líquido - obtido quando se leva em conta a depreciação de equipamentos, estradas e outras instalações - recuou 40% no ano passado. Este é o principal ponto, enquanto essa deterioração não cessar e reverter a tendência, não teremos certeza de retomada de crescimento consistente.

Neste sentido, os investimentos no setor produtivo ainda vão demorar, em outras palavras, a economia real não deslanchará rapidamente. De fato, corrobora esta afirmativa que atualmente estamos com mais de 1/3 da capacidade produtiva ociosa. Isso significa que as empresas estão aptas a atender qualquer aumento de demanda do momento...demanda essa extremamente fraca. Pelo lado da indústria, as empresas operam com 64% da capacidade instalada – este é o menor número da série histórica. Assim, em eventual retomada da atividade econômica (e nós da Planner Redwood acreditamos que isso possa ocorrer), os agentes primeiro utilizariam a capacidade instalada e somente depois, confirmada a melhora econômica e reversão de expectativas com indicadores de confiança mais robustos, seriam retomados os investimentos.

Deste modo, as previsões são, em certa medida, animadoras, mas não sugere soltarmos fogos (ainda). Novos cálculos apontam para uma melhora no desempenho da economia para este ano, porém nada muito aquém dos -4%. Por outro lado, o nível de desempenho para 2017 aponta, mais uma vez sem grandes alardes, para um número relativamente muito melhor do que este ano: algo pouco acima de -1%. Trata-se de uma melhora relativa expressiva, mas longe do necessário e do potencial da economia brasileira.

O que se segue dessa situação são os reflexos que de verdade impactam a sociedade brasileira: o nível de emprego, a inflação sob controle, a retomada dos projetos e investimentos e, conseqüentemente, a melhora do bem estar social. Nada disso, infelizmente, parece chegar no curto prazo. Mas é a tendência e a trajetória positiva que realmente importam, como também essencial será a habilidade na condução da política econômica firme para que não ocorram retrocessos, sejam motivados por questões políticas ou as mirabolantes ideias das equipes econômicas recentes.

O Governo do Presidente interino Temer parece querer criar este novo ambiente, cujas condições em pauta são indispensáveis à retomada econômica. Contudo, os brasileiros precisam ter espírito crítico construtivo e avaliar, constantemente, o rumo das coisas. Faz parte da democracia a participação de todos. O modelo econômico mudou, as diferenças em relação a política econômica anterior são oceânicas e indicam melhoras em todos os sentidos – mas isso não implica em aceitação plena e incondicional das medidas por vir. Estejamos alertas!

Política Fiscal

Poucos são aqueles que, por não sentir dor ao pensar, não creditam ao dismantelo que chegamos à farra nas contas públicas nos anos recentes. Menos ainda são aqueles que, indolores ao raciocínio lógico elementar econômico, não apostam que a chave-mestra que destravará o crescimento econômico e ponte de salvação para início de **todas** as curas de nossos males se concentra na eficiência do gasto público.

Michel Temer e equipe econômica entram com comprometimento total para controle dos gastos e consolidação fiscal. Entretanto, a questão política impõe restrições tanto na forma como no conteúdo das ações a serem tomadas. Alguns pontos, portanto, são limitadores, ainda que momentâneos, para o devido avanço do ajuste fiscal. O primeiro deles é a estabilidade, aderência e garantia de coalizão de um Governo interino. O segundo, a baixa popularidade (por razões óbvias) de Michel Temer e a intolerância natural da sociedade para com medidas de austeridade – que, em regra, resultam em prolongamento da recessão e aumento do desemprego. Algumas medidas anunciadas podem até ser (e são!) medidas necessárias, mas insuficientes para conter a imprescindível consolidação fiscal e estabilização dos gastos. Outras, como o “pacote de bondades” a exemplo do reajuste a servidores (embora dito já contemplado no orçamento) indicam sinal contrário ao esperado, mas minoram os efeitos adversos dos limitadores mencionados. Ao fim e ao cabo, a verdade é que a dinâmica da dívida precisa sinalizar ao menos a estabilização da relação Dívida/PIB – qualquer coisa diferente disso estaremos em maus lençóis.

Neste sentido, a sustentabilidade da trajetória da dívida é o mais importante, e isso se consegue, obviamente, com o efetivo gerenciamento das receitas e das despesas. Do lado das receitas, toda forma de otimização é muito bem vinda, mas é inimaginável assumir qualquer aumento de tributo antes de uma forte, drástica e profunda redução das despesas. Será um desserviço e um desgaste colossal (e politicamente um suicídio – sob o ponto da governabilidade e não de interesses pessoais futuros do Presidente interino) uma proposta de aumento de tributos **antes** da devida e comprovada tentativa de redução das despesas.

