

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

MARÇO 2017

Comentário Mensal da Gestão / MARÇO 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.

*“I walk slowly but I never walk backwards.”
Abraham Lincoln – Former American President*

*“Eu ando devagar, mas nunca para trás.”
Abraham Lincoln – ex-presidente Americano*

Introdução



Iniciado o ano de 2017 de fato no mês de março, todas as atenções se voltam para o que mais importa para o Brasil: as reformas, em especial e a mais importante de todas, a da Previdência.

Mundo afora, este é um tema extremamente delicado e invariavelmente bastante conturbado, pois mexe diretamente com a vida das pessoas naquilo que mais se almeja: uma aposentadoria tranquila e capaz de prover sustento e tranquilidade após anos de vida laboral.

Assim, toda a sociedade se envolve e as mais diversas interpretações a respeito afloram. Entendimentos que iniciam na concepção, princípios e objetivos da aposentadoria, até sua forma de sustentação, contribuição e manutenção. Aqui no Brasil não tem sido diferente, mas o não enfrentamento do problema, e pior, ainda agravado nos últimos anos, nos coloca agora em uma situação limite, e que possivelmente se apresenta na derradeira oportunidade de solução sem maiores comprometimentos.

A situação está pra lá de complicada, e com extrema politização do assunto aliada a fragilidade político-econômica do país, surgem a todo instante ilações a respeito da veracidade dos números apresentados e até mesmo da forma como são computados. Tudo isso na tentativa de se reinterpretar ou reconfigurar um desastre que já aconteceu e tende a se tornar um colapso total e definitivo das contas públicas e do gerenciamento orçamentário brasileiro em muito pouco tempo. A proposta apresentada pode ser aperfeiçoada? Sim, e deve. Precisa ser discutida nos detalhes, mas não podemos ter vaivéns no conjunto da obra e muito menos concessões que possam minar um ajuste definitivo e de longo prazo. Se os números e sua consolidação não convencem, o governo deveria (e rapidamente) propor uma “auditoria independente”, mas se a reforma do sistema previdenciário for mais um “tapa-buraco”, as aposentadorias e pensões em breve tomarão conta de todo o orçamento – ou, como já visto em outros países, contingenciamento dessas despesas. Por isso, chega de retrocesso! A frase de Abraham Lincoln é mais verdadeira do que nunca: “Eu ando devagar, mas nunca para trás”.

Mundo afora, vemos Alemanha e a Zona do Euro ostentando PMI Industrial se elevando e desemprego em queda, exceção feita ao Reino Unido que apresentou queda no PMI Industrial e conseqüentemente deverá haver reavaliação de sua atividade econômica. O BCE não discute a possibilidade de encerrar seu QE, e julga que a política econômica permanece apropriada. No campo político, a candidata francesa Marine Le Pen lidera a corrida eleitoral no primeiro turno. Do outro lado do Atlântico, Donald Trump encontra dificuldades, ainda que momentâneas, para implementar suas promessas de campanha. O FED sinaliza que deverá continuar com elevação das taxas de juros, mas interpreta que as finanças domésticas estão bem. Na China o compasso é de espera para se avaliar como ficará a sua relação com o novo governo americano.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,396%. S&P variou -0,20%, NIKKEI fechou em -1,94%, DAX com 4,31% e FTSE 10,20%. O Ibovespa terminou o mês em -2,52% e o IBRX em -2,36%. Máximas para DIF18 10,32% e DIF21 em 10,21%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,19%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,1684.

