

The logo for 'planner' is displayed in a white, lowercase, sans-serif font. To the right of the text is a stylized icon consisting of two vertical bars of varying heights, connected at the top by a curved line, resembling a double 'N' or a simplified architectural structure. The 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

Junho 2017

## Comentário Mensal da Gestão / JUNHO 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.*

*“Our lives begin to end the day we become silent about things that matter.”*

*“Nossas vidas começam a terminar o dia que nos silenciemos sobre coisas que importam.”*

*Martin Luther King, Jr. – Foi pastor protestante e ativista político americano.*

## Introdução



O que se passa com o Brasil? Estamos envolvidos a inúmeros agentes e Instituições destinados a impor a continuidade da crise sem precedentes que vivemos? Existe artificialismo e *politicagem* em tudo isso ou o processo segue seu rumo *normal* de expor todas as suas vísceras?

O que importa, pragmaticamente falando, é que desde o dia 17 de maio, quando eclodiu o último escândalo a assolar o país, “tudo parou”. O clima de incertezas e perplexidade tomou conta da sociedade em todos seus segmentos, com reflexos desastrosos para o reordenamento econômico do Brasil, em especial pelo encaminhamento das urgentes reformas.

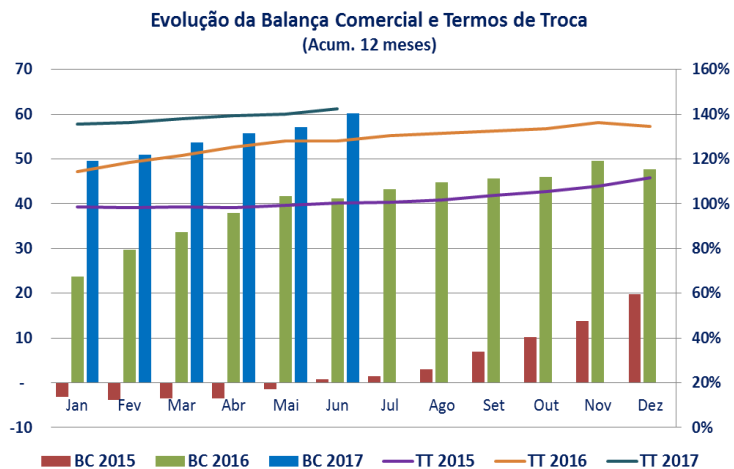
A grave crise política abriu espaço não somente para pedidos de renúncia do Presidente Temer, como também para reavaliações dos ditames Constitucionais. Não são só os partidos políticos em crise, as Instituições também se desentendem e se “atropelam” – é uma confusão que se debita a uma democracia tão incipiente, recente e “frágil” – para ficarmos no campo romântico da situação.

Neste ambiente, corremos o risco de cairmos no “vale tudo” e “cada um por si”. E o Presidente Temer, neste espaço elogiado como um *Pelé da política*, tornou-se, seja de forma induzida e/ou elaborada ou orquestrada, no pivô de tudo que acontece...até o ex-Presidente Lula “sumiu” da mídia. Os partidos da base governista parecem hoje cada vez mais inconciliáveis, em flagrante desatino e desordenamento para retomada das importantes decisões a serem endereçadas no Congresso Nacional. Se o mercado financeiro não acusa o golpe ainda, isso não significa um descolamento da política – de jeito nenhum, mais cedo ou mais tarde, em um país que depende fundamentalmente de ações de seus Parlamentares para mudar os rumos de suas contas públicas, ao não fazê-lo, os impactos na atividade econômica e nível de desemprego virão. Tudo isso pode e deve fazer parte da solidificação de nossa democracia, trazendo tudo à luz do sol, mas o preocupante é a apatia e o desconsolo que parece estar tomando conta dos brasileiros. Na verdade, a avaliação do Dr. King na abertura deste Comentário resume muito bem esta preocupação: “*Nossas vidas começam a terminar o dia que nos silenciamos sobre coisas que importam*”.