Não é possível deixar de mencionar o caráter particular do fato de diversas despesas do Governo Federal possuírem uma dinâmica própria de crescimento, tais como os gastos com a Previdência e com os programas assistenciais, que sobem com o salário mínimo. Assim, por essas e outras é sabido que a margem de “manobra” é muito curta em relação ao que é possível cortar. Eis aí portanto, a necessidade fundamental de reformas estruturais. Entretanto, isso não pode significar que não seja possível gerenciar o orçamento de forma mais contundente. O ajuste virá (via inflação e outros) de um jeito ou de outro, mais cedo ou mais tarde, e tentar arbitrar essa situação via terreno político como a arte do desejável e do possível pode não ser o melhor caminho – mas talvez o mais aceitável para Temer.

Neste caso, a microeconomia nos empresta sua *Teoria das Preferências Reveladas*...já já veremos de Temer, por suas ações, a decisão que maximiza sua *Função Utilidade* e teremos reveladas suas reais preferências. Qual o problema? Pode ser que a curva de indiferença de Temer, aquela cuja variação permite explicar o comportamento que resulta das opções para aumentar sua satisfação, não seja a mesma da sociedade brasileira.

Conjuntura Internacional



A saída do Reino Unido (*Brexit*) foi, definitivamente, o assunto econômico de maior impacto no mês. Surpresa para alguns, nem tanto para outros, mas a margem de vitória (embora incontestada) não foi esmagadora. O resultado, portanto, deixa ainda esperanças para eventual reversão – tanto que até agora, várias alternativas tem sido apresentadas para um desfecho diferente quando da comunicação oficial a União Europeia for feita. Ledo engano, não terá volta – e mais, quanto mais tempo passar, mais irreversível a decisão tomada. Não há dúvidas que o custo da saída (para o Reino Unido) está cada vez mais claro, mas o sentimento de retorno da identidade nacional parece ganhar espaço.

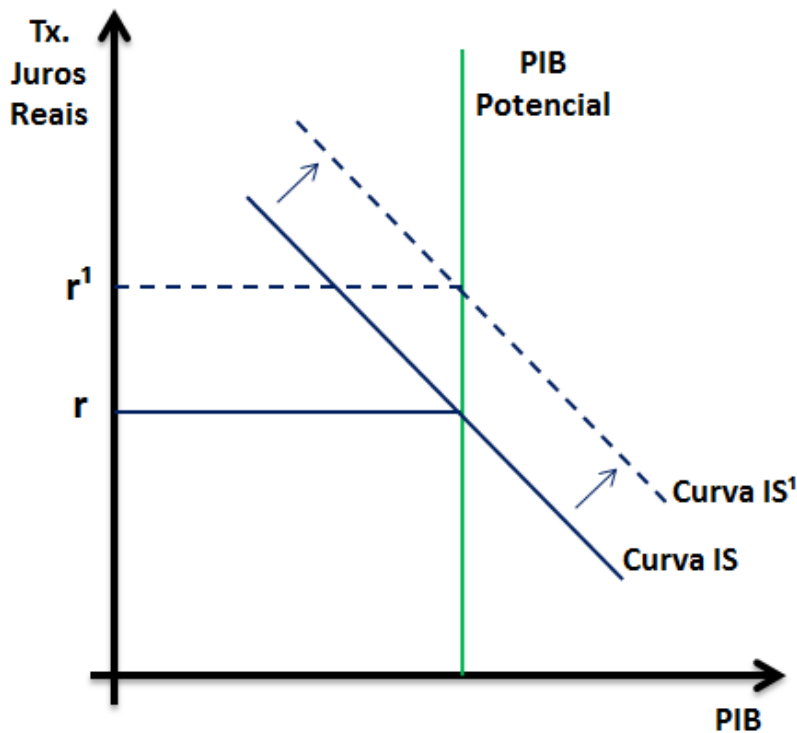
O mesmo sentimento floresce também em outros países nos últimos anos, e a decisão do Reino Unido pode fomentar o discurso neopopulista de alguns partidos conquistando a adesão de segmentos da opinião pública em vários países importantes do bloco.

