

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

Abril 2017

Comentário Mensal da Gestão / ABRIL 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.

“O pior cego é aquele que não quer ver.”

Ditado popular

Introdução



O “achismo” quebrou o Brasil.

Passamos muito tempo “achando” que isso ou aquilo poderia dar certo. No limite, o “jeitinho brasileiro”, a “Lei de Gerson” (levar vantagem em tudo) e o até “tá bom assim mesmo” acabam por travestir o “achismo”, pois, afinal, achamos que pode até dar certo mesmo no final. Não dá, ponto!

Infelizmente, tudo indica que não temos de fato aprendido com nossa própria história. Não parece razoável imaginar que uma Nação entenda que as coisas possam ser conduzidas como em um processo iterativo ou de tentativa e erro, como vemos em vários exemplos, são demasiadamente custosos. Também não se está aqui a defender que nos últimos 13 anos sofremos pelo “achismo” implementado pelo Governo, de maneira nenhuma. Não há como se confundir conduta irresponsável, seja por maldade, corrupção e/ou incompetência, com o “desconhecido” e “achismo”, não. Na verdade, no passado recente tivemos tudo isso e em quantidade.

O importante é que hoje estamos defronte de uma situação insustentável e que precisa ser resolvida: a reforma da Previdência. Mais do que uma solução de contorno (que tem sido costurada a todo instante), estamos levando-a para o limite do que é possível ser feito, e não o que de fato deveria ser feito. Estamos prestes a dar um “jeitinho”, já que todos os setores “querem levar vantagem” e, ao final e ao cabo, “tá bom assim mesmo” por agora, depois complementamos. Mas por que tudo isso? Porque no final “achamos” que assim poderá dar certo. Porque “achamos” (parte da sociedade) que a Previdência pode não ter déficit. Resultado? A maioria esmagadora é contra a reforma da Previdência. Custará muito caro se acharmos que podemos prescindir de uma reforma realmente séria. E como diz o ditado popular que abre este comentário: “*O pior cego é aquele que não quer ver*”. Abre o olho Brasil! Temos um futuro enorme e promissor a construir, mas não podemos continuar “achando” que após a lambança dos últimos anos a coisa será fácil.

O mês de abril no mundo foi bastante agitado, político e economicamente falando. PMI Industrial caiu na China, mas em compensação subiu na Zona do Euro (maior nível em seis anos) e surpreendeu no Reino Unido (maior nível em três anos), ficando estável na Índia. O PIB da Zona do Euro cresceu 0,5% no 1º TRI 17 contra 4º TRI 16 e apresentou expansão de 1,7% no ano, enquanto o desemprego manteve-se constante. Nos EUA o Governo Trump promete enormes cortes de impostos para empresas, sinaliza com forte apetite para investimentos em infraestrutura, mas não ostenta muito “poder” para tanto no Congresso – em que pese maioria Republicana. O FED parece mesmo que fará somente mais duas elevações de juros em 2017. Politicamente, de volta à Europa vemos (ultimamente) o movimento de absoluto repúdio as agendas políticas, econômicas e sociais – os dois candidatos a presidência da França não deixam dúvidas disso. A esquerda por lá parece não ter mais espaço, e a depender do resultado final da eleição, mais propriamente em sendo Marine Le Pen, o efeito contágio “nacionalista” nos demais países será inevitável.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,28%. S&P variou 0,91%, NIKKEI fechou em 1,52%, DAX com 1,02% e FTSE 0,57%. O Ibovespa terminou o mês em 0,65% e o IBrX em 0,88%. Máximas para DIF18 9,82% e DIF21 em 10,12%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,33%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,1984.

Atividade Econômica

Em uma recessão o desemprego é a última variável afetada, e na retomada também – mas parece que podemos ter surpresa por aqui.

