

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

AGOSTO 2016

## Comentário Mensal da Gestão / AGOSTO 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.



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

*“With the new day comes new strength and new thoughts.”*

*“Com o novo dia vem nova força novos pensamentos.”*

*(Tradução Livre)*

*Eleanor Roosevelt – Ativista e Primeira Dama dos  
Estados Unidos da América*

## Introdução

Renovadas as esperanças! Com o *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff o estresse político parece arrefecer substancialmente e, com ele, a possibilidade de um ambiente sócio-econômico-financeiro mais tranquilo. Teremos um período de trégua não muito grande, em especial pelo lado dos investidores e do mercado financeiro em geral, pois na interinidade do Presidente Temer as suas atitudes no campo econômico e financeiro tiveram repercussões, em sua maioria, boas, mas também ações contraditórias com o rumo geral que uma política mais ortodoxa deveria tomar.

Entretanto, indiscutivelmente o ambiente já melhorou e os mercados, de alguma forma, precificaram este movimento traduzido nos índices de confiança, nas expectativas de desempenho da atividade econômica e nos preços dos ativos. Muito pouco ainda, é verdade, para o potencial do Brasil. Mas, nesta linha, precisamos ver reduzidos os “conflitos” da agenda do atual Presidente quando deu sinais contrários à uma gestão mais enérgica do lado fiscal e reforçar seus compromissos com a estabilidade econômico-financeira do País...esta atitude precisa ser urgente e inequívoca.

Sob o pretexto da interinidade várias ações foram tomadas, ora no sentido de “garantir a sua efetividade na presidência, ora para sinalizar seu compromisso com a mudança do *status quo*. Agora Temer é Presidente efetivo e como diz Sra. Eleanor Roosevelt abrindo este Comentário: “*Com o novo dia vem nova força novos pensamentos*”. Estamos todos ansiosamente aguardando.

As Olimpíadas do Rio de Janeiro, apesar dos trancos e barrancos, acabou por ser um bom evento e bem elogiado mundo afora. O mundo, assim, bem interpretou e comentou sobre o Brasil durante os jogos. Acabou, agora vamos tratar de honrar os “papagaios”.

No mundo, a grande expectativa é para a reunião do G-20, em especial pelo fato de ser a última reunião com a presença do presidente americano, que possivelmente tentará dar o “tom” de seu legado e expectativa de próximos passos. A postura do FED (Banco Central Americano) contribuiu sobremaneira na volatilidade dos mercados internacionais, notadamente nas cotações das moedas.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,57%. S&P variou -0,12%, NIKKEI fechou em 1,92%, DAX com 2,47% e FTSE 0,57%. O Ibovespa terminou o mês em 1,03% e o IBrX em 1,12%. Máximas para DIF17 em 14,025% e DIF21 em 12,15%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,8496%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,2403.

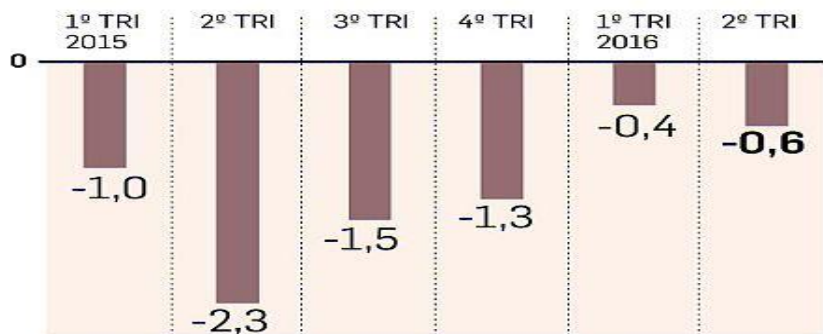


# Atividade Econômica

## AINDA MAL

### ● Variação do PIB do Brasil

ANTE TRIMESTRE ANTERIOR, EM PORCENTAGEM



FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

### ● Evolução dos setores do PIB

VARIAÇÃO ANTE TRIMESTRE ANTERIOR, EM PORCENTAGEM



FONTE: IBGE

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Imagens “falam” muito. A situação continua muito ruim, mas a avaliação (de mercado e da Redwood, esta última muito mais comedida) é que os sinais de possível melhora são inequívocos, porém tênues. Somente uma postura realmente forte e com ações concretas de um novo rumo de política econômica de fato consolidarão estas expectativas.

Como se pode observar o PIB Serviços ainda sofre e é o principal componente do PIB Consolidado, mas a FBCF (Formação Bruta de Capital Fixo) parece esboçar alguma reação...tudo muito ainda de forma “marginal”. O índice de desemprego não cede, mesmo porque este será possivelmente um dos últimos a mostrar alguma reação, dado os componentes de ajuste do lado real da economia. O mercado financeiro, por sua vez, tudo vê e precifica...