O mundo este mês também ficou um pouco mais conturbado, em especial pelas questões geopolíticas. No Reino Unido, tudo parece indicar para um *soft Brexit*, Zona do Euro com o interminável dilema do BCE e sua política monetária, e a China surpreendendo com a sinalização de mudanças no sentido de promover um “desenvolvimento saudável” com a possibilidade de agências internacionais de *rating* avaliarem empresas chinesas de forma direta. Nos EUA, passados quase seis meses de administração Trump, os embates do Governo com a mídia são intermináveis e arrefecem as ações esperadas.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,3037%. S&P variou 0,48%, NIKKEI fechou em 1,95%, DAX com -2,30% e FTSE -0,71%. O Ibovespa terminou o mês em 0,30% e o IBrX em 0,30%. Máximas para DIF18 9,42% e DIF21 em 10,60%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,6435%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,3082.

# Atividade Econômica



Fonte: MDIC | Elaboração Redwood

Este fato refreou o ímpeto crescente de solução dos problemas que havia até 17 de maio. Arrefeceu os índices de confiança, ingredientes fundamentais para a retomada dos investimentos. A reversão desse sentimento que paira junto aos investidores – em especial o estrangeiro que vê total desgovernança no país e uma república não de bananas, mas de superbananas – precisa ocorrer imediatamente, sob pena de sangrarmos até as próximas eleições.

Nesta linha, a equipe econômica faz o que pode e torna-se o sustentáculo para o Governo, permitindo-lhe algum espaço de tempo para contornar a crise, enquanto o mercado financeiro ainda não chacoalha...entretanto, a economia real já precificou boa parte do estrago da crise política: cresceremos em torno de zero este ano e muito aquém do potencial em 2018...a solução da crise, nos próximos meses ou nas eleições de 2018, mostrará o ritmo da recuperação econômica para 2019, 2020...

No limite, existe uma boa notícia: pior do que está é difícil de se imaginar. Assim, alguns setores podem representar alentos daqui para frente, como a agricultura (eterno salvador da Pátria), mineração, a própria balança comercial com novas previsões, a inflação sob controle (melhorando poder de compra), taxa de juros mais baixa (melhorando o crédito e os encargos da dívida pública) e o desemprego que parou de subir.

É...não é muito convincente, mas é o que temos por agora.

Não há dúvidas que o último escândalo envolvendo o Presidente Temer teve impacto direto nas expectativas dos investidores para o Brasil. Também é óbvio e ululante as consequências políticas desse fato nas reformas e, por conseguinte, na atividade econômica deste (mais assertivamente) e dos próximos anos (a depender do desfecho da crise política e dos impactos nas reformas). Contudo, mais um sinal de ao menos “resiliência” e potencial limite de estagnação da economia nos foi apresentado: uma Balança Comercial com resultado bastante robusto. Por mais fundamentadas as críticas a este resultado (sazonalidade, descompasso nos crescimentos de exportação e importação, etc), o número foi expressivo: R\$ 7.195 milhões – simplesmente o maior resultado desde o início da série em 1989.

Entretanto, as boas notícias param por aí. Após a delação da turma da JBS, o tal descolamento entre economia e política selou seu *timing* (poucos meses) e efeitos (deletérios, para dizer o mínimo, se reduzido o alcance das reformas) se não resolvida a crise política rapidamente. Não nos parece verossímil, pois as denúncias de corrupção são abrangentes e alcançam boa parte do núcleo duro de políticos próximos do Presidente.