Atividade Econômica

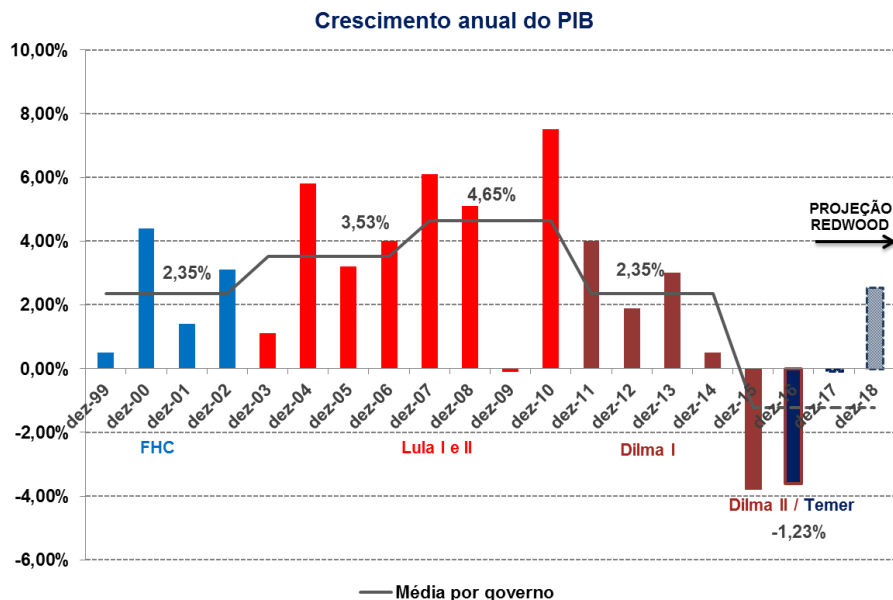
O legado da inépcia dos presidentes petistas, sobretudo e em especial com a famigerada Nova Matriz Macroeconômica, levou o Brasil a esta situação de penúria em que vivemos, com mais de 13 milhões de desempregados e uma perspectiva de retomada econômica tênue, gradual e, infelizmente, sem muita garantia de sobressaltos.

A afirmativa se justifica porque os desacertos foram amplos, gerais e irrestritos. Sim, o Brasil chegou a uma situação limite, onde o ajuste depende fundamentalmente de reformas que são absolutamente impopulares. Nesta linha e notadamente por causa da situação política que se encontra o governo atual – com baixíssimos níveis de popularidade – as dificuldades se redobram para que se consiga, em bom tempo e nas medidas necessárias, os ajustes propostos. Soma-se a isso, os “políticos” que se aproveitam da situação para se locupletarem em benefício próprio – e pasmem, inclusive aqueles que nos levaram a esse estado.

Muito tem sido feito em termos de política econômica, mas a reconstrução se mostra cada vez mais difícil e, como sempre reprisado, a depender de fatos e vontade política para uma solução de longo prazo.

Assim, mesmo com alguns sinais de melhora, a difusão dos indicadores ainda não nos permite dizer que engatilhamos a rota de recuperação, mas ao menos parece que parou de piorar...só parece. Isso porque qualquer solavanco, político, econômico, financeiro, externo ou não, juntos ou separados tem poder de desestabilizar o pouco que estamos realinhando.

Qualquer que seja a nossa simulação, com as mais diversas premissas, mas dentro da razoabilidade dos fatos (i.e., sem grandes solavancos), apontam para um PIB em torno de zero para 2017 – com realmente uma variação muito pequena, mesmo com uma redução mais drástica dos juros (SELIC), pois o mecanismo de transmissão da política monetária leva algum tempo para se materializar. Nessa linha, taxa de desemprego média também não reage de forma significativa e fica, assim como o desempenho econômico, a apresentar melhoras consistentes somente a partir de 2018.



Fonte: IBGE e Projeção Redwood | Elaboração: Planner Redwood

Política Fiscal

Os ajustes no lado fiscal parecem não ter fim.

Os últimos números divulgados apontam para um rombo na casa dos R\$ 60 bilhões. O governo atual tem feito um bocado no sentido de reverter as bobagens do governo anterior, mas tudo indica que os técnicos estão tendo dificuldades na mensuração e previsão de receitas e despesas.

Entende-se bem que o governo não deve ser o pessimista de plantão, muito pelo contrário, mas sinalizações constantes de números que não se verificam e resultam em reavaliações com impactos e consequências indesejáveis, como possíveis aumentos de impostos, não ajudam nem um pouco na formação de expectativas.

Pois bem, é este o fantasma que vivemos em março que, embora dissipado ao final do mês, não garante que não voltará a nos assustar em breve. Aumento de impostos não é bom mesmo, sobretudo em momento de fraca atividade econômica onde empresas não honram seus compromissos fiscais. A carga tributária precisa ser elevada pela reversão total dos benefícios erroneamente concedidos pelo governo anterior. A condução do governo neste sentido é acertada, pois realinha o necessário ajustamento das alíquotas e elimina as graves distorções – e seus efeitos multiplicadores – que a política de desoneração ocasionou.

O fato é que um “novo” déficit impõe contingenciamentos, afinal o governo garante que irá cumprir sua meta, custe o que custar. É um bom sinal reafirmar suas promessas, mas melhor seria se junto com elas não viesse sobre-esforço para a população...daí voltamos a tecla da eficiência/alternativas neste espaço discutidas à respeito da condução da política fiscal.

