

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

Novembro 2017

## Comentário Mensal da Gestão / NOVEMBRO 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.*

*“Attitude is a little thing that makes a big difference.”*

*“Atitude é uma coisa pequena que faz uma grande diferença.”*  
*(tradução livre)*

*Winston Churchill – ex-Primeiro Ministro do Reino Unido.*

## Introdução



### *Timing is everything!*

Acertar o tempo certo das coisas não é algo fácil, mas pode fazer toda a diferença para os resultados esperados. Esta a situação que estamos vivendo hoje em relação ao convencimento da sociedade e de nossos parlamentares quanto à urgência da aprovação da Reforma Previdenciária, cujo *timing* é agora.

O custo de se perder este *timing*, sob pretextos mais variáveis e esdrúxulos possíveis, legará um fardo enorme e imporá uma reforma ainda mais rígida e em curto espaço de tempo. Sim, atrasar o encaminhamento dessa reforma nos próximos seis meses levará, inequivocamente, ao enfrentamento desse problema para o próximo mandato presidencial, pois a partir de Abril/18 não haverá mais espaço para discussões dessa natureza – a corrida presidencial de 2018 tomara todas as atenções.

Assim, longe de soar catastrófico, açodado ou ansioso, contra fatos (números mesmo) não existem argumentos – sejam por regras de contabilização discordantes, “falhas” arrecadatórias ou desajustes, o orçamento simplesmente não fecha. O conceito de restrição orçamentária não é difícil de se entender, mas impossível de se colocar em prática se suas consequências não atingem a quem o gere. Economistas sérios, agências classificadoras de risco e o próprio mercado financeiro emitem sinais incontestes da premente necessidade da “Reforma das Reformas”, com movimentos claros de estresses toda vez que se corre risco de não ser aprovada. Neste sentido, não se sabe se apelar para a consciência ou senso de responsabilidade de nossos parlamentares fará alguma diferença, mas talvez este vínculo seja a única coisa que nos resta para associar às suas respectivas particularidades e posicionamentos, com consequência em suas próximas eleições. Nossos Deputados precisam tomar esta atitude republicana. Reforma Previdenciária jamais foi consenso em lugar nenhum do mundo, mas como afirmou Winston Churchill: *“Atitude é uma coisa pequena que faz uma grande diferença”*.

No mundo, voltaram as tensões dos EUA com a Coreia do Norte – poucas vezes se viu tamanha paciência dos EUA com uma situação limite como essa... e a diplomacia parece fracassar. Na Europa o clima também esquentou politicamente na Alemanha as voltas com um grande e novo governo de coalisão, e no Reino Unido a primeira-ministra com fortes pressões domésticas para levar adiante o chamado *BREXIT*. Na China, seu expansionismo é quase um empurrão diante do que ocorre no resto do mundo. O discurso de Xi Jinping para China está claro: “ser um líder global em termos de poder e influência internacional”, já que “a tendência de multipolaridade está avançando – e mudando a ordem internacional”. Será? EUA postulam permanecer no posto.

Neste ambiente, os Treasuries dos EUA fecharam o mês em 2,4097%. O S&P variou 2,81%, o NIKKEI fechou em 3,24%, o DAX com -1,55% e o FTSE -1,87%. O Ibovespa terminou o mês em -3,15% e o IBrX em -3,38%. Máximas no mês para DIF18 7,218% e DIF21 em 9,52%. A NTN-B 2050 terminou o mês em 5,4500%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,2616.

## Atividade Econômica

O PIB brasileiro cresceu 0,1% no último trimestre (3º TRI/2º TRI).