## Política Fiscal

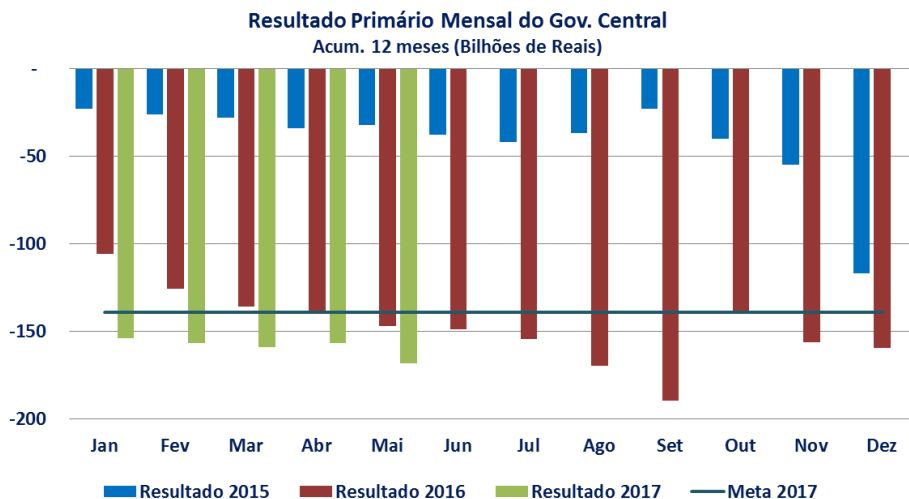
Só não vê quem não quer!

O desastre nas contas públicas é flagrante. Batemos mais um recorde negativo desde o início da série em 1997 pelo consolidado do Governo Central (déficit primário): R\$ 34,98 bi neste ano! O resultado do Tesouro e do BACEN foi superavitário no acumulado do ano até maio em R\$ 35,04 bi, porém muito aquém para cobrir o déficit previdenciário, em igual período, de R\$ 70 bi. Em outras palavras, esse balanço do Governo Central (TN, BACEN e Previdência), mostra a diferença de receitas e despesas vinculadas ao funcionamento da administração pública – nada mais –, expondo assim a realidade nua e crua.

O ajuste fiscal contracionista com impulso fiscal negativo da ordem de 0,5% a que estamos sujeitos, segundo o Ministério da Fazenda, não parece acontecer ou, infelizmente, é insuficiente. O combinado das coisas e a situação que se apresenta cada vez mais premente é a imperiosidade das Reformas. Alternativa sem aumento da arrecadação tão profundamente vinculada ao desempenho da atividade econômica mais

forte (que não se vislumbra no curto prazo), sem cortes profundos inclusive em serviços essenciais, será o aumento de impostos. Portanto, a meta para 2017 de R\$ 139 bi de déficit primário está, permitimo-nos prognosticar ainda no meio do ano, fortemente comprometida. O BACEN também apresenta um panorama geral do Setor Público, incluindo o Governo Central, Estados, Municípios e Estatais (excluindo Petrobrás e Eletrobrás), e o cenário não é bom: resultados negativos no mês e no ano – corroborando que os desajustes são amplos, gerais e irrestritos. O freio de arrumação terá de ser forte e agora, para não prejudicar ainda mais os anos seguintes, com efeito *bola de neve*.

Por outro lado, integrantes da equipe econômica do Governo dizem que parte dos economistas estão fazendo contas erradas, notadamente para o limite do Teto dos Gastos. Pode ser. Que tal um pouco mais de transparência então? Ninguém sério gosta de brigar com os números, em regra não termina bem. Contudo, informações disponíveis (parciais talvez?) mostram despesas obrigatórias com o INSS crescendo em torno de 8% (LDO) contra menos de 4% para o Teto em 2018 (regra limite Teto pela inflação)...a conta não fecha. Mas se as diferenças absolutas ainda são *pequenas* para 2018, tudo mais constante, a coisa piorará muito nos próximos anos. Assim como o volume morto de reservatórios de água são discutidos em época de seca, o conceito e identificação da chamada Margem Fiscal será muito ouvida adiante. Analogia 100% aplicável ao caso. Reformas já! Meta para 2017 já era sem novos impostos, pensemos adiante.





## Conjuntura Internacional

O mundo ficou um pouco mais tenso este mês.