Nesta linha, em que pesem os esforços do governo as contas públicas no primeiro bimestre foram um desastre. O gigantesco desequilíbrio que o sistema de aposentadorias e pensões representa sela nosso destino: a conta não fecha, precisamos da reforma e ainda assim muito esforço para que os resultados apareçam no longo prazo. Neste início de ano o governo central acumulou déficit primário (sem juros) aproximadamente 50% menor que no mesmo período do ano passado (mérito para o Tesouro!), mas o rombo da Previdência acabou com a festa.

Por outro lado, o resultado geral do setor público (com estados, municípios e estatais – exceto Petrobrás e Eletrobrás) foi um superávit primário, mas quando se avalia o todo, o chamado resultado nominal, o desmantelo é enorme: déficit de R\$ 54 bi no bimestre e de R\$ 536 bi em doze meses, representando aproximadamente 8,5% do PIB do período.

Não bastasse esse quadro, em nossas contas a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) já ultrapassa 70% do PIB – comparativamente a outros países emergentes, não estamos nada bem. Precisamos de fato caminhar para frente, com as propostas em curso e ainda mais ousadia e determinação.

Conjuntura Internacional

A exceção do Reino Unido, que por conta do momento especial do *BREXIT* enfrenta turbulências pontuais, vários países europeus e a própria Zona do Euro tem emitido sinais positivos. Destaques vão, em certa medida, para a inflação, o PMI Industrial em alta e a taxa de desemprego em queda (menor taxa desde maio de 2009) – longe ainda de uma situação confortável, mas um alento. Se por um lado apresenta algum alívio (o Euro e a própria “integração” europeia continuam em cheque), por outro a Europa prossegue com as agruras do terrorismo, a imigração desenfreada de povos e a eterna situação de desarranjo fiscal entre as nações. A tendência crescente de uma “direita populista” na Europa sofreu seu primeiro revés nas eleições da Holanda ao não eleger Geert Wilders (liderava as pesquisas) com posições que pareciam se alinhar com anti-imigração, anti-islã e anti-União Europeia (UE). Mas também não elegeu o candidato do Partido Trabalhista (amargou derrota histórica) e consagrou como vencedor das eleições parlamentares o premiê conservador Mark Rutte – um liberal, duro na questão migratória e pró-UE. Os próximos grandes eventos dessa natureza agora serão na França e Alemanha, em abril e setembro, respectivamente, que poderão definir o tom e rumo político para o bloco europeu.

Nos Estados Unidos os sinais são contínuos de melhora: inflação caminha para meta e níveis de desemprego rondam o que se denomina de pleno emprego – por lá agora em torno de 4,7%. Por conta disso, e em boa medida imaginamos também pelas promessas de “gastos” do governo Trump (pacote de infraestrutura pode chegar a USD 1 trilhão), o FED deverá continuar a elevar suas taxas de juros por mais duas ou três vezes este ano... já não era sem tempo. Ainda no lado financeiro, aguarda-se ansiosamente as alterações na Lei Dodd Frank, de regulação do setor financeiro. A lei foi criada à época da crise de 2008 para *limitar os riscos e reforçar a transparência e responsabilidade*, mas o que resultou mesmo foi em regulamentações onerosas para empresas financeiras e sobretudo limitou as opções para os consumidores de produtos financeiros – uma forte intervenção no país das oportunidades onde cada um é responsável final por suas decisões. No campo político, Donald Trump tem enfrentado muitas dificuldades para emplacar suas promessas de campanha e até mesmo na composição e manutenção de seus principais indicados a compor principais cargos da administração. Não é de se estranhar diante de suas posições contrárias ao *status quo* deixado por Obama e reflexo das divisões políticas existentes no país. Nada como um país com instituições e democracia fortes para se chegar a bom termo.

Na Ásia, as principais atenções voltam-se para os “relacionamentos” da China e do Japão com os EUA. Este último já se encontrou com o Presidente Americano com resultados bastante satisfatórios, porém a situação mais delicada é com a China diante dos inúmeros ataques e acusações feitas durante a campanha de Donald Trump. China e EUA respondem por aproximadamente 40% da economia global, e o desentendimento desses dois países pode desencadear não somente problemas econômicos com impactos literalmente globais, mas também outros de natureza bélica como no caso da Coreia do Norte.