Objetivamente, em termos gerais a atividade econômica foi zero! Será mesmo? É possível que o copo esteja meio-cheio em vez de meio-vazio, não por um voluntarismo positivista ingênuo ou viesado, mas por uma análise de decomposição dos fatores que compõem o PIB. O quadro abaixo explica isso:

PIB	Taxa trimestral (em relação ao mesmo período do ano anterior)			Taxa trimestre contra trimestre imediatamente anterior			Taxa acumulada ao longo do ano		
	3º Tri 2017	2º Tri 2017	1º Tri 2017	3º Tri 2017	2º Tri 2017	1º Tri 2017	3º Tri 2017	2º Tri 2017	1º Tri 2017
<b>PIB</b>	<b>1,40</b>	<b>0,40</b>	<b>0,00</b>	<b>0,10</b>	<b>0,70</b>	<b>1,30</b>	<b>0,60</b>	<b>0,20</b>	<b>0,00</b>
Agropecuária	9,10	14,80	18,50	-3,00	-2,30	12,90	14,50	16,70	18,50
Indústria	0,40	-1,90	-1,00	0,80	-0,40	1,20	-0,90	-1,50	-1,00
Construção	-4,70	-7,10	-6,40	0,00	-1,90	0,10	-6,10	-6,70	-6,40
Serviços	1,00	-0,20	-1,60	0,60	0,80	0,30	-0,20	-0,90	-1,60
Comércio	3,80	1,00	-2,50	1,60	2,20	0,20	0,80	-0,70	-2,50
Atividades imobiliárias	2,10	0,90	-0,50	0,90	1,30	-0,40	0,80	0,20	-0,50
Consumo das famílias	2,20	0,60	-1,70	1,20	1,20	0,20	0,40	-0,50	-1,70
Consumo da administração pública	-0,60	-0,80	-0,50	-0,20	-0,10	-0,10	-0,60	-0,60	-0,50
Formação bruta de capital fixo	-0,50	-6,70	-3,70	1,60	0,00	-0,60	-3,60	-5,20	-3,70
Exportação	7,60	2,50	1,80	4,10	1,20	5,70	4,00	2,10	1,80
Importação	5,70	-3,20	9,80	6,60	-3,40	1,90	3,90	3,00	9,80

Não há dúvidas que comparado a outros momentos, o padrão de retomada está muito mais demorado...pudera, estamos saindo da pior recessão de nossa história. Entretanto, o crescimento de 1,4% do PIB do 3º TRI/17 ante 3º TRI/16 é o maior nessa base de comparação desde o 1º TRI/14. Ademais, não fora o péssimo desempenho da Agropecuária neste último trimestre, teríamos tido um crescimento de aproximadamente 1% no PIB. Porém, as críticas devem parar por aí em relação a este setor, pois quem puxa o PIB brasileiro este ano com taxas exuberantes é a Agropecuária! Em uma análise mais detida, pela ótica da oferta, a Indústria foi destaque do terceiro trimestre, enquanto o Consumo das Famílias teve seu terceiro crescimento consecutivo. Nesta linha, observamos o que mais importa no aumento da atividade econômica: a geração de empregos. A taxa de desemprego caiu a 12,2%. A massa salarial real cresceu bastante impactada pelo aumento das ocupações, porém antes mais influenciada pelo descompasso entre a inflação e o aumento da remuneração do que propriamente da geração de emprego. Neste momento, o aumento do emprego parece ter sido mais importante do que esse aumento do rendimento real. A expansão da massa real de rendimentos foi possibilitada tanto pelo aumento dos ganhos individuais quanto pelo crescimento do número de pessoas ocupadas. Assim, somos otimistas e, em que pese nossos modelos projetam um crescimento do PIB mais contido para 2018 em relação ao mercado, divergimos também na relação tradicional crescimento PIB x PNAD Contínua. Em 2018 teremos desemprego em um dígito.

## Política Fiscal

Dizem que a voz do povo é a voz de Deus.

Em que pese nosso otimismo com a economia e a geração de empregos, este sentimento esta baseado em nossa premissa de que a Reforma da Previdência passará – desidratada ou não, confiamos que será aprovada. Esta aprovação, contudo, uma atitude republicana (para dizer o mínimo) de nossos parlamentares, precisa ocorrer agora (ou até Abril/18), para que possamos dar o “primeiro passo”. Sim, reforma alguma dessa natureza sairia como originalmente planejado, e devemos ter em mente que teremos de ter várias reformas até chegarmos ao ideal... mas, precisamos dessa atitude agora para sinalizarmos o compromisso e a importância que o caso requer.