No mundo árabe, o Egito, Arábia Saudita, Bahrein e Emirados Árabes impuseram embargo ao Catar por alegações do país financiar facções terroristas. Na Coreia do Norte, os testes e ameaças de novos lançamentos de mísseis balísticos, claramente uma provocação, enervou e ao mesmo tempo “uniu” superpotências em torno do assunto que pode descambar de uma hora para outra. O Governo americano não acredita que a China esteja fazendo o “necessário” e, no limite do estresse recente, o embaixador da China nas Nações Unidas, Liu Jieyi, alertou que uma maior escalada de tensões com a Coreia do Norte corre o risco de sair do controle “e as consequências serão desastrosas”. Por enquanto, este tema ainda não afetou economias e finanças mundiais...ainda.

No Reino Unido, após resultados ruins para o Partido Conservador nas eleições gerais de Junho, onde a maioria absoluta do partido no Parlamento foi perdida, tem seus Ministros pressionando a premiê Theresa May em vários sentidos, mas em especial contra a austeridade em curso. Apesar de um *Brexit* levado a cabo de forma mais “suave”, a situação de saída da União Europeia não será menos desafiadora com menos apoio a Primeira-Ministra. Na Europa algumas boas notícias em relação aos PMIs Industriais divulgados para junho: sobem na Alemanha para 59,6 (o maior nível em 74 meses), e na França (pouco abaixo do esperado) para 54,8, enquanto que na Zona do Euro foi a 57,4 (o maior nível em mais de seis anos) – e o melhor conforme nota do economista-chefe de mercado do IHS Markit, Chris Williamson: “Não há sinais de que os impressionantes resultados terminem de imediato. O otimismo em relação aos próximos 12 meses aumentou para o nível mais alto em cinco anos, os pedidos pendentes subiram ao patamar mais rápido em mais de sete anos e as fábricas informam uma contratação quase recorde, enquanto trabalham para fazer cumprir a alta da demanda. Desta forma, o setor manufatureiro está claramente em uma tendência de expansão e parece estar focando em um contínuo crescimento robusto nos próximos meses”. Este otimismo confronta-se possivelmente com outros dados, como por exemplo a taxa de desemprego da Zona do Euro, que manteve-se estável em 9,3% em maio (embora o menor nível desde março/09) e o PPI que registrou deflação de 0,4% em maio ante a abril. Neste contexto, todos estão de olho nos próximos passos do BCE, mas nós da Redwood não acreditamos em mudanças mais fortes em especial quando se analisa declarações como do economista-chefe da Instituição Peter Praet: “A missão do BCE ainda não está completa, cenário base para inflação se apoia nos estímulos.”

Nos EUA, o Presidente Trump continua as turras com a mídia (claramente uma situação perde-perde) e as tentativas de emplacar suas promessas de campanha – neste mês as voltas e com algum sucesso (aprovação na Câmara de Representantes) na questão da imigração ilegal. Segundo o Presidente este assunto representa “um passo crucial na direção de garantir a segurança pública e segurança nacional”. No campo econômico, as notícias continuam boas em especial do lado da indústria, com índices bastante robustos. Nesta linha, continuamos com nossa perspectiva do FED subir as taxas de juros em mais uma vez em 2017, chegando a 1,5% no final do ano.

## Mercados - Juros

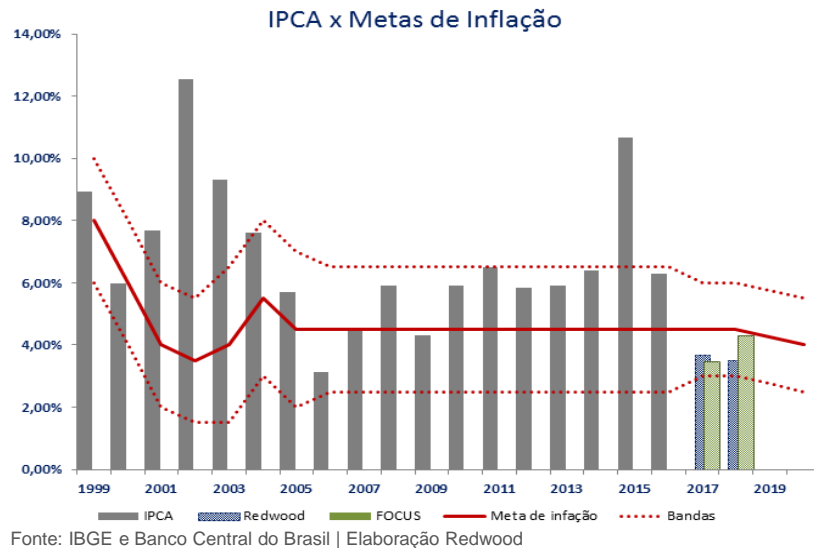
Fim do primeiro semestre de 2017. Neste período, os juros de mais curto prazo seguiram a trajetória de queda com base na ancoragem das expectativas em relação a inflação. Já a ponta de médio e longo prazo trabalhou com foco nas incertezas políticas.