Os Estados Unidos “ditam” o rumo de boa parte das vidas no planeta, para o bem ou para o mal...mudanças importantes estão em curso. Globalismo e globalização são coisas diferentes – esta é a clara mensagem que o novo governo americano parece querer nos passar.

Mercados - Juros

Fim do primeiro trimestre de 2017. O cenário econômico parece clarear, entretanto o político (com eternos impactos no econômico) permanece nebuloso. As expectativas são de juros e inflação mais baixos. Por outro lado, o otimismo em relação a aprovação da Reforma da Previdência (como originalmente concebido) vem perdendo força. O Tribunal Superior Eleitoral (TSE) trabalha no julgamento do pedido de cassação da chapa Dilma-Temer. O governo vem recebendo críticas da base de apoio. As contas públicas continuam com resultados negativos, sem falar na divulgação da delação premiada da Odebrecht. E mesmo com este cenário de deterioração política a curva de juros reduziu os prêmios prevalecendo o cenário econômico.

Os investidores estão limitados e focados no movimento de queda da taxa SELIC. Enquanto o Banco Central sinalizar que o movimento é de corte com possibilidade de aumento da intensidade os demais riscos ficarão no segundo plano. Para a reunião do mês de abril, é majoritária a aposta de mercado de que o Copom irá reduzir a SELIC em 1 ponto porcentual. Essa aposta foi reforçada com a divulgação do Relatório Trimestral de Inflação (RTI) que traz a inflação sob controle. O Banco Central busca reduzir os juros de forma estrutural, sobretudo agora com a “certeza” da ancoragem da inflação para os próximos anos. Nós estamos bem mais prudentes nesta perspectiva com a manutenção do corte ainda em 0,75%, notadamente pelas incertezas que norteiam o ambiente político cujos reflexos são diretos e imediatos na formação das expectativas para o país. Estamos confiantes, mas muito cautelosos com os avanços das reformas.

No final do mês o governo anunciou o plano para extinguir, num prazo de cinco anos, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). Ponto positivo para o governo! A TJLP é a taxa de referência para os programas de financiamento do BNDES e governo, usada em empréstimos subsidiados exercendo uma distorção no mercado de crédito brasileiro e contribuindo para elevar os juros pagos por aqueles que não contam com o subsídio do governo. Atualmente, a diferença entre a taxa SELIC e a TJLP é de 5,25%. Com a efetivação do plano o custo do dinheiro tende a ficar mais barato para todos ou, ao menos, isonômico. O problema aqui é justamente a lentidão dessa transição, ou seja, demorará ainda muito tempo até início da reversão dos empréstimos que já foram concedidos. Por fim e não menos importante é a formação dessa nova taxa, que leva em consideração as taxas de juros da NTN-B, cuja volatilidade não é nada desprezível.

Em meio a tudo isso, o que nos parece é que a política monetária tem sido muito bem conduzida. A credibilidade do Presidente do BACEN, a qualidade de sua equipe e a forma de comunicação da Instituição com o mercado tem sido muito bem desenvolvida. Esta constatação induz a um ambiente de previsibilidade, fundamental para o bom funcionamento dos mercados. Se a política monetária tem papel primordial na retomada da atividade econômica, esta nada pode, no médio e longo prazos, sem o concomitante “auxílio” da política fiscal, as reformas microeconômicas e os ganhos de eficiência e produtividade. Assim, a cota-parte de contribuição do BACEN para o todo pode ser efêmera sem essas medidas complementares, considerando sua responsabilidade intrínseca de manutenção da solidez e eficiência do sistema financeiro.

O volume e o movimento da curva de juros no mês foram reduzidos com variações menores nos preços comparado a meses anteriores. Movimento similar ocorreu na curva de cupom de NTN-B.