## Política Fiscal

O Presidente Temer tem repetido seu discurso de que *"o desafio econômico mais urgente é de ordem fiscal...e que o.. objetivo primordial é promover um ajuste estrutural dos gastos públicos num horizonte de 20 anos"*. Muito bom, isso mesmo! Contudo, precisamos sair do discurso e mostrar a que viemos, urgentemente. Ainda mais, não precisamos de mais regras e/ou engessamento das coisas.

Na verdade, oscilar entre metas de resultados ou metas de gasto parece uma discussão descabida – para o momento. A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) , a mais importante das Leis dos últimos tempos, pode até necessitar de algum “reparo”, mas nada que altere seu objeto e princípio fundamental de sempre. Assim, claro e objetivamente, não se trata neste momento, de restrições de indexação, caminhos de controles diferenciados ou qualquer outra forma de abordagem. Obviamente, tudo isso pode e será muito bem-vindo, sobretudo para o médio e longo prazos. Entretanto, este discurso precisa ter uma conotação secundária, absolutamente secundária, pois o fato é que agora o foco é diminuir gastos. Ponto. Estamos com um *déficit* projetado para mais de R\$ 170 bilhões – o que torna o país absolutamente travado, quando na realidade necessitamos de *superávit* de mais de 3% do PIB.

Os princípios Keynesianos já fazem parte da formulação orçamentária do Governo há muito tempo, onde se estima a receita e fixa a despesa (lembrando sempre que o orçamento é uma peça autorizativa e não impositiva). Assim, dizer que meta de resultado primário aumenta a volatilidade da economia por sua natureza pró-cíclica (quando a receita aumenta, gasta-se mais, e quando cai, gasta-se menos), em confronto a metas de gastos (onde fixa-se o gasto e, se a economia vai melhor, a receita aumenta, o resultado aumenta e a Política Fiscal torna-se anticíclica, e – caso contrário, se a economia vai mal, a receita cai, mantém-se o gasto e a Política Fiscal atua como um amortecedor) não parece verossímil, e muito menos útil para o que de fato precisamos neste momento. Menos blá-blá-blá e mais ação, não temos tempo a perder.

A verdade nua e crua é que os números do Fiscal não deixam dúvidas da horrenda situação do legado da administração dos últimos tempos – com ou sem ideias mirabolantes. Keynesianas ou o que for: gastamos muito mais do que podíamos, e pior, gastamos muitíssimo mal. Agora chegou a conta e temos de pagá-la. E este pagamento não pode ser por meio de mais impostos, mas pela eliminação do que foi erroneamente feito como as desonerações e outras benesses específicas a setores considerados “vitais”.

Somente com este controle de gastos poderemos ter uma economia mais sólida, e com ela uma possibilidade de juros mais baixos (veja o efeito cíclico virtuoso!) – principal item da despesa, e assim com maior previsibilidade econômica, confiança, volatilidade...enfim, ambiente propício aos investimentos. Tudo passa, necessariamente, pelo ajuste fiscal...o resto, economicamente falando, esqueça!

# Conjuntura Internacional



Os PMIs Compostos das mais importantes economias do mundo ficaram assim: Zona do Euro e Alemanha recuaram, enquanto que na Índia avançou e com destaque para o PMI Serviços. Por outro lado, no Japão o PMI Serviços se contraiu, indicando a volta da contração. Na China, o PMI Composto recuou levemente, mas em contrapartida o PMI Serviços avançou, segundo pesquisa divulgada pela Caixin Media em parceria com a Markit Economics, indicando que o setor de serviços chinês se expandiu em ritmo um pouco mais forte que no mês passado, eliminando um pouco as contradições dos números apresentados em Julho.

O FED também teve seu momento de destaque no mês, uma vez que todo o mundo espera por sua eventual normalização da Política Monetária que *nunca* vem. Desta vez as expectativas foram mais fortes para aumento das taxas de juros ainda este ano, mas com os números do relatório de emprego “ruins”, houve um arrefecimento desta convicção e os juros (especialmente no Brasil) e câmbios (mundo afora) se acomodaram.

Por outro lado, a principal expectativa do mês foi nos preparativos para a reunião do G20 na China – no Brasil a importância foi ao ponto do Presidente Temer viajar logo após o *impeachment* da ex-Presidente Dilma para sair em sua primeira foto na reunião, enquanto pelo lado dos americanos o Presidente Obama terá sua última participação no evento e, obviamente, quer deixar sua marca.