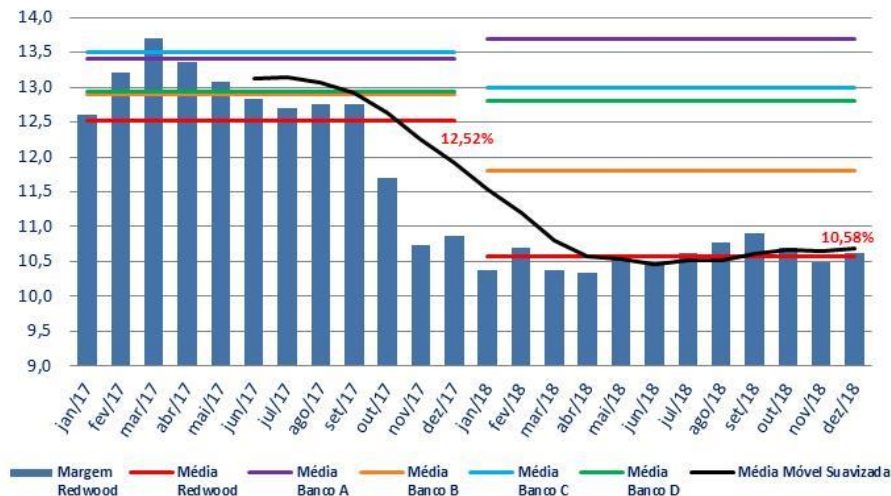
O PIB brasileiro não deslança este ano. O setor industrial, o primeiro a entrar em queda, poderia ser o primeiro a mostrar sinais mais consistentes, mas não, e exibe alguma volatilidade. A produção industrial brasileira subiu 0,7% no 1º TRI 17 comparado ao 4º TRI 16, porém apresentou recuo no último mês – o efeito do carregamento estatístico foi o responsável para o resultado do 1º TRI a ficar positivo.

O desespero de ter de fechar as contas todos os dias, sobra pouco tempo para reformulação e implementação de medidas e propostas consistentes para o longo prazo, em especial para a indústria. Precisamos de uma política que não dependa de incentivos fiscais, desonerações e da famigerada proteção do produto nacional. Precisamos de ações que garantam maior competitividade, inovação e desenvolvimento tecnológico, com reflexos na eficiência, efeito contágio/estímulo e multiplicador para os demais setores, trazendo benefícios para a sociedade gerando emprego e renda. Não se advoga aqui o Estado indutor do crescimento, mas sim de provedor de ambiente e condições de desenvolvimento sustentado que impulse a economia.

Ainda analisando pelo lado da oferta, os demais setores também não demonstraram nenhuma melhora significativa. Entretanto, não se pode deixar de mencionar o excelente resultado da balança comercial no primeiro quadrimestre 2017: superávit de USD 21,4 bi. E este número carrega a boa notícia de que tanto exportações como as importações cresceram.

De volta ao desemprego, o quadro acima demonstra nossas perspectivas. Em resumo, nossas projeções apontam para números bem mais favoráveis que o mercado projeta (neste caso compara-se com os principais bancos privados do país), mesmo com a chamada Média Móvel Suavizada. Em verdade, os efeitos (ainda que preliminares e com cenários favoráveis) iniciam no último trimestre de 2017 e primeiro trimestre 2018...ajustes e adequações aqui estão por vir frente a realidade e impactos das reformas, mas o destaque que se faz é pela diferença comparativa (nível e *timing*)...afora o Governo (eterno otimista e por razões óbvias), alguém está muito equivocado nas premissas e projeções.