Os reflexos e principais impactos ainda são difusos, mas certamente as projeções atuais resultam em valores muito menores que os originalmente apresentados. O que se esperar do Banco da Inglaterra - BoE e do Banco Central Europeu - BCE? Políticas acomodatórias de toda sorte – claro, óbvio, ululante.

Nos EUA, o *Brexit* não parece indicar nenhuma repercussão imediata na economia, mas ainda é cedo para falar de impactos concretos. O fato é que a economia americana tem fundamentos sólidos, a economia cresce ligeiramente acima da tendência de longo prazo (no momento, em termos relativos globais, tem bom desempenho), desemprego abaixo de 5% e inflação gradualmente em direção à meta. Apesar disso, o *Brexit* é a desculpa da vez para o FED (Banco Central americano) prorrogar a normalização de sua política monetária.

Na China, por sua vez, a turma não pensa duas vezes para agir. O Conselho Estatal da China, orientou os governos locais a impulsionarem investimentos privados através de medidas que reduzam a burocracia, ampliem o acesso aos mercados e sustentem a confiança dos investidores. Os investimentos privados vem perdendo força este ano, comprometendo o nível geral de investimentos, uma vez que encontram dificuldades em obter financiamentos e acesso a mercados. A ordem por lá é para o Ministério de Finanças aliviar os custos operacionais de empresas privadas por meio de redução de tarifas e isenções fiscais. Mas e o custo disso? Não importa.

Mercados - Juros



A questão fundamental para os formuladores de política econômica e também para os participantes do mercado financeiro é: para onde vai a taxa de juros? No longo prazo os economistas acreditam que as taxas tenderão para o equilíbrio, ou o que Wicksell definiu como taxa “natural”. Infelizmente esta taxa natural (real) de juros não é “observada” e portanto precisa ser estimada e calibrada dinamicamente. Para as autoridades monetárias é importante porque uma taxa maior ou menor tem poder de fomentar ou inibir o crescimento econômico, controlar ou não a inflação, e para o mercado financeiro entender a formação dessa taxa permite melhores previsões dos retornos dos investimentos.

Em sentido mais amplo, várias definições de taxa natural de juros são aplicáveis e os economistas se esforçam utilizando diversas técnicas estatísticas para inferir a verdadeira taxa natural, mas nenhum tem sido retumbantemente categórico na identificação. Donde se conclui, por muitas vezes, que acaba por ser uma metodologia de tentativa e erro em função dos desequilíbrios verificados. Mas que desequilíbrios seriam estes? Uma definição bem aceita para taxa natural é aquela que é consistente onde PIB Real se iguala ao PIB Potencial, em ambiente de inflação estável e sem choques de oferta e demanda.

Para nós da Planner Redwood, rasteiramente e com a humildade limitada pelo curto horizonte do conhecimento da matéria, trata-se da SELIC que faz Poupança ser igual a Investimentos ($S=I$) – a igualdade fundamental em economia. Não se descartam as diversas implicações de uma SELIC mais alta ou baixa nas demais variáveis macro, mas se a tautologia $S=I$ for verdadeira não está difícil saber se estamos abaixo ou acima de nossa taxa natural de juros. Mais ainda, estudos comprovam que déficits orçamentários são relacionados com taxas de juros reais de longo prazo maiores e aumentos em déficits orçamentários projetados anos a fio representam um deslocamento para direita da Curva de IS, conforme gráfico ao lado... parece familiar?

Mercados – Juros (Cont.)

Na prática, além do esperado acima, uma SELIC mais “alta” ancora as expectativas inflacionárias no futuro, que por sua vez promoverá redução das taxas de juros futuras. Com isso, retorna a confiança do investidor e a economia engrena novamente. Obviamente esta é uma visão simplista (porém objetiva), e existem outras variáveis determinantes neste processo.

O fato, todavia, é que terminamos o semestre com novo presidente (e equipe) no Banco Central (BACEN), cujo perfil é bastante distinto do anterior, e isso nos traz esperanças de uma condução mais aderente e amigável ao que se aprende nos bancos das universidades. No discurso de posse, Ilan Goldfajn, deu o recado: será o guardião da estabilidade da moeda. Vamos torcer! O alinhamento da nova política econômica parece adequado, mas vamos devagar com o andor e muita cautela na avaliação, pois a sintonia da Política Monetária e a Fiscal é que determinará a trajetória de sucesso.