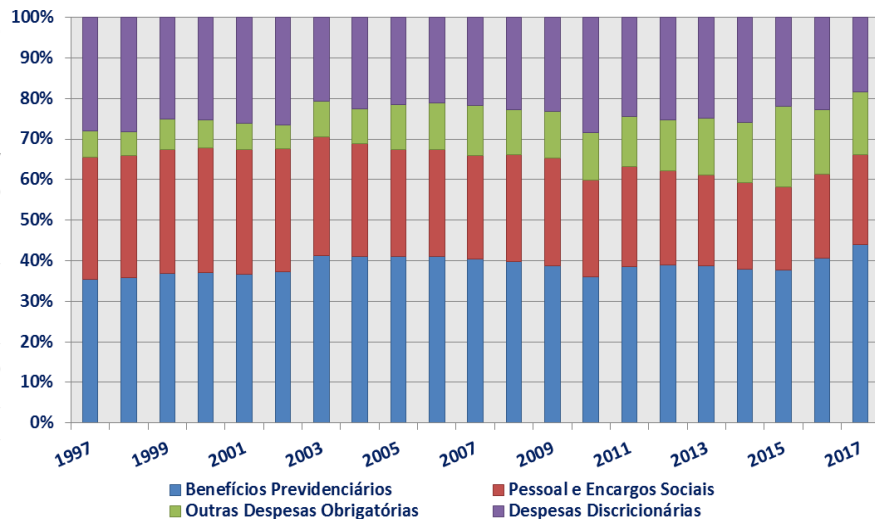
Entretanto, o otimismo dos brasileiros em relação ao desempenho da economia teve uma queda significativa e chegou em Novembro ao patamar mais baixo dos últimos oito anos, segundo série histórica de pesquisas Ibope. Seria essa voz a real identificação de onde estamos? Sem a aprovação da Reforma da Previdência pela Câmara dos Deputados ainda em Dezembro ou, no limite nos próximos seis meses que precedem o acirramento da corrida presidencial, tudo pode mudar drasticamente.

Contas fora de controle, inflação, juros, retomada econômica e geração de empregos, conquistas recentes após tamanha tribulação estarão em cheque. O atraso na Reforma da Previdência, que é peça essencial no processo de ajuste das contas públicas, será responsável também por ampla (re) precificação dos ativos brasileiros, independentemente de novo rebaixamento em nossa classificação de risco. Não é somente a nossa opinião, mas também de investidores que conversamos constantemente. A dívida pública mobiliária é muito alta, basta ver seu acréscimo de pouco mais de 50% para mais de 74% do PIB, e subindo. Somente com reformas fiscais profundas, a começar da previdenciária, que a administração se tornará exequível.

Precisamos romper em definitivo essa inércia, sob pena de levarmos o país à lona com consequências (não precisamos mais de exemplos externos como a Grécia) semelhantes as vistas no Rio de Janeiro e outros estados em dificuldades financeiras. Problemas complexos em regra não encontram soluções simples e imediatas, mas precisamos dar o primeiro passo rumo aos ajustes necessários.

A voz do povo está certa sim, é um sinal. As instituições políticas precisam superar este desafio de sustentabilidade de longo prazo das finanças públicas, cujo responsável maior é o nosso regime previdenciário.

### Distribuição das Despesas do Governo Central



Fonte: Tesouro Nacional | Elaboração: Planner Redwood



## Conjuntura Internacional



Vai chegando a hora de se preparar, em definitivo, para os termos e condições para a *BREXIT*.

Para tanto, a primeira-ministra Theresa May tem oferecido mais concessões no diálogo com a União Europeia - UE, no esforço de garantir com outros líderes a aprovação de acordos para o período de transição e da própria relação comercial neste novo cenário. Diante da pressão doméstica, May poderá aceitar as exigências da UE e com isso apressar e garantir um processo “suave”.