Evolução % Taxa Desemprego



Fonte: PNAD Contínua (IBGE) e Projeção Redwood | Elaboração: Planner Redwood

Política Fiscal

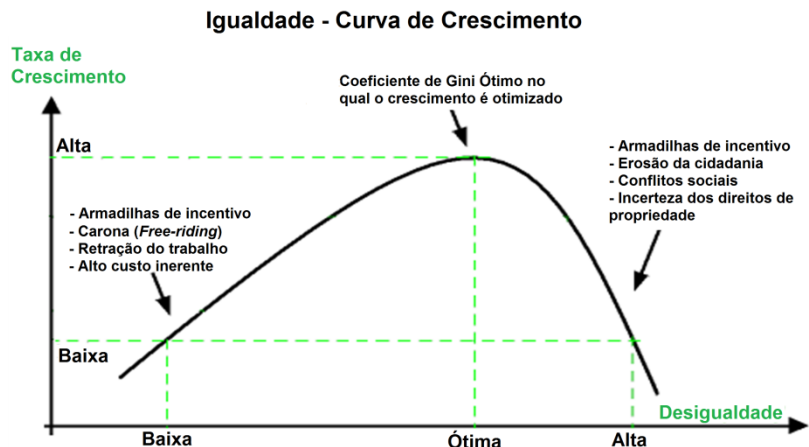
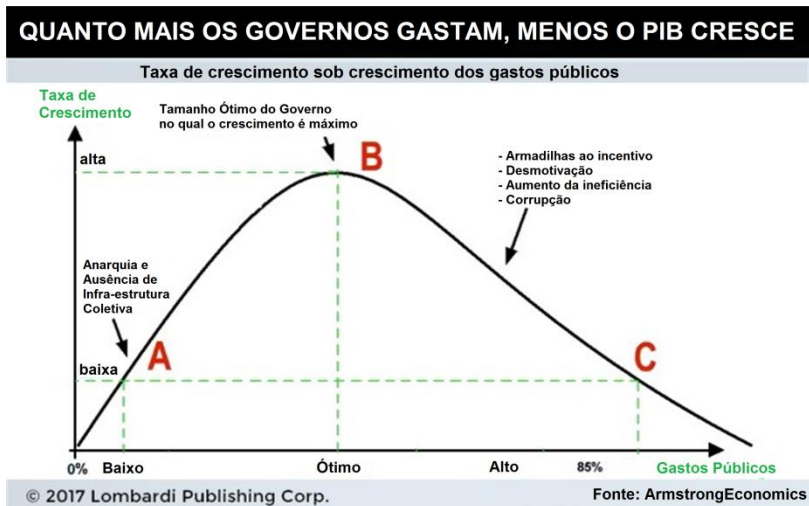
Em que pesem os esforços do Governo, os números do Fiscal são horroresos.

Aqui como nos demais problemas que afetam nossa economia, o Estado “gastador”, em especial quando entram os números da Previdência, destrói com várias iniciativas. É necessário e fundamental continuar com estas vertentes, mas ao não se resolver os números da Previdência, teremos uma vitória de Pirro. A reforma da Previdência, sem prejuízo do esforço fiscal das demais despesas, é condição *sine-qua-non* para que sobre recursos para investimentos públicos fundamentais do Estado. É preciso que se entenda que a “redução de gastos” não é um fim em si, mas sim meio. E é somente com este esforço que as contas (muito em breve) não entrarão em colapso. Ainda mais importante, com o realinhamento e a avaliação de sustentabilidade das contas públicas, muda-se a percepção dos agentes econômicos, induz à queda no risco país, melhoram os índices de confiança e como consequência, voltam os investidores, a economia cresce e, ato contínuo, reduz a taxa de desemprego.

Mas, e se tudo isso não der certo? Sim, mais de 70% (pesquisa data folha) das pessoas entrevistadas são contra a reforma Previdenciária...o Governo vai deixar “quebrar”? Já disse que não...e o que fará? Elevará impostos! É uma saída desastrosa...de forma bem simples: aumentar taxaçoão destruirá incentivos econômicos e com isso eliminará a geração de empregos.

A Curva de Laffer (neste espaço debatida) mostra claramente efeitos na arrecadação com aumento de alíquotas de impostos, e deu margem a outros estudos como ao lado (<https://www.lombardiletter.com> - gráficos). Está claro que o Governo gasta muito, e mal...e os reflexos são estes apresentados na análise.

Infelizmente, ou talvez felizmente, temos hoje um só ponto a resolver para termos crescimento sustentado (investimento privado!), emprego, renda e diminuição da desigualdade: controle das contas públicas...com a mais importante que é a reforma da Previdência!