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráfico ETTJ

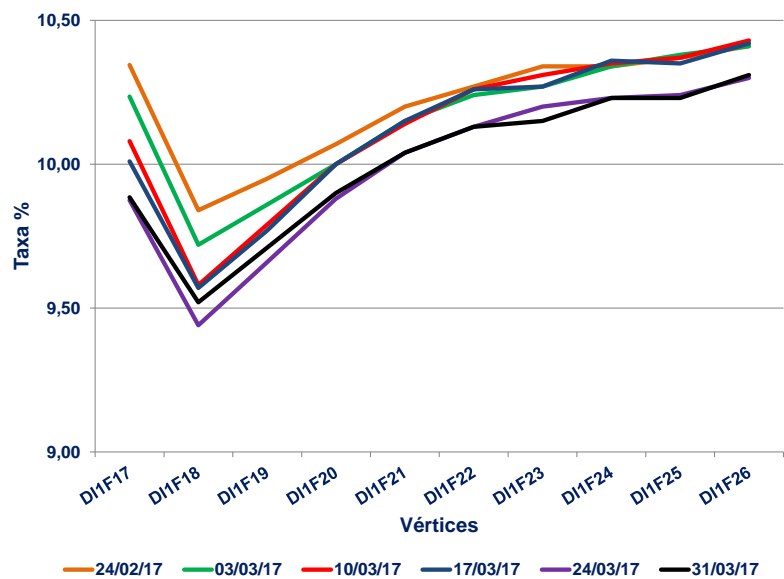
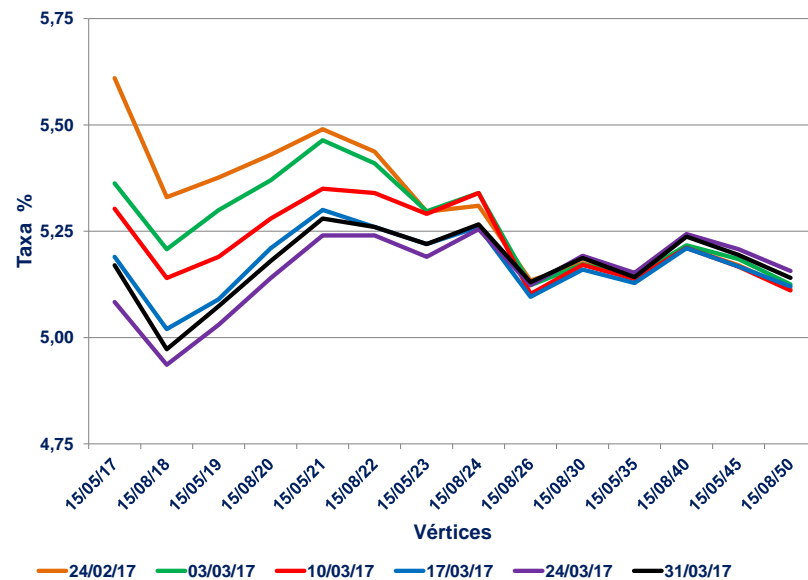


Gráfico (NTN-B)



Mercados - Câmbio

O Dólar acumulou alta de 2,23% (Ptax venda) no mês acumulando no ano uma desvalorização frente ao Real de 2,78%. A moeda americana tem oscilado entre R\$ 3,05 e R\$ 3,20 nos últimos meses.

Para um mês repleto de notícias como: (i) pressões vindas da decisão do FED de elevar os juros americanos, (ii) da nova política econômica de Trump, (iii) da expectativa com a delação premiada da Odebrecht e (iv) da Operação Carne Fraca, o Dólar oscilou pouco. A redução na volatilidade da moeda demonstra que os investidores estão separando, momentaneamente, a questão econômica da política. Mas assim com citado no *slide* dos juros a alteração e/ou não aprovação da Reforma da Previdência pode elevar a pressão sobre o Real.

Na gangorra do *swap* cambial março foi negativo para o Banco Central. A instituição perdeu R\$ 1,24 bilhão com as operações. O estoque que já foi mais de USD 100 bilhões fecha o mês em USD 18 bilhões. Em abril, a rolagem foi de 57% dos contratos com vencimento no mês. O BACEN ainda não indicou se manterá a estratégia de rolagens parciais, ao que tudo indica deve continuar na mesma linha...vai saber.

As operações de *swap* têm impacto no fiscal. Os ganhos e perdas são contabilizados na conta de juros, com conseqüente impacto no resultado nominal. Com a redução do estoque de swaps em 2017 as variações devem deixar de ser significantes para o comportamento das variáveis fiscais – ao menos em parte, e para esta situação. Na verdade, se existe alguma fragilidade a ser imputada a atual equipe do BACEN, é que esta volta-se a condução da política cambial. Entretanto, até mesmo neste segmento existe uma ressalva: o legado que assumiu da equipe anterior não é um fardo simples de se lidar, e portanto levará algum tempo para o ajuste. O problema é o quão rápido se pretende fazer este ajuste até que haja pouca ou nenhuma interferência do órgão – se é que de fato acreditam nisso. Ademais, o que se observa não é somente a intromissão constante no mercado, não. O problema é maior e data de algum tempo, pois os ativos da autoridade monetária aumentaram sistematicamente desde 2007, em especial no período de 2007 a 2011 com forte acúmulo de reservas cambiais. Nossas reservas hoje respondem por aproximadamente 20% do PIB, um valor significativo que tem impactos importantes diante do que dita a Lei nº 11.803, de 2008, que determina que perdas e ganhos provenientes de valorização/desvalorização devem ser suportados pelo Tesouro Nacional (TN). Entretanto, existe uma assimetria na forma de pagamento da equalização cambial, pois os ganhos são depositados em caixa para o TN e as perdas em títulos para o BACEN. OK, mas e a política cambial com isso? Tudo. Precisamos aprimorar o mecanismo da Lei, reforçar nossas estruturas para que o câmbio não seja um fantasma e deixar o mercado ditar os rumos.