A decisão do Reino Unido de deixar a UE está marcada para Março de 2019, e até lá vários acordos precisam ser concluídos, pois os impactos do *BREXIT* recaem não somente para empresas e comércio em geral, mas também ameaça laços sociais, como no caso da Irlanda. O “sucesso” de um *BREXIT* ordenado, em meio a uma Europa confusa sob inúmeros aspectos, tem o poder de produzir *GREXIT*, *FREXIT*, *PEXIT*... (saída da Grécia, França, Portugal...).

Nessa linha de salvação a todo custo, autoridades financeiras da Zona do Euro já se articulam para prover à Grécia (mais uma vez) um plano para garantir futuros pacotes de resgate, dado que a economia do país não reage conforme esperado. Sem alternativas e absolutamente refém do contexto em que se inseriu, o governo grego muito possivelmente terá de continuar com as medidas de austeridade até que o crescimento dê o ar da graça. A esperança é a última que morre mesmo, pois embora o crescimento italiano tenha sido revisado para baixo, o PMI Composto da Zona do Euro subiu a 57,5 em Novembro e o Industrial registrou o segundo maior patamar em 60,1 (em grande parte puxados pelo forte crescimento alemão!).

Na Ásia, após os mal-entendidos do discurso do BoJ que poderia considerar elevar suas metas de juros para reduzir os efeitos negativos de sua agressiva política monetária, seu dirigente veio dirimir essas especulações, uma vez que a interpretação levou a forte crença que eventual medida daria o sinal errado aos mercados de câmbio, o que geraria o risco de uma forte valorização do Iene, além de minar o experimento do país para mudar as expectativas de inflação. Na China, com o Presidente Xi cada vez mais forte, seu projeto de cooperação econômica entre China, Ásia Central e Europa ganha força. O programa OBOR – *One Belt One Road*, é investir amplamente em obras de infraestrutura em 68 países parceiros na África, Ásia, Europa, Oceania e no Oriente Médio. A premissa visualizada por Xi e “vendida” aos aliados, invoca “a cooperação pacífica, o aprendizado mútuo, a vantagem recíproca e a integração ampla”. O projeto é ambicioso, e cada um “vende” seu “produto” como melhor lhe convém – é legítimo. Entretanto, alguns países asiáticos não embarcarão nessa, e a própria UE e os EUA em breve abrirão os olhos para esta proposta expansionista da China. Dará tempo?

Nos EUA, as disputas políticas se acirram de todas as formas para que o Presidente Trump não leve adiante suas ideias – até mesmo a votação de um plano para evitar a paralisação do Governo (um acordo de orçamento maior para manter as atividades governamentais em funcionamento), os democratas da Câmara dizem que não votarão sem que haja proteções para imigrantes (crianças) levados ao país de forma ilegal. A admissão de seu ex-conselheiro Michael Flynn de que mentiu para o FBI também faz aumentar as expectativas de um *impeachment* de Trump. Porém, nem tudo são lágrimas: a Reforma Tributária está a um passo de ser aprovada, uma promessa de campanha importante conquistada. De fato, Trump não é mais do mesmo... aos poucos entregará suas promessas de campanha.