Um ponto importante foi a fala do novo presidente do BACEN na divulgação do Relatório Trimestral de Inflação (RTI) do segundo trimestre deste ano, que motivou muitos analistas, inclusive a Planner Redwood, a revisar o início do ciclo de afrouxamento monetário. Ilan declarou que a inflação em 2017 em 4,5% é ambiciosa e crível, entretanto, como o quadro fiscal ainda não entrou para o território contracionista, a SELIC deverá permanecer no patamar atual por um período maior. Ao que tudo indica, a comunicação do BACEN daqui para frente será clara e descomplicada na busca da recuperação da credibilidade perdida da instituição. Para quem segue regime de metas, credibilidade é tudo!

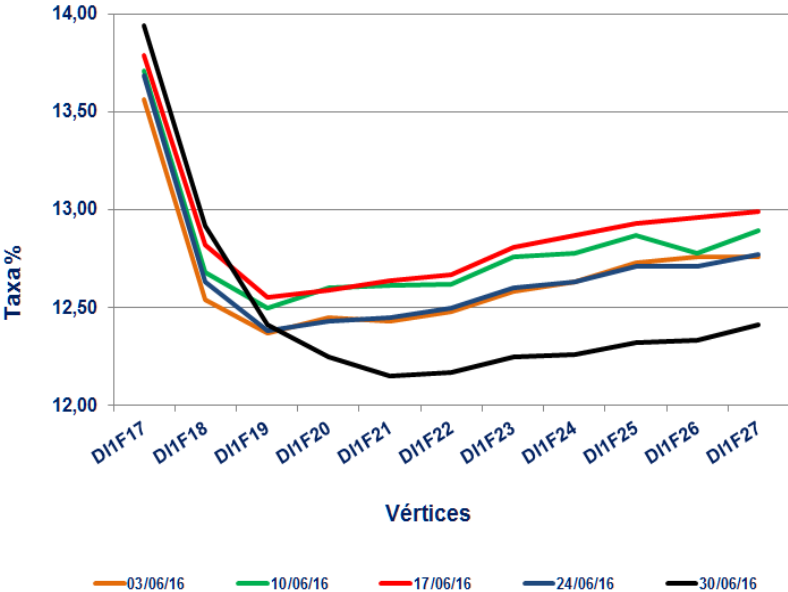
Do lado oposto, a percepção dos investidores é de que os principais bancos centrais devem ampliar as medidas de estímulo de liquidez após o plebiscito no Reino Unido (*Brexit*) – reflexo da incapacidade total (sobretudo ideológica) de se tomar qualquer outra atitude. Em raciocínio não análogo, mas por “conveniência” interna, as apostas são de que ficou mais distante uma alta de juros nos Estados Unidos, além do baixo crescimento global ter voltado a ser um ponto de alerta. De toda sorte, boa parte do mundo desenvolvido navegando em taxas negativas, fazem com que os papéis da dívida brasileira tornem-se atrativos. No Brasil, títulos indexados a inflação pagam juro real superior a 6% aa. E acredita-se que a grande inflexão e gatilho para a entrada pesada dos investidores estrangeiros no mercado local será a definição do *impeachment* da Presidente Dilma – 2ª quinzena de agosto.

A meta da inflação para 2018 permaneceu em 4,5%, com as bandas de 1,5% para cima e para baixo. A decisão foi divulgada pelo Conselho Monetário nacional (CMN) no último dia do mês, após fechamento do mercado. Até a decisão do CMN, o mercado especulou sobre uma possível redução desta meta para 4% aa refletindo no movimento da curva de juro futura: alta dos juros de curto prazo e queda da parte de mais longo prazo. Para o mercado, a redução da meta levaria o BACEN a manter a Selic em 14,25% aa por um período maior do que o previsto. Coerente em nossa visão.

