

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

SETEMBRO 2016

## Comentário Mensal da Gestão / SETEMBRO 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.



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

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

*“Some cause happiness wherever they go; others whenever they go.”*

*“Algumas pessoas causam alegria por onde passam; outras quando se vão.”*

*(Tradução Livre)*

*Oscar Wilde – Escritor, poeta e dramaturgo britânico*

# Introdução

**Desempenho dos principais partidos nas prefeituras**  
PMDB conquistou maior número; PT encolheu

	2012	2016	
PMDB	1.015	1.028	1,3%
PSDB	686	793	15,6%
PSD	495	539	8,9%
PP	474	495	4,4%
PSB	434	414	-4,6%
PDT	304	334	9,9%
PR	274	295	7,7%
DEM	276	265	-4%
PTB	298	262	-12,1%
PT	630	256	-59,4%
PPS	122	118	-3,3%
PRB	79	104	31,6%
PV	99	101	2%
PSC	82	87	6,1%
PC do B	51	80	56,9%

Fonte: G1 / TSE | Formatação: Planner Redwood

O Brasil não quer mais do mesmo!

O Brasil foi as urnas para eleger seus prefeitos e vereadores, e o resultado incontestado (sem prejuízo da afirmação, pois ainda com 2º turno em várias cidades) foi a mensagem de que a recente mudança havida no Governo Federal e seu *modo* de governar não tem mais espaço. A voz das urnas parece mostrar que se quer algo novo, diferente e melhor. O Partido dos Trabalhadores (PT) afastado do Governo Federal no mês passado, sofreu agora uma redução dramática em sua posição no mapa político do Brasil. As causas desse fato podem ser inúmeras, mas nos seus efeitos é que precisamos prestar atenção e avaliar o que se traz de bom e oportunidades.

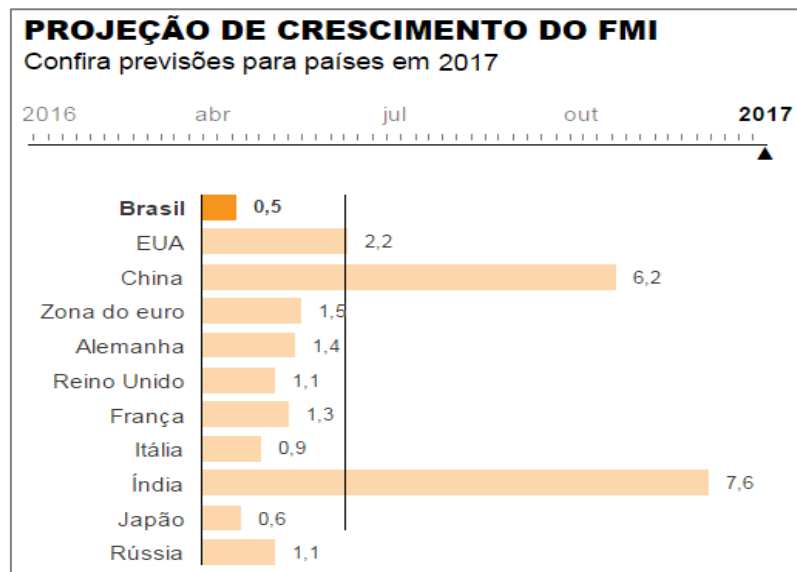
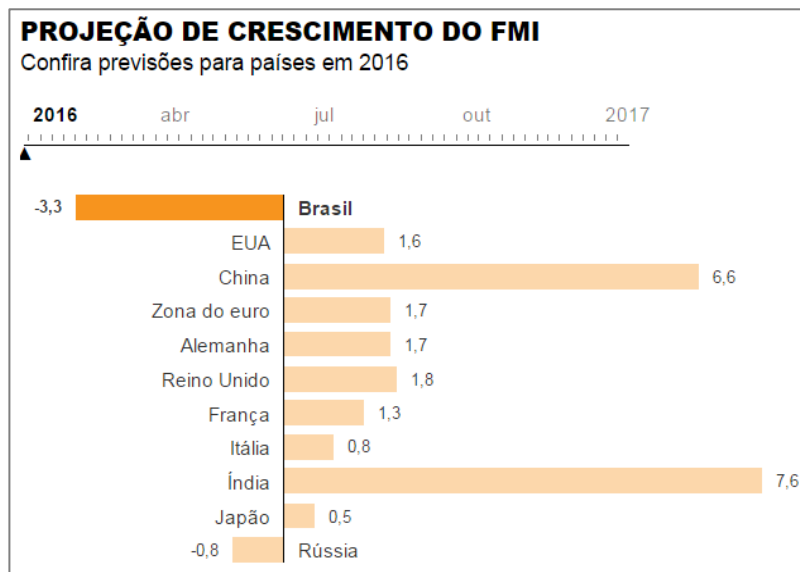
Não parece haver dúvidas que o reflexo de toda crise que vivemos está no resultado das urnas: repúdio aos políticos tradicionais e, indiscutivelmente, o percentual de 25% de votos brancos e nulos. O esgotamento do *status quo* da política é evidente. Mais do que o retumbante fracasso do PT, está inserido no contexto um *basta* da população brasileira.