Conjuntura Internacional

Três assuntos tomaram conta do mundo no mês de abril: (i) aumento das tensões entre EUA e Coreia do Norte, (ii) antecipação das eleições no Reino Unido e (iii) eleições na França.

As relações entre EUA e Coreia do Norte nunca foram exatamente “saudáveis”, mas em especial após a posse de Donald Trump os ânimos estão acirrados. Neste “jogo”, até a China que foi um verdadeiro saco de pancadas na campanha eleitoral do Presidente Americano, passa agora a possível “aliado”, pois o Governo Americano volta-se para a China para que esta pressione o regime norte-coreano sobre o programa de mísseis balísticos e armas nucleares. O Governo Americano não parece “brincar” com este assunto, pois prepara adicionalmente novas sanções a serem aplicadas na Coreia do Norte caso continuem com suas provocações realizando testes com seus mísseis. Também não deve parar por aí, porque os EUA poderão impor sanções a terceiros que de alguma forma colaborem com a continuidade do programa de armas nucleares e mísseis balísticos.

Em uma tacada de mestre, como nos tempos de Margaret Thatcher, a primeira-ministra Theresa May convocou eleições antecipadas – um claro movimento de fortalecer sua própria posição. Pura ousadia e inteligência. Está claro para a premiê o quão difícil será o *BREXIT*. Ameaças vem de todos os lados, mas discursos de alguns líderes da União Europeia demonstram que as negociações para a saída do bloco não serão “facilitadas”. Para Theresa May o Reino Unido precisa de uma liderança forte e estável, pois as consequências podem ser sérias caso as negociações não sejam bem sucedidas – e é possível que este ato tenha sido neste sentido.

Na França as notícias não poderiam ser melhores! A esquerda não terá mais chances por lá, ao menos por enquanto. Os dois candidatos que vão para o segundo turno das eleições presidenciais são Marine Le Pen e Emmanuel Macron, ambos longe de qualquer vertente socialista. Pesquisas mostram Macron na frente, mas vai saber...

Um pouco mais ofuscado por não ter o *glamour* e o ineditismo dos assuntos acima e também por já “estar no preço”, o mundo no aspecto econômico-financeiro agitou pouco. Autoridades do BoJ (Banco do Japão) divulgam que é prematuro considerar uma inversão na política monetária acomodatória, citando a inflação quase nula do país e a modesta recuperação econômica. O BCE (Banco Central Europeu) por sua vez, indicou que os formuladores de política monetária ainda não estão prontos para avaliar uma redução dos estímulos que estão em jogo desde meados de 2014. Contraponto a esta política, o Ministro das Finanças da Alemanha Wolfgang Schäuble, mais uma vez se posicionou dizendo que os baixos juros praticados em muitas regiões do mundo podem trazer riscos e que Bancos Centrais precisam criar uma estratégia para a saída gradual dessa política. Em linha com o que pensamos, esta política alimenta a complacência nos países ao invés de ressaltar a necessidade de reformas econômicas. Por fim, o FED (Banco Central Americano) não parece disposto a apressar seu ritmo no aumento das taxas de juros – continuamos prevendo mais duas altas de 0,25 pp em 2017.

Mercados - Juros

A Política Monetária parece ter encontrado seu rumo.

Por qualquer modelo, método ou análise de variáveis dependentes, o direcionamento é para um afrouxamento rápido e forte dos juros básicos. Assim, seja pelo nosso modelo proprietário de Função de Reação do BACEN, os modelos de Equilíbrio Dinâmico (DSGEs), a tradicional regra de Taylor e até mesmo a análise comparativa futura de juros internos x externos, todos apontam para uma forte redução dos juros.

Todas essas metodologias, de forma direta ou indireta, levam em consideração algumas variáveis subjacentes, e o BACEN, guardião da moeda, também leva em conta (como reiteradas vezes nos lembra a autoridade monetária) outros elementos além de exclusivamente a inflação. Mas o que falar dos preços? Bem, estes estão pra lá de comportados – hoje e nos próximos anos. Correlacionado à variação dos preços, temos uma recessão enorme, com demanda agregada fraquíssima, desemprego em 13,7% e uma ociosidade da economia que abre espaço gigante para queda dos juros sem maiores pressões sobre a inflação. Mas isso seria suficiente para um ciclo maior e mais forte da redução dos juros? Os modelos dizem que sim, mas modelos não conseguem capturar tudo e precisam ser ajustados dinamicamente. A política, os reflexos das esperadas reformas tem poder de alterar significativamente a trajetória desenhada – isso para falar o mínimo.