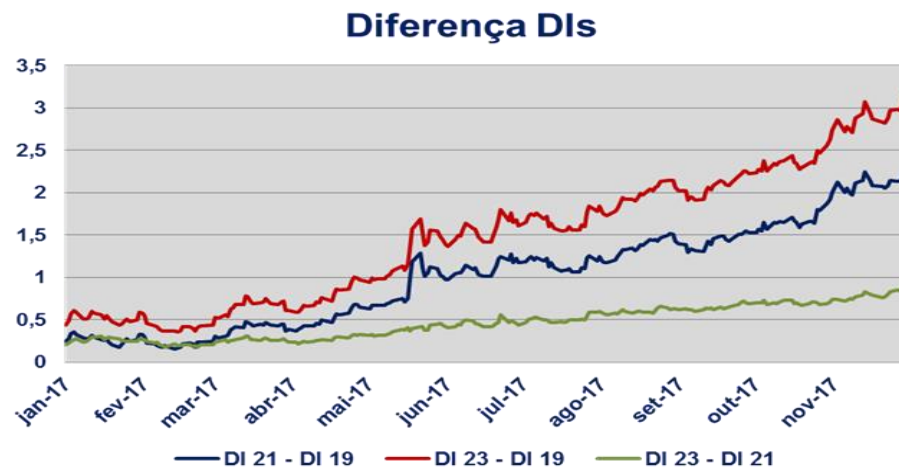
## Mercados - Juros

O mês começou com a decisão do FOMC de manter os “Fed Funds” inalterados até a reunião de dezembro (em linha com nossas projeções que apontam para mais uma alta nesta última reunião, além de outras três em 2018). Tal fato manteve a calma esperada nos mercados internacionais e preparou o terreno para um novembro a ser marcado por novo ciclo de queda nos juros locais, tendo em vista a flagrante e completa ancoragem da inflação e as sinalizações de uma retomada cada vez mais “substancial” da atividade econômica.

No entanto, não foi exatamente dessa forma que o mês se sucedeu. O maior pessimismo para a aprovação da Reforma da Previdência ainda este ano fez com que os investidores exigissem maiores prêmios para os vértices mais longos (uma vez que os curtos já parecem devidamente precificados), o que se refletiu na maior inclinação da ETTJ. Nesta linha, os diferenciais entre os DIs tiveram em 30 de Novembro suas máximas no ano, como exposto no gráfico ao lado.

Isso mostra que, como já enfatizamos em versões anteriores deste mesmo comentário, a ideia de um descasamento entre política e economia é algo sem qualquer embasamento, especialmente quando vemos que as flutuações dos preços dos ativos se adequam melhor a realidade ao longo do tempo, corrigindo movimentos exagerados. O mercado, soberano, provou que estávamos corretos! Entretanto, da mesma forma que os juros se adequaram ao pessimismo para a aprovação da reforma da previdência, basta um sinal mais consistente por parte do Congresso Nacional para que as expectativas (e os preços!) voltem na se refletir na diminuição dos diferenciais citados.

A Política Monetária, portanto, caminha em trajetória consistente e embasada em contexto que os macro e micro indicadores apontam para uma situação mais sólida, sobretudo se implementadas as premissas e objetivos da Política Econômica. Nos próximos seis meses poderemos estar com a menor taxa SELIC já praticada (6,75%) e juros reais abaixo de 3%, porém em um ambiente muito mais saudável do que o verificado em 2012/13 – quando o repique da inflação obrigou que a SELIC fictícia de 7,25% fosse aumentada forte e constantemente.