Assim, a eleição em primeiro turno do Prefeito da Cidade de São Paulo (um não-político, empresário de sucesso) é um exemplo clássico de aversão ao tradicional e uma mudança para aquele que parece saber fazer. Mal comparando, como as eleições nos EUA e o candidato Donald Trump. De toda sorte, Oscar Wilde estava certo: *algumas pessoas causam alegria por onde passam, outras quando se vão*. O Brasil já vive um novo momento e saberá ajustar-se e aproveitar as oportunidades.

No mundo, tomam a cena a crise na Síria, a instabilidade (especialmente dos bancos) na Europa e as eleições presidenciais nos EUA. Não menos importante, o FED (Banco Central Americano) parece reunir informações e convicções para iniciar, de fato, a chamada normalização de sua política monetária...se é que este já não se tornou seu verdadeiro normal.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,608%. S&P variou -0,12%, NIKKEI fechou em -2,59%, DAX com -0,77% e FTSE -3,20%. O Ibovespa terminou o mês em 0,80% e o IBrX em 0,60%. Máximas para DIF17 em 14,01% e DIF21 em 12,25%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,7471%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,2462.

## Atividade Econômica



Fonte: <http://www.folha.uol.com.br>

Os gráficos acima demonstram a avaliação do Fundo Monetário Internacional (FMI) para o crescimento do PIB brasileiro e outros países em 2016 e 2017. Apesar de não ter mudado muito sua posição em relação ao Brasil neste último relatório, afasta-se um pouco do “otimismo” visto em mercado e aproxima-se mais de nossos cenários – em que pese a reversão de tendência prevista por todos. Para nós da Redwood, a economia continua a se contrair, mas em ritmo menos intenso. O desemprego continuará alto (também em 2017) e a inflação não ficará na meta no próximo ano, muito embora com absoluta convergência nos próximos anos. Coragem e competência são os requisitos neste momento de mudança, a hora é agora!

A situação, rasteiramente, é a seguinte: precisamos continuar melhorando os índices de confiança, e para isso acontecer será necessário o ajuste fiscal, que por sua vez permitirá o afrouxamento da política monetária – fomentando assim, dinamicamente e quando possível, novos investimentos e portanto a retomada efetiva da atividade econômica. *Coeteris Paribus*, obviamente.

## Política Fiscal

A discussão e votação no Congresso Nacional do novo regime fiscal previsto na PEC 241/2016 (teto dos gastos) é a única coisa que se discute no momento. Não é para menos, a situação tornou-se insustentável.