Ademais, em nossa opinião, a política monetária deve pautar-se sempre sob a rígida avaliação e princípios Wickselianos ($S \equiv I$), e neste quesito a análise da paridade dos “juros ajustados” apontam que estamos “gerenciando” adequadamente e o Brasil ficará competitivo. Nesta linha, investidores poderão voltar fortemente. Se isso for verdadeiro, poderemos ter SELIC em 8,5% em 2017 e 8% em 2018, com inflação na meta (ou abaixo!), investimentos fluindo e retomada do crescimento sustentado.

Para além do *wishful thinking* e ver esta análise prosperar, será necessário mais do que boa política monetária. Será necessário um rearranjo geral que desobstrua a livre iniciativa, em especial o capital externo, das restrições existentes e oxigene a atividade produtiva com concorrência e abertura comercial.

No mercado, o desenrolar das discussões das reformas e a perda parcial de apoio do Governo no Congresso trouxeram, no curto prazo, a sensação do aumento de riscos fiscais refletindo no preço dos ativos brasileiros no mês de abril. Para os juros de curto prazo, o movimento é de redução das taxas. O Copom reduziu a SELIC em 1 pp, para 11,25% ao ano, dentro do esperado pelo mercado. A ata reafirmou a visão do Banco Central de que o ritmo mais forte de corte de juros mostra-se adequado, no momento, embora a atual situação da economia já permitiria acelerar ainda mais o ritmo. Já na ponta longa da curva de juros o movimento foi de aversão ao risco com elevação das taxas e a volta da negociação dos contratos futuros a partir de janeiro de 2021 com taxas superiores a 10%.

Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráfico ETTJ

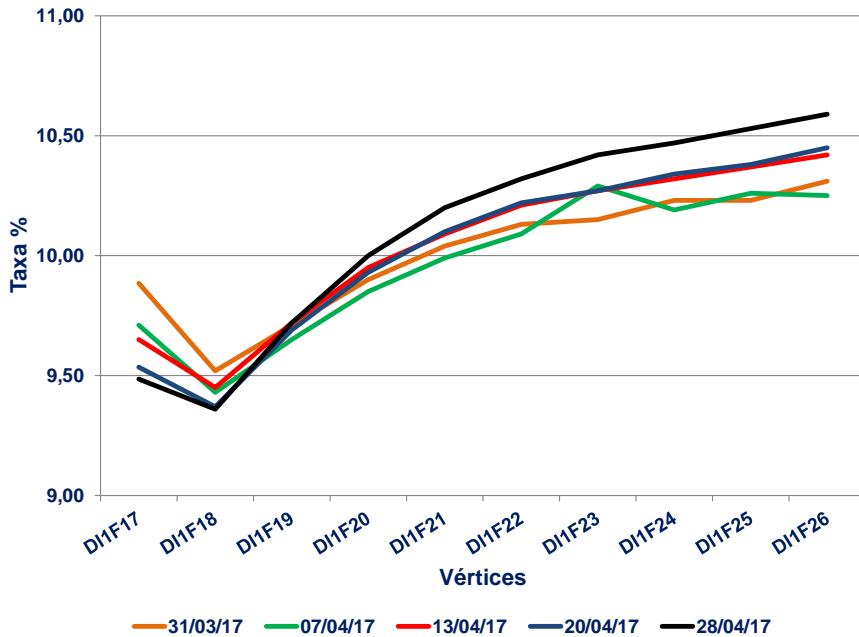
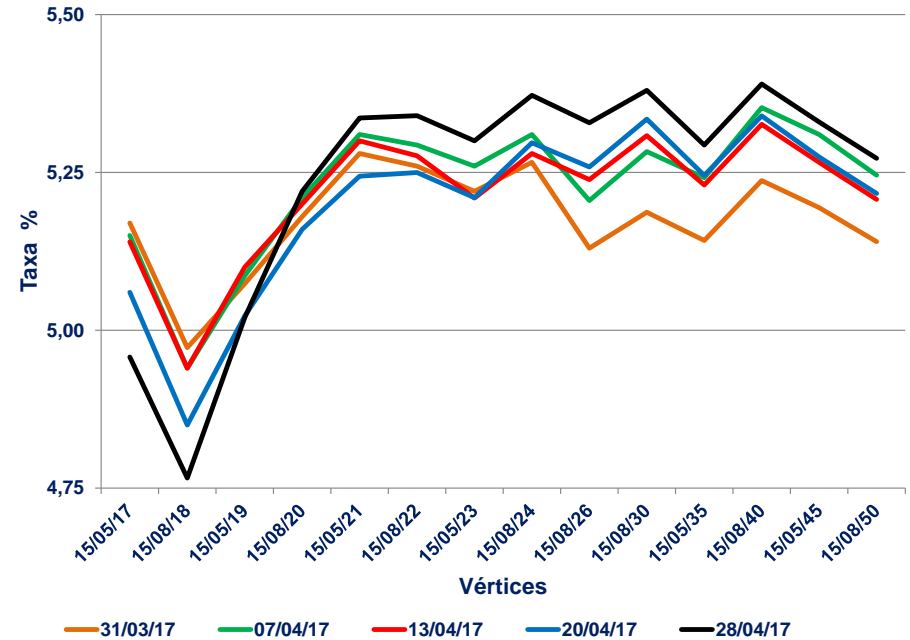