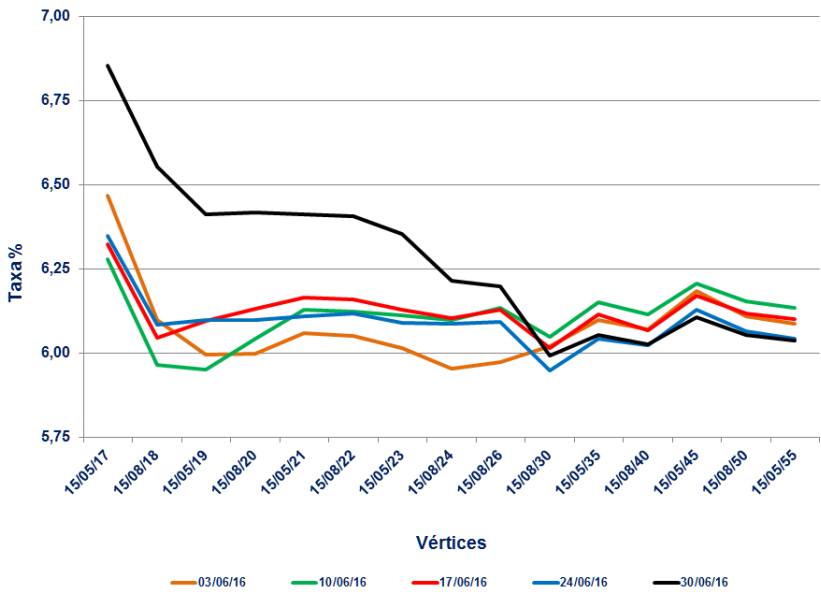
No consolidado do mês houve forte alteração da inclinação da curva de juros futura resultado dos fatos acima expostos. Os juros de curto prazo fecharam em alta, enquanto os longos encerraram em queda. Movimento similar ocorreu nos cupons de NTN-B, porém com menor intensidade nos vencimentos de longo prazo, resultando em uma expectativa de inflação menor no médio e longo prazo. No ano, o contrato de DI com vencimento em janeiro de 2017 reduziu mais de 4%, reflexo da mudança do cenário local e da possível postergação da elevação dos juros dos Estados Unidos.

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



Cupons (NTN-Bs)



Mercados - Câmbio

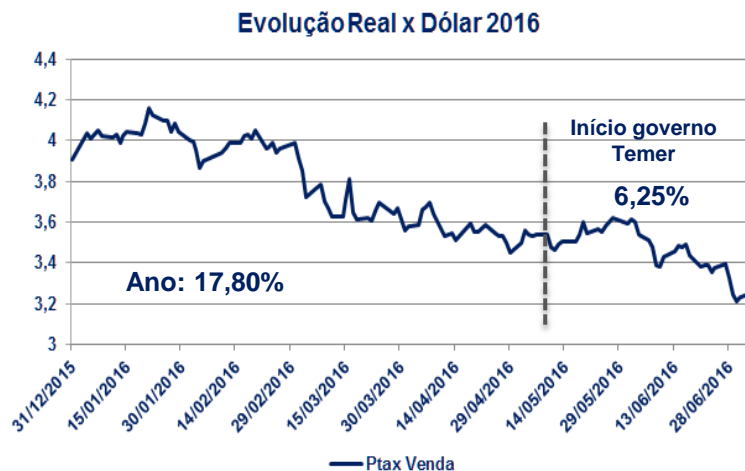
Com a afirmação de que as intervenções no mercado de câmbio seriam “muito parcimoniosas” chegamos a comemorar o fim das intromissões do BACEN no mercado...ledo engano. Essa impressão começou a ser desfeita com o anúncio do retorno aos leilões de *swaps* reversos – a alegria durou pouco. O câmbio deverá flutuar, mas grandes apreciações provavelmente serão evitadas – ou seja, o câmbio vai flutuar, mas não muito...mais ou menos...depende da volatilidade...e também do iluminado de plantão que decidir a hora de intervir. Nosso câmbio flutuante é mais ou menos como “meia gravidez”, inexistente. Justificativas para tanto? Lógico que tem...todas muito bem fundamentadas e amparadas nas práticas de vários Bancos Centrais mundo afora.

Nessa toada, o destaque do mês foi a valorização do Real. O poder de compra do Real em relação ao dólar subiu 10,72% no mês, e aumentou 17,80% no ano.

Os principais fatores que contribuíram para a valorização do Real em junho foram: (i) internamente, o discurso do presidente do BACEN, Ilan Goldfajn, de ressaltar o “câmbio flutuante” defendendo uma menor intervenção da autoridade no mercado e (ii) do lado externo, a “cautela” do FED em elevar os juros nos Estados Unidos e a recente alta de preços das *commodities* agrícolas, que levou a uma recuperação dos termos de troca, os saldos comerciais robustos e a continuidade do forte ajuste externo. O *Brexit* provocou uma alta do Dólar nos primeiros dias depois do impacto com a escolha dos britânicos mas não houve sustentação.