A proposta de emenda constitucional fixa um teto para os gastos públicos, congelando-os, em termos reais, ao menos pelos próximos dez anos. Poderíamos ter encontrado uma outra situação, como por exemplo um controle em termos nominais e em período mais curto – dando assim um “freio de arrumação” mais forte no curto prazo (possivelmente um ajuste também mais rápido), e uma flexibilidade maior para o médio e longo prazos e perenizando (e tornando exequível) a diretriz maior de controle. Como o nível técnico da nova equipe econômica não deixa dúvidas de sua competência e comprometimento, há que se dar o benefício da dúvida que em suas simulações e demais impactos de outras alternativas não seria uma solução ótima para o momento. Assim acreditamos e esperamos.

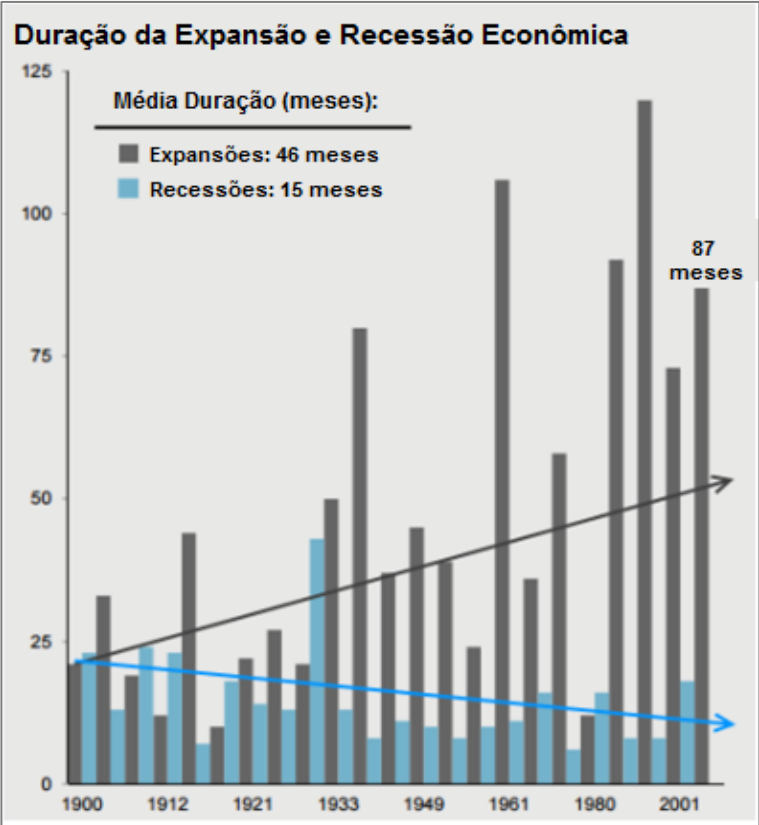
Entretanto, nem o Governo nem o mercado (mais precisamente aqueles economistas que acompanham com atenção esta situação) são ingênuos de considerar que esta medida de fixação de um teto para as despesas públicas seja suficiente, porque não é. É uma etapa necessária, mas não suficiente para o reequilíbrio das contas públicas e capaz de estabilizar a relação dívida/PIB. Outras medidas, também de caráter de urgência, precisarão ser tomadas como ações complementares, valendo citação ao ajuste na Previdência Social – responsável por boa parte das despesas primárias do Governo. A grande verdade, como tantas vezes neste espaço comentado, o Brasil precisaria fazer um superávit de 3% do PIB, e de fato temos hoje um déficit em torno de 2,5%.

Desta forma, para garantir o equilíbrio fiscal e conter a evolução da dívida, precisamos recuperar a arrecadação pública. São os componentes dessa equação: redução de despesas (PEC 241 e demais reformas) e retomada da atividade econômica. Este último, fundamentalmente, sem artifícios “keynesianos”. Também não se espera que se sucumba a (“fácil alternativa”) de elevação de impostos, aqui também discutido seus efeitos sob o prisma geral e intuitivo da Curva de Lafer.