Fonte: Broadcast e Projeções Redwood | Elaboração: Planner Redwood



# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráfico ETTJ

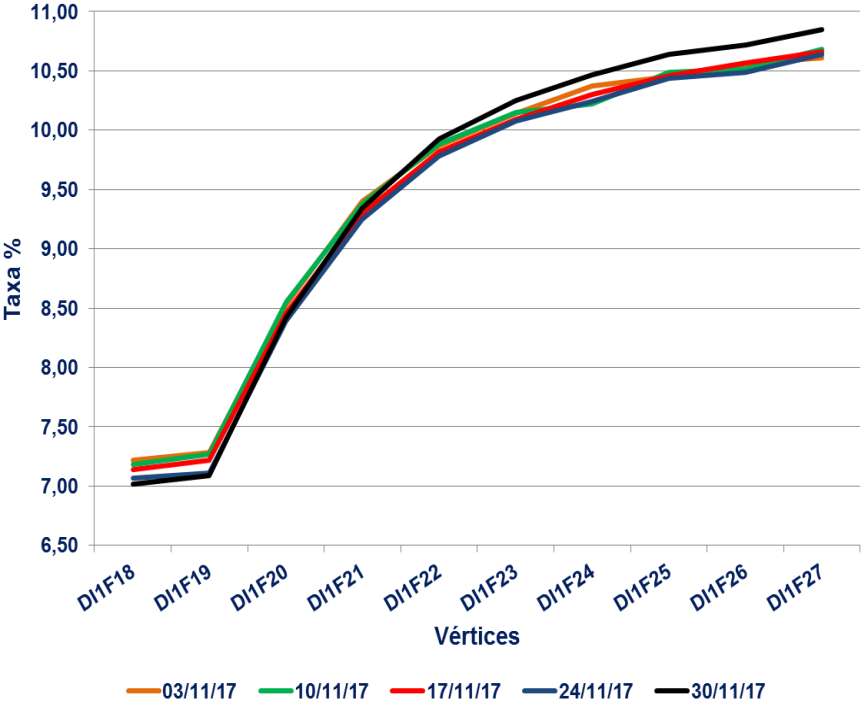
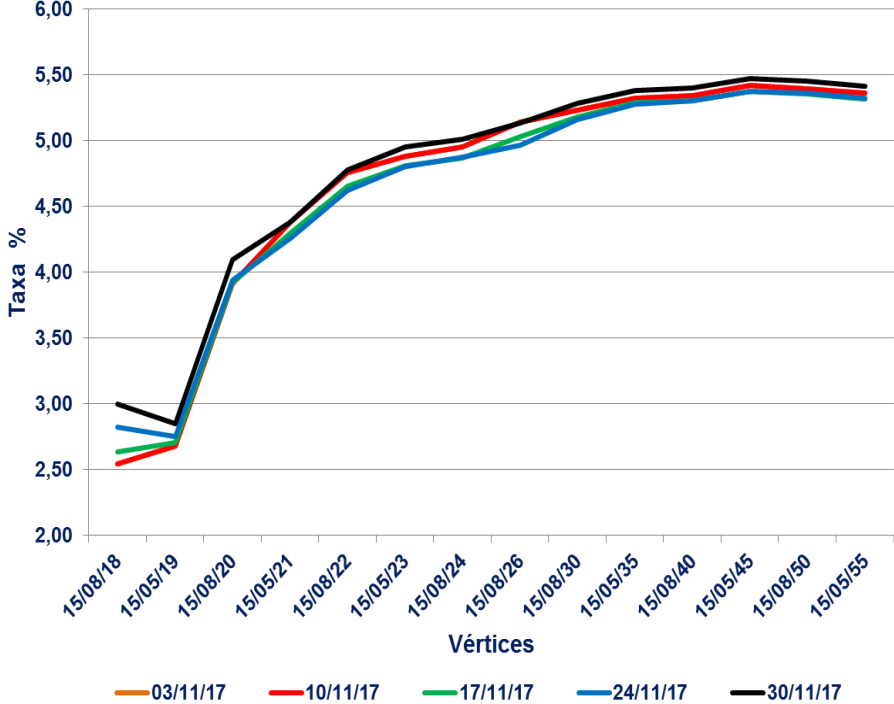


Gráfico (NTN-B)