O G20 começou originalmente como G7 com objetivo de coordenar programas globais de política e administração econômica, e desta vez foi convocada para tentar, dentre outras coisas, definir políticas destinadas a encorajar o crescimento econômico e o emprego e, sobretudo, suprimir a crescente onda de sentimento antiglobalização. O que é mais curioso a respeito disso? Será realizado na China, justamente o país que mais se identifica com as práticas e políticas que mais serão “atacadas” – movimentos contra a globalização, protecionismo, etc. Mas não é só a China, o *Brexit* é um sinal inequívoco de “isolacionismo”, o crescente movimento dos partidos ultra nacionalistas, hostilidades a imigrantes e até a expansão do Estado Islâmico são fatores que serão discutidos no evento.

Qual a saída de sempre? Arrumar recursos para se fomentar programas de desenvolvimento, promover movimentos globais de inclusão e de abertura da economia...qual o problema de sempre? Faltam recursos...hoje mais do que nunca...e o mais importante? Parte desse movimento é genuinamente popular, e exige de seus políticos (domesticamente) ações contrárias a que se vão discutir no G20.

## Mercados - Juros

Suicídio do presidente Getúlio Vargas, renúncia do presidente Jânio Quadros, acidente fatal na via Dutra com o presidente Juscelino Kubitschek, queda do avião com o candidato a presidência Eduardo Campos e *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff. O que todos esses fatos têm em comum? Todos aconteceram no mês de agosto. Um mês ímpar para a política brasileira.

Acontecimentos políticos, em conjunto com os econômicos, influenciaram o movimento da curva de juros futura. Ao longo do mês os mercados trabalharam na expectativa do *impeachment* e de olho nas atitudes do então Presidente interino Michel Temer. A cada “pacote de bondade” ventilado o mercado acumulava prêmios, como ocorreu no início do mês. Após alguns dias de baixa volatilidade, o mercado reagiu as declarações do vice presidente do FED, Stanley Fischer, de que os juros americanos podem ser elevados duas vezes ainda este ano. Mais prêmio. E como alguns investidores preferiram se precaver dos riscos, às vésperas do *impeachment*, buscaram operações de proteção via compra de contrato de juros elevando as taxas. Resultado do *impeachment* anunciado, mesmo com a manutenção dos direitos políticos da ex-presidente, os juros cederam mas não ao ponto de devolver toda a alta do mês, especialmente nos vértices de mais longo prazo. Precisamos esperar um pouco mais.

Quanto ao FED, cresceu, entre os economistas, as expectativas de aumento de juros – conforme comentado anteriormente. Entretanto, fomentam a postura vacilante do Banco Central Americano alguns dados como por exemplo, o PIB fraco no segundo trimestre. As convulsões de mercado causadas pela decisão do Reino Unido de deixar a União Europeia elevaram as preocupações de que a economia dos Estados Unidos possa estar caminhando para uma desaceleração...piadas a parte, esta sim foi uma notícia veiculada no mercado...salve-se quem puder!

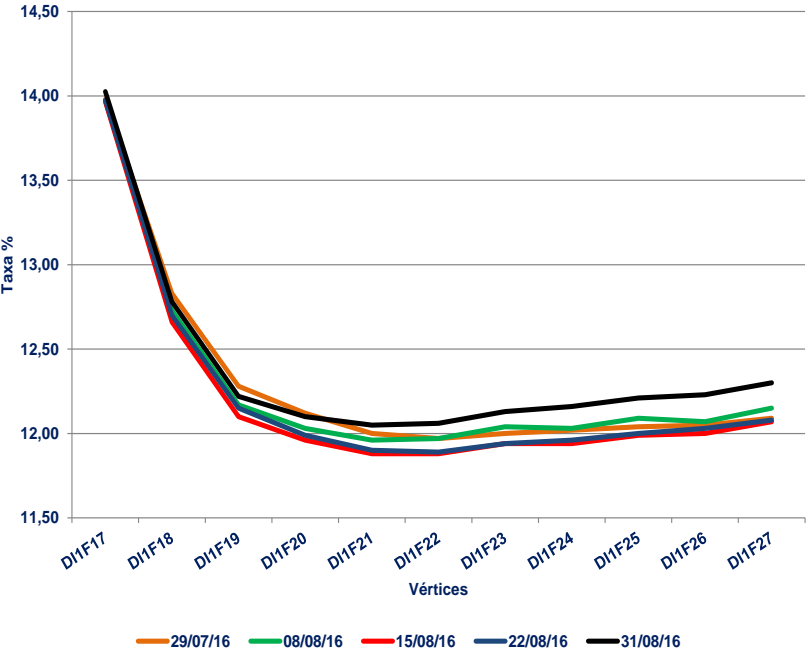
Já o Banco Central do Brasil pela 9ª vez seguida manteve a taxa Selic na reunião do COPOM realizada no apagar das luzes do mês. A decisão foi a esperada pela maioria dos economistas do mercado financeiro, inclusive por nós da Redwood. Porém o comunicado mostrou um tom “*dovish*” abrindo espaço, para alguns participantes do mercado, para um corte da Selic na reunião de outubro – não para nós, quando a única possibilidade seria de uma só redução na última ou penúltima reunião do ano. Para o Banco Central a economia brasileira se estabilizou e começa a dar sinais de retomada, uma posição compreensível até, mas longe da realidade que vislumbramos conforme comentado. Pelo lado da inflação, esta ainda segue pressionada em decorrência dos preços dos alimentos e, de um jeito ou de outro, a manutenção da SELIC ratifica o entendimento da instituição que, apesar das “convicções” mais otimistas, o senso de responsabilidade da nova turma do COPOM não nos deixa enganar que o controle inflacionário (curto e médio prazos) está ainda muito longe do ideal.