O que se espera, na verdade, é que a reversão da trajetória da Dívida Pública afaste o fantasma da insolvência do Estado brasileiro. Uma Política Fiscal austera é o ponto de partida de solução dos problemas econômicos do Brasil. É só o primeiro ponto a se enfrentar e reconstruir – várias outras ações impopulares (no curto prazo, ao menos) deverão ser tomadas.

Neste contexto de profunda desarrumação econômica, serão necessários compreensão e engajamento de todos: Governo, sociedade civil e em especial o entendimento dos partidos políticos no Congresso Nacional, para que se possam aprovar as medidas fundamentais neste momento. Não se tratam de medidas de cerceamento de “conquistas sociais”, mas, ao contrário, de tentativa de manutenção e melhora de condições para médio e longo prazos.

# Conjuntura Internacional



Fonte: www.pragcap.com

A teoria de “estagnação secular” ganha espaços cada vez maiores entre economistas mundo afora e, por conta dessa interpretação, muito tem sido discutido e influenciado em decisões de política econômica, especialmente nos países desenvolvidos. Por razões óbvias de menor crescimento atual e suas consequências e o desejo de reverter essa tendência, várias medidas tem sido tomadas admitindo como verdadeira a referida teoria.

Entretanto, o gráfico ao lado mostra uma perspectiva diferente e desafiadora sob o enfoque da mesma análise, mas em um espectro um pouco mais longo e ângulo distinto. Em que pese absolutamente frustrante conjunturalmente, os dados mostram que a duração dos períodos de expansão econômica tem sido maiores do que a duração dos períodos de recessão. Em outras palavras, temos passado mais tempo em momentos bons do que ruins. Claro, precisa-se avaliar se nos períodos de expansão tivemos crescimentos que superaram as taxas negativas de crescimento nas recessões. O estudo indica que sim, mas a tendência também parece mostrar uma reversão à taxa media de crescimento de longo prazo (2%aa desde 1700) contra as taxas mais recentes de 3% a 4%aa.(fim de 1800 e 1900)...sob este enfoque secular vivemos então um “*secular boom*”! Ademais, com períodos cada vez maiores de expansão frente as recessões, a análise parece sugerir estarmos passando cada vez mais por momentos mais estáveis, com menos volatilidade. Assim, ajustando ao risco, é possível imaginar estarmos em uma situação melhor...difícil, hein?! Não entram nessa conta desigualdades, “arbitragens “ entre países, uma globalização “assimétrica”, etc., etc., etc..

Como estudo e teoria muito interessante, mas de pouca reversão na conjuntura internacional. Enquanto isso, temos o FED prestes a aumentar taxas de juros (será?), Banco Central Europeu (BCE) cada vez mais sem alternativas de política econômica (além do *BREXIT*, agora a iminente crise bancária), governo chinês com intervenções intermináveis e o Japão repetindo (em maior ou menor intensidade) suas medidas econômicas.

Como se vê, vivemos uma período de estagnação de ideias.

## Mercados - Juros

O componente político que invariavelmente (ao menos no curto prazo) sensibiliza a curva de juros, foi preponderante neste mês. Quem esperava um mês mais tranquilo com a definição do novo Governo teve que rever as expectativas, a política continuou a ocupar o lugar de destaque no país, sendo um dos principais pontos de incerteza para a recuperação da economia brasileira. O mês foi movimentado no campo das investigações da Lava Jato: (i) deflagração da operação Greenfield, que investiga rombos gigantescos nos fundos de pensão das estatais, (ii) operação Arquivo X envolvendo o ex ministro Guido Mantega e a empresa OSX, (iii) aceite pelo Juiz Sergio Moro das acusações do Ministério Público contra o ex-Presidente Lula tornando-o réu e, por fim, (iv) operação Omertà que indicou Palocci como suspeito de receber propina da Odebrecht. Ao que tudo indica, o fim da Lava Jato está longe e não há como mitigar o risco da operação avançar sobre os membros do novo Governo, prejudicando as reformas necessárias – e com isso reflexo em variáveis macroeconômicas.