Destaque da política monetária em junho foi o anúncio pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) da meta de inflação para 2019 e 2020 de 4,25% e 4,00%, respectivamente. Manteve-se o intervalo de tolerância para cima e para baixo de 1,5%. A novidade foi que o CMN trouxe uma mudança estrutural ao anunciar a meta de 2020, alongando o horizonte, trazendo maior planejamento, possibilidade de juros de longo prazo mais baixos e melhor acomodação dos choques de curto prazo. Apesar do corte da meta, o Brasil está acima da média dos países da América Latina. As projeções da inflação indicavam que o CMN poderia ter sido mais ousado, porém, mais uma vez optou pela prudência. O atual quadro de incerteza política e fiscal limitou a redução mais intensa. A inflação abaixo da meta projetada para este ano abre espaço para uma redução dos juros de forma mais permanente e sustentável.

Entretanto, o fantasma da inflação não está totalmente eliminado e, sem prejuízo dos notórios efeitos dos juros sobre os níveis de preços, a queda da taxa está também correlacionada com a recessão, a demanda agregada diminuta, etc.. Como o quadro fiscal do país é totalmente desequilibrado, caso as reformas não sejam aprovadas ou reduzido seu impacto, o tomador-mor de recursos do país deverá continuar pagando juros elevados.

O mercado financeiro, parece não precificar corretamente a crise política e as contas brasileiras, o crédito todo deve-se a credibilidade da equipe econômica – mas isso infelizmente não dura para sempre e, a continuar nessa toada, o horizonte não é longo. Esta a razão pela qual acreditamos que a permanência das crise política e fiscal em breve atingirá os mercados se nada for feito. É inexorável dada a dependência de um para com o outro.

A curva de juros no mês teve volatilidade reduzida comparada ao mês anterior. Os juros futuros devolveram mais uma parte da alta ocorrida no mês passado com as denúncias contra Temer. Entretanto, a inclinação da curva a termo (diferença entre os juros curtos e os mais longos), importante medida de risco, segue bem acima do observado no período pré escândalo. Os juros de curto prazo seguem a tendência de queda, em linha com as nossas projeções de redução da SELIC até 8,5% em 2017.





# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráfico ETTJ

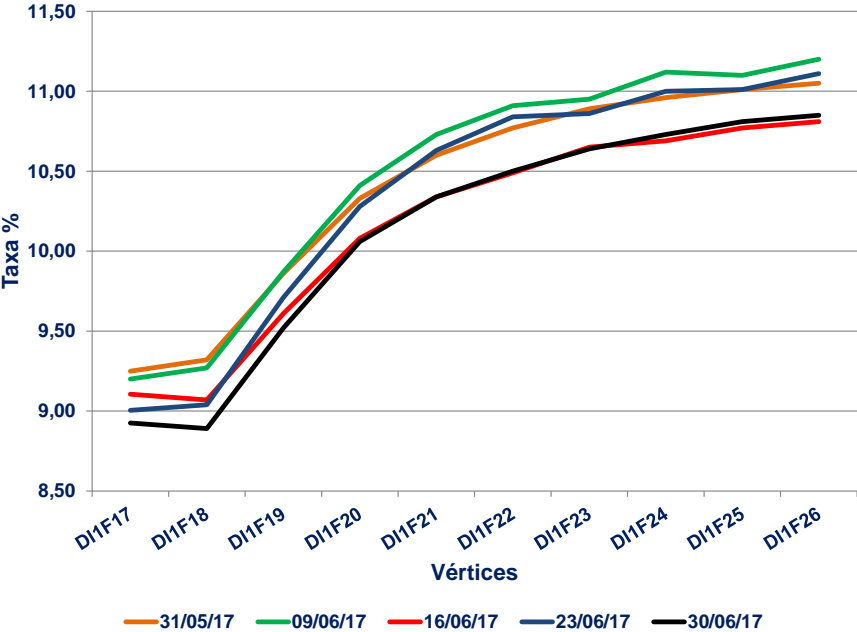
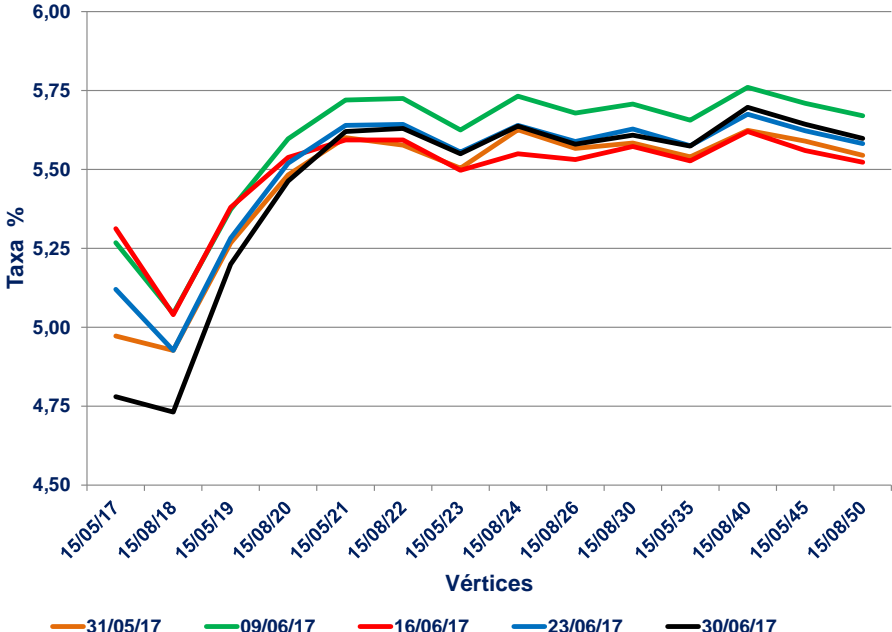


Gráfico (NTN-B)



## Mercados - Câmbio

O semestre encerra-se com a mudança do patamar de negociação do Real em relação a moeda norte americana. Observa-se no gráfico, ao lado, dois períodos distintos de cotação da moeda local. No primeiro, a média de negociação foi de R\$ 3,14 atingindo a mínima de R\$ 3,05. Já no segundo, com o aumento das incertezas após 18 de maio, a média subiu para R\$ 3,29.

Mesmo que tenha sido um fator global, com a desvalorização de boa parte das moedas dos países emergentes, no caso do Real o gatilho para a alteração do nível de negociação foi o escândalo político revelado no mês de maio seguido das incertezas quanto a continuidade da aprovação das reformas fiscais e até mesmo do próprio Presidente. Neste sentido, em um cenário adverso com atrasos maiores ou mesmo sem reformas e contas públicas se deteriorando, a média atual não se sustentará. O fato, entretanto, é que o mercado **ainda** não precifica essa hipótese seriamente.