É bom ver um BACEN mais honestamente comprometido com a realidade dos fatos e a dinâmica da economia. Sim, os juros mais altos da SELIC agora ancorarão a inflação adiante e, na sequência, promoverão redução da estrutura a termo em especial os vértices mais longos. Este é sim o caminho correto!

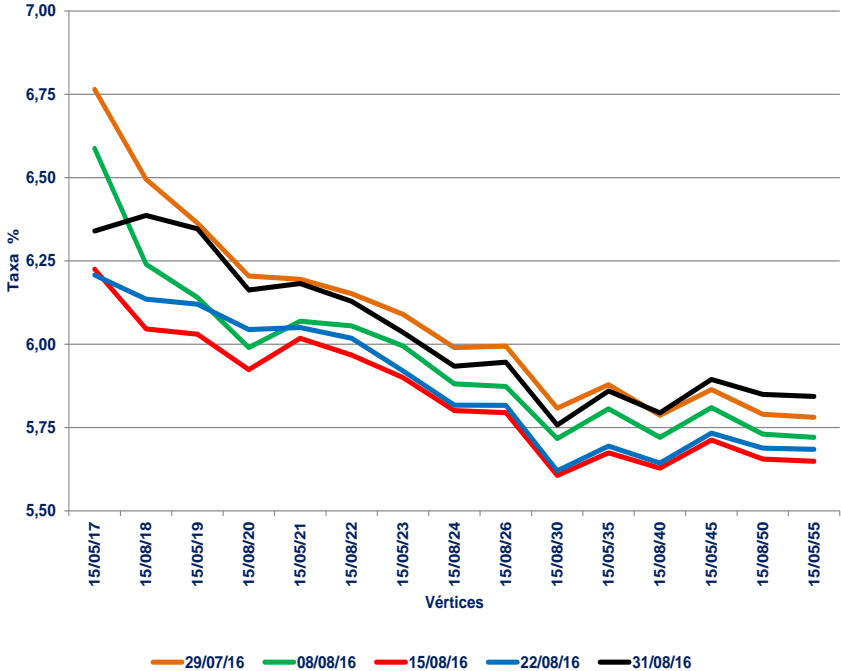


# Mercados – Juros (curvas semanais)

### Gráficos ETTJ



### Cupons (NTN-Bs)



## Mercados - Câmbio

O presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn já repetiu diversas vezes que não tem meta para a taxa de câmbio, não está buscando estabelecer um piso para a cotação do Dólar e tem como objetivo reduzir o volume de estoque de *swaps* cambiais. Caso quisesse sinalizar a intenção de estabelecer um piso para o Dólar a intervenção seria bem maior até mesmo utilizando o mercado à vista – este sim, de maior impacto e sem as idiossincrasias do mercado futuro de Dólar, conforme já discutido neste espaço anteriormente. A valorização do Real abriu espaço para o BACEN acelerar o ritmo de intervenção no mercado cambial, via contratos de *swap* reverso e assim reduzir o estoque. Os leilões de US\$ 500 milhões diários passaram para US\$ 750 milhões. Entretanto, no final do mês, com a possibilidade de alta dos juros americanos no curto prazo o Dólar ganhou valor e o BACEN voltou para o lote de US\$ 500 milhões/dia. No fundo, não importa muito...até o final do ano (mais cedo ou mais tarde) o estoque será zerado, a partir daí veremos (oxalá!) um mercado mais “flutuante”. No consolidado do mês o Dólar valorizou 0,04%.