Para o BACEN, *no regime de cambio flutuante*, qual deve ser o novo piso da moeda americana? Em junho, não houve leilão de *swap* cambial reverso pelo BACEN mesmo com a moeda sendo negociada a R\$ 3,20. O estoque de *swap* tradicional foi reduzido antes da troca de governo para cerca de US\$ 62 bilhões, metade do que havia em março. Alguns profissionais do mercado começam a apostar no novo patamar de R\$ 3,00 o que seria benéfico para a inflação, prioridade do BACEN. Entretanto, bastou o Real fechar o mês com a valorização citada acima que o BACEN voltou a intervir no mercado com a realização de *swap* reverso. No Brasil, conseguimos redefinir tudo: o câmbio é flutuante até certo ponto. Uma cretinice, mas talvez a essência esteja na anomalia do mecanismo institucional vigente no mercado cambial brasileiro, onde as idiosincrasias do mercado à vista e o de futuros são gritantes e díspares do resto do mundo...essas características tornam impossível um regime autêntico de câmbio flutuante...**talvez**. Pode ser também por um motivo bem mais simples: simplesmente não se acredita em câmbio livre. Ponto. Essa vertente coaduna com o pensamento expresso dos demais Diretores do BACEN: advogam o regime de câmbio flutuante, não *de forma pura e livre*.

Ok, “meia gravidez”, então!



Mercados - Bolsa

Acreditem! No consolidado do ano de 2016 o Ibovespa foi o ativo que mais se valorizou comparado ao mercado de renda fixa (CDI, IRF-M e IMA-B) e câmbio. Quase tudo certo na relação risco x retorno, se não fosse o momento de crise que o país vive e as baixas expectativas para o crescimento neste e no próximo ano. O Ibovespa fechou o mês com alta de 6,30% e no ano acumula retorno de 18,86%.

Grande parte do movimento de valorização deveu-se aos investidores estrangeiros. Mesmo com os múltiplos das empresas ruins, os investidores externos enxergaram oportunidades no mercado brasileiro. Seria este um movimento seletivo, uma antecipação ou um posicionamento relativo maior em Brasil frente demais mercados emergentes? Junte-se a isso, será que a bolsa brasileira está barata para os gringos com Dólares? Talvez um movimento especulativo? Difícil saber, mas para nós da Planner Redwood, os indicadores não são ainda favoráveis, sobretudo pela análise do retorno ajustado ao risco do segmento frente aos custos de oportunidade. De toda sorte, para os gringos notadamente, espera-se uma reversão mais fundamentada com a definição do *impeachment* da presidente Dilma. O estrangeiro não quer saber de governo interino, quer um presidente definitivo – nada de substituto, mas sim sucessor. Estão certíssimos!

Em linha com uma visão mais positiva, alguns indicadores ensaiam alguma melhora e mostram possível recuperação. Os índices de confiança dos empresários e consumidores pararam de cair e mostram uma leve recuperação. Esses índices são importantes, pois antecedem o comportamento futuro da economia. Mas não há garantia da volta do crescimento e a situação econômica interna ainda é muito ruim. Será preciso aguardar mais alguns meses para confirmar a mudança da trajetória.

Apesar da confiança depositada no novo governo, este ainda está sob avaliação. O investidor está alerta, principalmente depois do governo soltar um pacote de bondades com o dinheiro público e sinalizar que o déficit de 2017 será superior a R\$ 100 bilhões. Difícil organizar a economia com reflexos positivos no curto prazo na empresas – inclusive aquelas listadas em bolsa. Também não se descartam, dado o momento “bate e assopra”, “necessidades” de se impor um pacote de maldades: aumento e/ou criação de impostos. Pode ser a pá de cal para os empresários .

Já a saída do Reino Unido da União Europeia traz dúvidas e incertezas, porém com menor efeito para os emergentes. Não se identifica, até o momento, maiores impactos negativos decorrentes dessa decisão na bolsa brasileira, mas o alcance dessa medida ainda está por se apresentar por completo. Como serão os acordos daqui para frente? Os países ficarão mais protecionistas? Haverá mais barreiras comerciais? Veremos deflagrada uma nova crise nos países europeus impactando as bandas tupiniquins, ou será que este evento pode representar uma oportunidade? Pode ser que tenhamos nossas vantagens competitivas ressaltadas, em especial pela melhora do comércio exterior de nossas empresas (listadas).

Este é um exercício que no momento transcende as técnicas econômica-financeiras mais apuradas, e exige um esforço mais subliminar esotérico. Não chegamos neste nível (ainda), mas o fato é que quem usa tal modelo e com ele consegue retornos consistentes está diante de bela oportunidade.



Comentário Mensal da Gestão

JUNHO 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