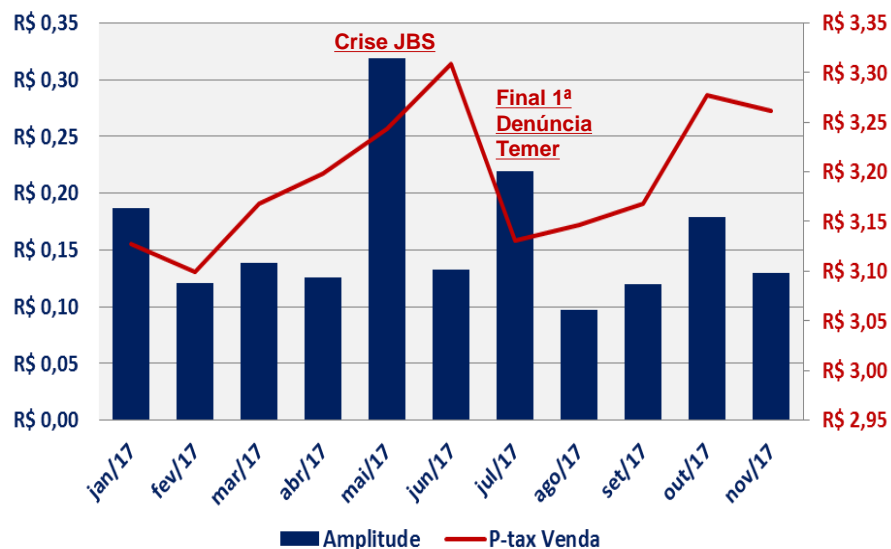


## Mercados - Câmbio

Em um mês marcado pela instabilidade na expectativa dos agentes quanto à “mãe de todas as reformas”, observamos a consolidação do Dólar em patamares acima dos R\$ 3,25 (Ptax venda fechou o mês em 3,2616), nível alcançado ao longo do mês anterior e que ganhou força com o crescente pessimismo político. Contribuindo para tal movimento, tivemos a diminuição da participação dos estrangeiros nos mercados brasileiros e a consequente queda na demanda externa por Reais. Neste quadro, o câmbio tornar-se-ia em maior parte reflexo de movimentos especulativos ligados as incertezas do futuro do Brasil, especialmente no que tange ao médio e longo prazo.

Um mês, como este acima descrito, em que o BACEN não intervisse através da negociação e rolagem de seu estoque de swap (como efetivamente não interviu) apresentaria, segundo a tese defendida por muitos, uma forte e pouco saudável volatilidade. O gráfico ao lado fala por si só. Muito embora a cotação da moeda americana tenha se fixado em um canal de negociação ainda distante daquele que originalmente era esperado (e que nós da Redwood ainda acreditamos, mais próximo de patamares abaixo dos R\$ 3,10), a volatilidade alcançada foi uma das menores para o ano, aproximando-se de meses em que o cenário trazia perspectivas mais positivas e que, ainda assim, sofreram intervenção por parte de nossa autoridade monetária.

### Evolução Dólar



Fonte: Banco Central do Brasil | Elaboração: Planner Redwood

	jan/17	fev/17	mar/17	abr/17	mai/17	jun/17	jul/17	ago/17	set/17	out/17	nov/17
<b>Amplitude</b> <sup>1</sup>	R\$ 0,187	R\$ 0,121	R\$ 0,138	R\$ 0,126	R\$ 0,319	R\$ 0,133	R\$ 0,219	R\$ 0,097	R\$ 0,120	R\$ 0,179	R\$ 0,130
<b>Vol Retorno</b>	0,70%	0,68%	1,02%	0,66%	1,98%	0,66%	0,53%	0,57%	0,52%	0,73%	0,70%
<b>Vol Fech</b>	3,70%	2,48%	2,97%	2,45%	7,24%	2,70%	6,65%	2,23%	2,64%	4,90%	2,78%

Ainda assim, já se sabe que em Dezembro teremos a renovação de US\$ 9,6 bilhões em contratos de swap cambial, equivalentes a 40% dos US\$ 23,8 bilhões. Agora, cabe a nós esperar as movimentações de um Dezembro que pode ser marcado por “queda vertiginosa” da cotação do câmbio em caso de um cenário positivo, ou pela manutenção dos patamares atuais no caso de adiamento da questão Previdenciária para 2018.