Pelo lado econômico propriamente dito, a inflação (IPCA) de Agosto cedeu 0,44% em relação ao mês anterior, entretanto no acumulado de 12 meses houve elevação de 8,74% para 8,97% aa. Mesmo com a alta do acumulado, o Relatório Trimestral de Inflação (RTI) divulgado no final do mês trouxe projeções mais positivas para o IPCA em 2017 e 2018, disparando alerta no mercado de possibilidade de corte da SELIC já na reunião de Outubro. Os números ainda estão longe da meta (4,5%), mas hoje, o Banco Central (BACEN) possui credibilidade para iniciar o corte pelo compromisso e capacidade demonstrados de entregar a inflação próxima da meta em 2017 – assim pensa o mercado e assim tem sido precificada a curva de juros. Nós da Redwood também pensamos deste modo em certa medida, mas para nós o corte da SELIC só deveria vir em Novembro ou Dezembro. A questão a ser respondida é: será que o BACEN irá considerar o *todo* ou apenas a parte que lhe cabe?

No lado externo, o FED foi o grande vilão responsável pela volatilidade da curva de juro interna. A divergência de opinião entre os membros da instituição quanto ao *timing* da elevação dos juros refletiu na curva local. A cada depoimento de elevação dos juros na reunião seguinte os prêmios locais aumentavam, movimento contrario quando as declarações tinham um tom *dovish*. Na reunião de Setembro venceu a linha *dovish* e os juros americanos permaneceram no mesmo patamar.

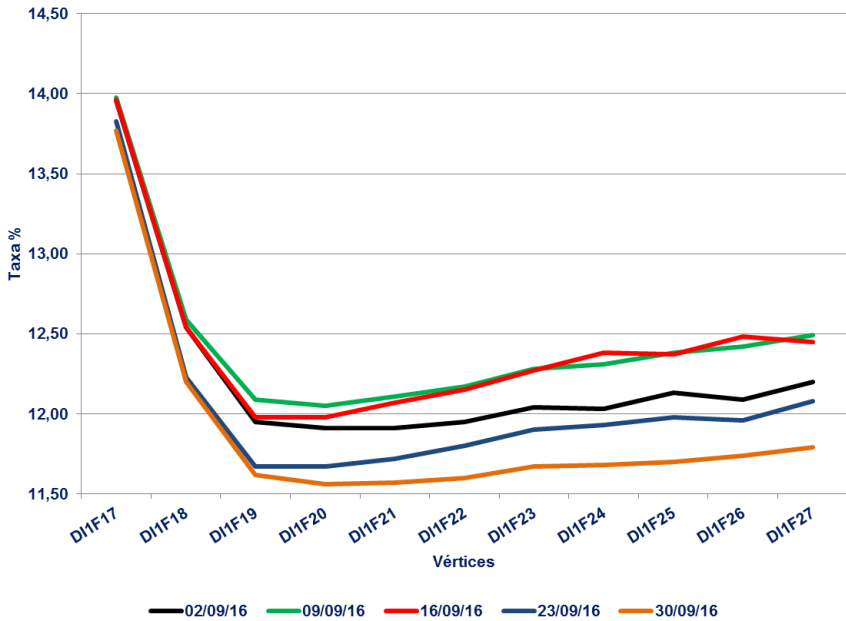
No consolidado do mês houve redução do prêmio de risco na curva de juros futura ao longo de todos os vértices. Fenômeno este possivelmente como reflexo da correção do excesso de pessimismo que contagiou os investidores nos meses anteriores, somada a manutenção da taxa de juro americana, a manutenção das políticas expansionistas ao redor do mundo e, pelo lado interno, mais uma vez, o RTI que deu grande impulso para o fechamento das taxas.

O BACEN recuperou, e muito, sua credibilidade. Os efeitos da Política Monetária demoram alguns meses para pleno efeito, assim talvez seja mais prudente tomar a decisão de iniciar a redução dos juros quando tiver absoluta avaliação do *todo* e permitir o sequenciamento de novas reduções, mesmo que de forma gradual. Não vale a pena colocar em risco seu maior ativo.