Gráfico (NTN-B)



Mercados - Câmbio

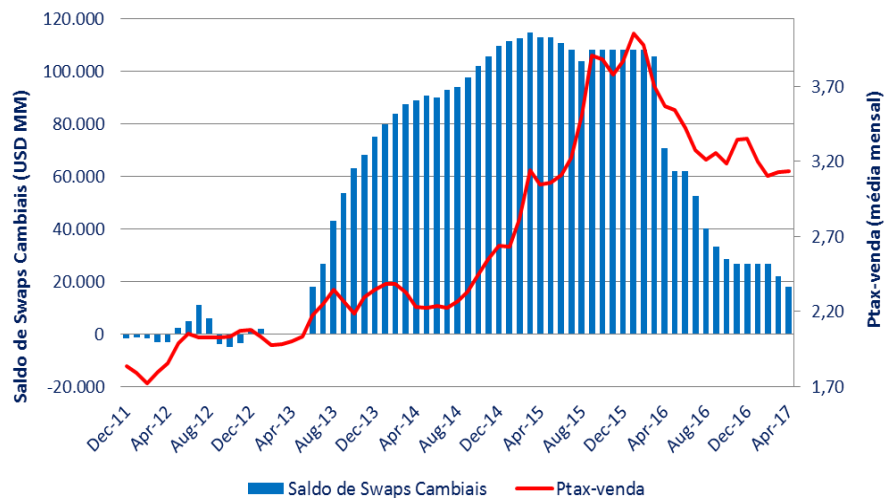
Abril foi marcado pela volatilidade no mercado cambial. Movimento verificado ao longo do mês e no mercado *intraday*. Investidores passaram o mês de olho no placar da Previdência, o número mínimo para a aprovação da Proposta de Emenda Constitucional é de 308 dos 513 deputados. Entretanto, a base aliada do Governo perdeu força o que causa incertezas quanto a fácil aprovação da reforma. Além das questões internas, houve um movimento defensivo por parte do mercado em virtude dos possíveis desdobramentos dos confrontos internacionais envolvendo a Síria e das tensões políticas entre EUA e Coréia do Norte. No mês o Real desvalorizou 0,95% (ptax-venda).