1 – Máximo valor negociado p/ mês – Mínimo valor negociado p/ mês

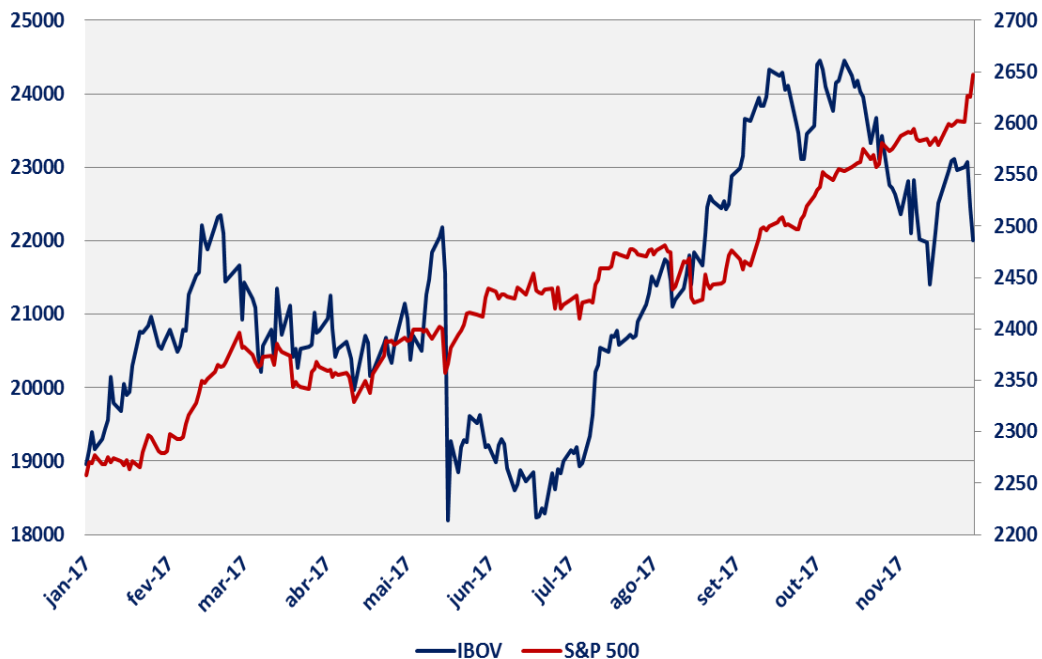
## Mercados - Bolsa

O mês de Novembro do mercado acionário brasileiro marcou o fim do ciclo de valorizações mensais iniciado em Junho. Mesmo mantendo bom nível de valorização ao longo do mês e com os resultados positivos apresentados de maneira geral pelas empresas para o 3º trimestre do ano, não foi possível distanciar o Ibovespa da contaminação geral advinda do pessimismo para com a questão Previdenciária. Apenas nos dois últimos pregões do mês o principal índice acionário brasileiro registrou retração de 3%. Grande parte desta queda se deu nas empresas do setor bancário-financeiro, principal componente ao qual o Ibovespa (em sua atual carteira teórica) é exposto.

Por outro lado, o volume financeiro médio diário da bolsa subiu para 10,3 bilhões de Reais, o maior para este ano, o que mostra que o mercado de ações, mesmo sobre efeitos deste revés ao final do mês, vem ganhando cada vez mais a preferência dos investidores. Este comportamento embasa-se, principalmente, nas altas observadas nos meses anteriores que renovaram as máximas históricas da bolsa brasileira. Um importante fator de impulso neste sentido foi a Oferta Pública de Aquisição da CPFL Energia, que sozinha movimentou 11,3 bilhões de Reais. Por outro lado, há de se destacar a alteração que temos acompanhado na composição deste volume crescente de transações ao longo dos últimos meses.

Anteriormente responsáveis por mais de 50% do volume dos negócios, os estrangeiros tiveram novamente queda em seu percentual de participação relativa. Se em Outubro o número havia caído para algo em torno de 46%, novembro registrou nova diminuição para patamares próximos dos 41%. Não se trata exclusivamente da composição relativa, pois de fato os estrangeiros retiraram R\$ 3,2 bilhões da B3 em Novembro. O gráfico acima pode, de alguma forma, explicar as reações dos investidores estrangeiros. Na via contrária, a participação de investidores institucionais cresceu para nível de 29% enquanto pessoas físicas e outros tipos de investidores também apresentaram crescimento relativo à sua participação no giro da bolsa.

Ibovespa (USD) vs S&P 500



Fonte: Economática | Elaboração: Planner Redwood



# Comentário Mensal da Gestão

NOVEMBRO 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)