Em última análise, a redução dos *swaps* equivale a compra de Dólares e, se o Brasil levar adiante suas reformas e o mundo não sofrer maiores solavancos, seremos a “bola da vez” (ao menos em termos relativos, como aqui já comentado) com CDS mais baixo e forte fluxo de Dólares. Precisamos alinhar rapidamente o discutido acima para não termos de consertar o avião em pleno voo.

Ah, em tempo: tudo correndo minimamente dentro do *script*, as chances da cotação do Dólar ficar abaixo de R\$ 3,00 são muito fortes.

Mercados - Bolsa

Março foi mês de realização do Ibovespa: queda de 2,52%. Os estrangeiros venderam posições no mercado e o fluxo de capital foi negativo. Entretanto, no trimestre o retorno do índice é positivo: 7,90%.

A retomada prevista pelo mercado para o início deste ano ao que tudo indica será adiada – alinhando-se às nossas perspectivas. Em janeiro, os principais setores da economia ficaram no negativo. A produção industrial de fevereiro decepcionou. A alta foi tímida de apenas 0,1% comparado com janeiro. A trajetória é de redução das perdas, mas nada garante a retomada do crescimento. Se a economia ainda não reage, assim também se verifica o Ibovespa.

Com impacto menor que o estimado inicialmente, a Operação Carne Fraca deflagrada pela Polícia Federal, trouxe perdas para as empresas envolvidas, para o setor e para a imagem do país. Por exemplo, da divulgação da Operação até o fechamento do mês as ações da JBS caíram 14,10%. O governo conseguiu agir rapidamente para conter os efeitos mais severos no mercado internacional e reverteu o embargo dos principais mercados como União Europeia, China, Hong Kong e Coréia do Sul.

Apesar dos efeitos nefastos do escândalo da carne não ter impacto na condução da política macroeconomia, eles são danosos para a percepção sobre o Brasil. O Brasil depende do investidor privado, especialmente dos estrangeiros, para financiar a travessia da recessão para a volta do crescimento econômico. Exemplo da necessidade de capital externo foi a venda das concessões, para grupos estrangeiros, de quatro grandes aeroportos do país. A falta de credibilidade do país foi demonstrada na insuficiência de concorrência no leilão. Somente 3 grupos para 4 aeroportos. Apenas concorrentes estrangeiros participaram do leilão sinalizando a dependência do capital internacional após a operação Lava Jato que envolve as grandes construtoras do país. Eventos como o da Carne Fraca, que poderia ter sido conduzido ao menos de forma mais ordenada, somente piora a imagem do País. Nesta linha, o Plano de Parcerias para o Investimento (PPI), fundamental para impulsionar o crescimento já que o Estado brasileiro não tem recursos para investir em infraestrutura, só deve deslanchar depois que a crise política arrefecer. Tudo isso tem impactos também na bolsa de valores brasileira.

Pelo lado econômico, a queda mais rápida e intensa da taxa básica de juros (alinhada às reformas e demais medidas) será determinante para o ritmo de retomada da economia. Os investimentos tendem a voltar para a pauta de discussão das empresas que após a crise (em especial de sua desalavancagem) estarão com estrutura de custos mais eficiente e mais produtivas.

É bem provável que o Ibovespa, como os demais indicadores, apresente uma melhora mais significativa no 2º semestre de 2017, com a aprovação das reformas, a definição do cenário internacional (Trump e eleições da Europa). Afinal a bolsa brasileira em Dólares está aproximadamente 78% abaixo de sua máxima, em abril de 2011, e 120% acima de sua mínima recente (jan/16) com P/L em torno de 13,9%.



Comentário Mensal da Gestão

MARÇO 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