Em contrapartida, a abundância de liquidez internacional, dadas as últimas ações de bancos centrais de países desenvolvidos, de cortar os juros básicos (alguns para taxas negativas) ou injetar mais estímulos monetários (via compra de ativos), alimenta a expectativa de maior fluxo para o Brasil. A maior confiança do investidor estrangeiro em relação à adoção de um ajuste macroeconômico abre espaço para fluxos mais duradouros que não somente o capital especulativo. E não se pode esquecer que o Brasil tem hoje uma das maiores taxas de juros (14,25% aa ) e os investidores se aproveitam do diferencial de juros para captar recursos a uma taxa baixa e aplicar em uma mais alta (*carry trade*). Neste sentido, reforça nossa visão de uma tendência inequívoca de valorização do Real.

Ao longo do mês a moeda americana chegou a ser negociada a R\$ 3,115 (*intraday* no mercado à vista), menor patamar desde julho de 2015. Esse movimento abriu espaço para um questionamento: poderá o Dólar experimentar um movimento de *undershooting* frente ao Real no curto ou médio prazo? Nós, na Planner Redwood acreditamos que sim: há espaço e justificativa plausível para o Dólar cair para R\$ 3,00 no curto prazo. Modelos simples de equilíbrio mostram isso, a relação dos Juros, Inflação e até a percepção de riscos (via CDS) corroboram esta análise...mas não nos esqueçamos do eterno imponderável sempre à espreita a estragar tudo. Afinal, estamos a falar de cotação de Dólar...

De toda sorte, o ambiente está muito melhor, a Política Cambial parece começar a tomar rumo...tomara!

## Mercados - Bolsa

O Ibovespa fechou o mês com alta de 1,03% sustentando o movimento dos meses anteriores. A primeira quinzena foi mais positiva com a valorização das principais *commodities* e o avanço do processo de *impeachment*. O principal pilar da Bolsa brasileira continua a ser o fluxo dos investidores externos. O *Brexit* gerou uma grande incerteza em uma das economias mais estáveis do mundo. Na incerteza, a diversificação torna-se ainda mais importante e comparativamente aos demais mercados o Brasil possui um mercado robusto, grande e bem estruturado. As reservas são elevadas e não há problema de crédito externo. Com isso, há grande espaço para os fundos estrangeiros aumentarem a exposição no Brasil, entretanto, o governo precisa ser eficiente e eficaz na execução do ajuste fiscal. As reformas são essenciais para o país voltar a ter credibilidade e traçar o caminho do crescimento – este o único caminho para revitalização das empresas e o fomento do lado real da economia, mas que infelizmente tem dinâmica muito mais lenta do que se deseja.

Entretanto, apesar da afirmação acima, o estupendo desempenho do Ibovespa até o momento não parece se repetir com mesma intensidade nos próximos meses até o fim do ano. Boa parte desse movimento deveu-se a expectativa vivenciada pelo *impeachment* (agora consumado) e o mercado internacional um pouco melhor, mas agora será necessário se confirmar as expectativas com relação às empresas (o lado real da economia) com alguma retomada da atividade, aumento dos lucros das empresas, etc., e assim um possível novo avanço do principal Índice da Bolsa brasileira.

Em resumo, existem ainda muitas incertezas quanto à eficiência do Governo conseguir aprovar e implementar as medidas de ajuste necessárias e, portanto, reside aí um fator de alta volatilidade. Para um índice que evoluiu quase 34% até o momento, de modo geral a assimetria parece bastante razoável para o curto prazo. Para uma visão de mais longo prazo e com rigorosa seletividade, é possível encontrar alguns bons prêmios, a depender do apetite de risco do investidor.

Por fim, aqui também vemos a extrema importância da nova orientação de política econômica que esperamos assistir efetivamente a partir de agora. Como não poderia deixar de ser, as coisas estão absolutamente interligadas, e o sucesso da nova política econômica virá no médio e longo prazos – infelizmente os estragos promovidos nos últimos anos foram muito profundos e de enorme amplitude. Recolher e arrumar as coisas, bem como resgatar as boas práticas levarão algum tempo. Contudo, indubitavelmente o reflexo positivo das medidas será visto na valorização do Ibovespa.

Caso contrário, na hipótese de frustração das medidas e/ou percepção do mercado – seja por insuficiência dos propósitos na prática ou lentidão na implementação das medidas...como se diz no jargão do mercado: os ativos já estarão no preço, ou se ajustarão ao novo patamar de adequação.

Simples assim.



# Comentário Mensal da Gestão

AGOSTO 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)