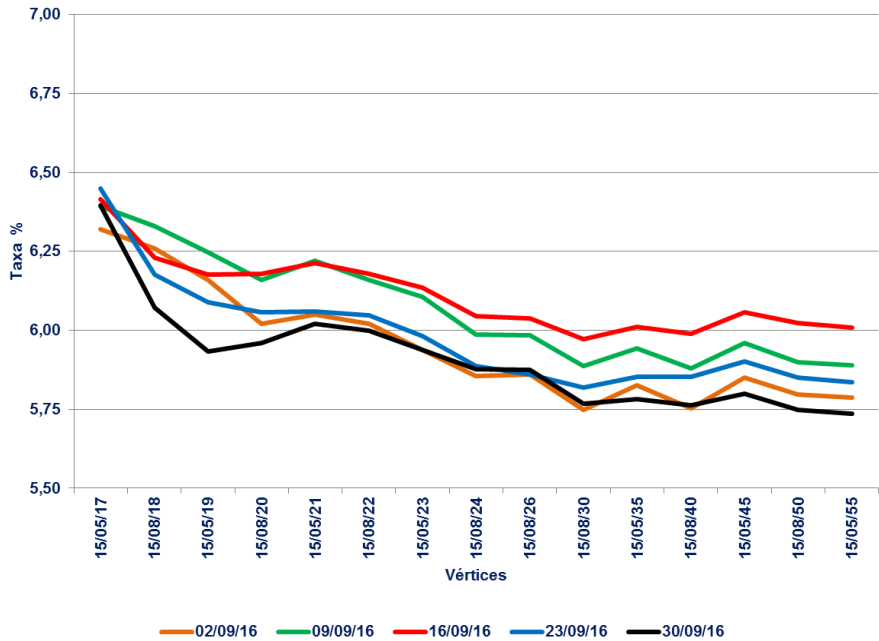


# Mercados – Juros (curvas semanais)

### Gráficos ETTJ



### Cupons (NTN-Bs)



## Mercados - Câmbio

O alívio das tensões com o FED, após decisão de manter a taxa de juro americana na reunião de Setembro, permitiu a redução da volatilidade no mercado de câmbio. O Dólar fechou o mês negociado a R\$ 3,2462, com valorização de 0,18%.

Ao longo do mês a moeda americana chegou a ser negociada a R\$ 3,36 com a possibilidade de juros menor no Brasil e maior nos EUA, ou seja, diferencial de taxas menos atrativo para o fluxo que poderia ingressar no País. A reação do Banco Central foi reduzir a oferta de *swap* cambial reverso de 10 mil para 5 mil contratos diários, mantendo este volume ao longo do mês, de forma a evitar uma pressão adicional de alta da moeda americana. Outro fator que também contribuiu para a alta do Dólar do decorrer do mês foi a eterna preocupação com o risco político brasileiro, com destaque para o rombo dos Estados e a demanda dos Governadores por ajuda do Governo Federal.

Nessa linha, o Banco Central indicou que as condições para sua atuação no mercado de câmbio "estão mudando". Segundo o presidente do BACEN, Ilan Goldfajn, o espaço para reduzir o estoque de *swaps* cambiais da instituição está menor, notadamente se o FED resolver subir suas taxas de juros. O BACEN mantém a intenção de reduzir o estoque total, porém sem trazer pressão adicional ao câmbio...assim temos interpretado suas atitudes, muito embora em nossa opinião teria sido (e ainda é!) melhor seguir adiante com as ofertas de *swap* cambial reverso e finalizar o quanto antes com o estoque remanescente.