Por que então que o mercado, notório em antecipar e reagir com extremismos a determinados eventos, simplesmente “mudou” de patamar sem *overshooting*, maior volatilidade neste período recente ou sinalizações mais contundentes? Atuação do BACEN com *swaps*? Claro que não (brincadeira tem hora)! “Ignorar” a crise política, as reformas e a perspectiva fiscal tem seu embasamento: (i) equipe econômica permanecerá, não importa a situação, e com isso o racional econômico implementado, (ii) as contas externas, (iii) inflação declinante, e (iv) as reservas internacionais (USD 375 bi). O exterior também ajuda, FED menos *hawkish* e já precificado, e BCE sem muita vontade de reduzir estímulos...somam-se a isso trilhões de liquidez internacional e a turma “resolve” ficar mais um pouco no risco. Em outras palavras, podemos estar em uma situação binária? 8 ou 80? Sim. Resolvida ou ao menos adequadamente endereçada a crise política e reformas (sem maiores supressões) aprovadas, cotação do Dólar voltaria aos prognósticos de três meses atrás.

Em relação a interferência da autoridade monetária no mercado cambial, o Banco Central concluiu a rolagem integral do lote de *swap* cambial tradicional com vencimento em julho. No total, foi postergado o prazo de US\$ 6,939 bilhões de contratos. Ah, essa turma realmente acredita no que faz!



## Mercados - Bolsa

Mesmo com toda a instabilidade e incerteza a respeito da continuidade do governo do presidente Temer, o Ibovespa fechou o semestre com alta de 4,44%. No mês, o índice valorizou 0,30%. No ano, o Ibovespa chegou a subir 15,4% quando atingiu a máxima em fevereiro. Entretanto, grande parte desta alta foi devolvida no dia 18 de maio, quando o índice voltou para o patamar dos 62.000 pontos e desde então trabalha no intervalo de 60.000 a 64.000 pontos. Se o índice romper a região dos 60.000 pontos ganha força novo movimento de queda rumo aos 56.000 pontos – para começar.

Vale destacar o desempenho da Vale que teve forte valorização no mês e no ano devido as altas do minério de ferro e ao processo de reestruturação que levará a companhia a ter apenas ações ordinárias. Estrutura positiva para o acionista minoritário além de favorecer a redução do risco de ingerência política na empresa.

A palavra do mês entre os investidores foi cautela, diante da falta de previsibilidade do cenário doméstico e da paralisia na busca, do já tão comentado, ajuste fiscal. No primeiro momento da atual crise política, os estrangeiros optaram por aproveitar as boas oportunidades no mercado brasileiro e compraram ações, porém no mês de junho o movimento foi de saída já que não houve definições quanto ao cenário brasileiro.

O início da retomada da economia em 2017 parece ter ficado para trás, e com os impactos da economia real seus reflexos atuam nas expectativas, índices de confiança e também, claro, nos índices de ações. Se a melhora dos fundamentos demorar a se concretizar (o que parece ser o caso), as contratações e os investimentos serão mais uma vez postergados, refletindo na lenta recuperação da economia e consequentemente na valorização das empresas – impactando diretamente (pelas empresas que compõem o Ibovespa) o desempenho da Bolsa de Valores.

Por outro lado, embora tudo “parado”, ao menos o caos que se prenunciava (como outrora acontecia em crises políticas) depois da delação da JBS não aconteceu: (i) Temer continua presidente, (ii) o Congresso mesmo que a ritmo muitíssimo lento, continua funcionando, (iii) os investidores, mesmo reduzindo posições na Bolsa, não abandonaram o país, e (iv) a inflação continua surpreendendo. Este cenário permitiu que alguns setores apresentassem resultado bastante positivos no consolidado do semestre, como é o caso do setor imobiliário e financeiro que trabalham na perspectiva de continuidade de queda dos juros, que estimulam a tomada de crédito e, consequentemente, a retomada do crescimento.

Enfim, a Bolsa não é lugar para amadores e a seletividade e a *expertise* pessoal ou via modelos estruturados e testados são condições necessárias, mas não suficientes para o êxito constante. Na verdade, uma gestão ativa em regra cobra muito caro...em todos os sentidos.



# Comentário Mensal da Gestão

JUNHO 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)