Após dois meses de rolagens parciais, o Banco Central voltou a renovar, integralmente, o vencimento de *swap* cambial de maio, de 127.785 contratos, equivalentes a cerca de US\$ 6,389 bilhões. A mudança de estratégia foi anunciada após o Dólar ter alcançado R\$ 3,15. Mesmo com a interferência do Banco Central a moeda americana continuou a se valorizar diante do cenário de maior aversão ao risco no exterior e também pelas questões locais de aprovação da reforma da Previdência em meio a divulgação das delações de ex-executivos da Odebrecht.

Em abril, o Banco Central registrou uma perda de R\$ 558 milhões com as operações de *swap* cambial. No ano, o saldo ainda é positivo em R\$ 5,419 bilhões. No lado das reservas internacionais quando convertidas para reais, o ganho em abril foi de R\$ 5,917 bilhões. Já no ano, a conta é negativa em R\$ 46,766 bilhões.

De acordo com o Banco Central, a entrada de dólares na economia brasileira superou a saída de recursos em US\$ 9,066 bilhões no quarto mês de 2017. Esse saldo é resultado de um ingresso total de US\$ 52,729 bilhões e de uma retirada total de US\$ 43,663 bilhões ao longo de dezoito dias úteis no mês. O fluxo cambial positivo de US\$ 9,066 bilhões registrado no Brasil no quarto mês de 2017 foi 39,16% superior ao registrado em abril de 2016.

Saldo de Swaps Cambiais x Dólar



Fonte: Bloomberg e Banco Central do Brasil | Elaboração: Planner Redwood

Mercados - Bolsa

O mês de abril foi de volatilidade no mercado acionário. Considerando apenas os números do início e do final do mês houve pouca alteração com o Ibovespa fechando o mês com alta de 0,64%. De forma gráfica, o mês formou possivelmente a segunda perna de um “W” indicando uma reversão do movimento.

As dúvidas quanto a aprovação das reformas trabalhista e previdenciária ainda no primeiro semestre deste ano, a divulgação das delações premiadas dos executivos da Odebrecht, a volatilidade do preço das *commodities* no mercado internacional foram alguns dos fatores que influenciaram as negociações na Bolsa brasileira. Do lado externo, o cenário geopolítico foi bastante conturbado, conforme descrito no *slide* de Conjuntura Internacional, também impactando nas cotações e volumes do Ibovespa

Por outro lado, o movimento de queda dos juros locais e alguns sinais de melhoria da economia favorecem o mercado acionário. O próprio sentimento do brasileiro melhorou em relação a expectativa de melhora da economia. Embora as empresas estejam ainda em níveis distintos de desalavancagem em relação as famílias, a tendência é que as empresas continuem com este sobreforço e com isso promovam reequacionamento de seus balanços. Não são poucas as empresas que, na impossibilidade de desalavancagem e ajustes administrativos e operacionais maiores, tem tentado alongar suas dívidas fazendo que ao menos suavize os impactos no fluxo de caixa de curto prazo e “ganhem” tempo até que a recuperação econômica aconteça. Analistas de mercado e investidores não deixam de acompanhar estes “detalhes” das empresas, e estas passam a ser destaques na qualidade de gestão e de investimento.

Ademais, a Bolsa não ficará de fora de uma boa retomada caso o Brasil faça seu dever de casa. Com a aprovação das reformas e a queda mais intensa dos juros, consumo e investimentos podem acelerar até o final do ano, impulsionando a retomada e refletindo no preço das ações. Obviamente que a seletividade, mesmo nesta hipótese, deverá ser muito apurada, pois a qualidade das empresas associadas aos setores que atuam e que de fato se recuperarão serão determinantes para um bom retorno ajustado ao risco.

Assim, temos para o Ibovespa o que temos de resto para todo o Brasil – em que pese que o termômetro aqui reage bem rápido: se o Brasil fizer suas reformas e tivermos um próximo Presidente que encampe estas medidas e aprofunde o saneamento das contas públicas, veremos investidores (notadamente externos) com muito apetite, caso contrário...apaguem as luzes.





Comentário Mensal da Gestão

ABRIL 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