É compreensível a parcimônia do BACEN neste momento para com a Política Cambial, mas é sempre bom termos em mente a necessidade desse realinhamento e uma interrupção definitiva desse comichão misturado com a arrogância de saber (que acha que pode) controlar nível e volatilidade do câmbio sem consequências desastrosas. A diretriz maior da nova equipe do BACEN é para um câmbio flutuante, e não podemos deixar sucumbir à tentação, para momentos de maior estresse, tomarmos as rédeas para um "controle" maior (mesmo que momentâneo). Precisamos sim, para o que está ao alcance do BACEN (e contar com demais medidas da Política Econômica) estruturamos, mantermos e robustecermos o que, ao fim e ao cabo, permita o regime de flutuação da moeda.

Um câmbio volátil não encoraja muito investidores, mas sua volatilidade não deve ser corrigida por intervenções (desconexas e desalinhas) no mercado ou, ainda, controle de capitais – mesmo que de forma indireta. Antes disso, as regras precisam ser claras para qualquer situação, termos um país mais aberto e reservas "confortáveis" (como temos hoje) para prevenir "ataques" de oportunistas e aventureiros. Um regime claramente definido. Obviamente, a Política Cambial faz parte de um todo, de uma Política Econômica coerente em si – que começa a ser restabelecida neste momento.

Fiquemos alertas!

## Mercados - Bolsa

Mesmo com o sentimento de aversão ao risco, no final do mês, que marcou os principais mercados de ações ao redor do mundo após o noticiário negativo envolvendo o Deutsche Bank, o Ibovespa ainda fechou Setembro com alta de 0,80%. Ao longo do mês chegou a encerrar dois pregões acima de 60.000 pontos, mas realizou lucros e fechou ao redor dos 58.000 pontos.

A manutenção da taxa de juro americana somada ao aumento da probabilidade de redução da SELIC pelo mercado em Outubro impulsionaram o mercado acionário local. O movimento de corte da taxa básica pelo Banco Central poderá ser importante sinal para investidores estrangeiros voltarem a olhar as oportunidades no Brasil, para o mercado de crédito iniciar sua normalização e para empresários repensarem planos de demissão, produção e investimento. Um impulso extra para a volta da confiança, ingrediente essencial para a retomada da atividade econômica e, por consequência, alguma reação no lado real da economia.

Assim como nos demais mercados, as declarações contraditórias dos dirigentes do FED trouxeram volatilidade para o mercado acionário. O preço do barril de petróleo também influenciou as bolsas ao redor do mundo. No início do mês, a indicação da desaceleração da demanda pela *commodity* fez o preço do ativo despencar. Como resposta, os membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) aprovaram um acordo preliminar para reduzir a produção pela primeira vez em oito anos. O acordo, no entanto, só será efetivado no próximo encontro do grupo, marcado para o fim de Novembro. Apesar da queda do preço do petróleo, a Petrobrás fechou o mês com retorno positivo, resultado da divulgação do plano de negócios da Petrobras para o período de 2017 a 2021, com corte de investimentos e redução do nível de endividamento.

Muito esperado pelo mercado, o governo anunciou o pacote de concessões com foco em infraestrutura, porém sem grandes novidades em relação aos projetos. O anúncio não detalhou a forma de financiamento, o sistema de garantias, nem os detalhes de cada projeto. Essas informações estarão nos editais que desta vez serão distribuídos no exterior. Bom começo. Porém, não se pode esquecer: os investidores sabem fazer conta e consideram sempre o preço, o custo e o risco em suas análises.

Entretanto, o país acumula, até Junho, seis trimestres de recuos seguidos do PIB, e o terceiro trimestre não deve ser diferente. O ciclo de ajuste do setor real não está completo e há o efeito da Política Monetária restritiva ainda se materializando, enquanto a economia mundial desacelera, influenciando a dinâmica econômica do país.

Tudo isso tem efeitos negativos nas empresas e por conseguinte no Ibovespa que, por não haver ainda impacto direto e positivo na economia real, não se avaliam melhores perspectivas para as empresas e a precificação delas resultam em um Ibovespa com preço justo ao redor dos 60.000 pontos, ao menos por enquanto.



# Comentário Mensal da Gestão

## SETEMBRO 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](mailto:redwood@planner.com.br)

[www.planner.com.br](http://www.planner.com.br)