

The logo for 'planner' is displayed in a white, lowercase, sans-serif font. To the right of the text is a stylized graphic element consisting of two vertical bars of varying heights, connected at the top by a curved line, resembling a stylized 'N' or a pair of brackets.

planner

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

JANEIRO 2017

## Comentário Mensal da Gestão / JANEIRO 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.*

*“We welcome change and openness; for we believe that freedom and security go together, that the advance of human liberty can only strengthen the cause of world peace.”*

*“Nós damos boas-vindas à mudança e à abertura; porque acreditamos que a liberdade e a segurança andam juntas, que o avanço da liberdade humana só pode fortalecer a causa da paz mundial.”*

*(Tradução Livre)*

*Ronald Reagan – ex-Presidente Americano*

## Introdução



Enfim 2017 começou, e com ele a maior das expectativas: o início da presidência dos EUA sob comando de Donald Trump!

Depois de uma corrida presidencial, quando a grande mídia deu por certo a vitória de Hillary Clinton - a revista Time estampou Donald Trump “derretido” na capa, a New York o chamou de “perdedor” e a Newsweek “elegeu” Hillary Madam President -, agora veem-se às turras com Donald Trump presidente honrando promessas de campanha. Não parece um jogo “ganha-ganha”, sobretudo com o acirramento (de um lado) das massas que não “acatam” o resultado, e o açodamento para implementação das promessas de campanha (de outro lado). O limite da democracia parece ser tangenciado em situações dessa natureza, mesmo em locais como a Universidade de Berkeley na Califórnia, “berço” do *Free Speech Movement* (Movimento para Liberdade de Expressão) com badernas e cerceamento de manifestações.

A eleição de Trump precisa ser, em definitivo, entendida com uma mensagem muito clara de que os americanos querem mudanças – e as mudanças são muito significativas –, com um espectro muito abrangente e profundo, e de impactos globais. Somente com este entendimento definitivo é que o mundo precisará então conversar, e muito, as saídas para esta nova realidade que os americanos exigem e que afetarão a todos. Por outro lado, tomando por exemplo uma das inúmeras políticas a se alterar o *status quo*, as novas regras de imigração parecem exageradas e intempestivas...de novo, conversando o entendimento pode ser alcançado e sem abrir mão das promessas de campanha...uma polarização ferrenha – notadamente de amplitude mundial – pode representar consequências extremamente indesejáveis. A frase de Ronald Reagan que abre este Comentário, um presidente Republicano, traduz bem a situação: *“Nós damos boas-vindas à mudança e à abertura; porque acreditamos que a liberdade e a segurança andam juntas, que o avanço da liberdade humana só pode fortalecer a causa da paz mundial.”*

Ao tempo em que a mudança do *status quo* nos EUA e, por consequência, no mundo (em especial alguns países mais “dependentes” dos EUA) será bastante desafiadora, para o Brasil reafirmamos que os possíveis novos rumos dos EUA poderão nos afetar positivamente. Sim, o governo Trump poderá representar uma externalidade positiva, seja por razões diretas ou indiretas de nosso posicionamento global. Um ajustamento de nossos problemas domésticos, cujas soluções parecem alinhadas para tanto, potencializará esta situação. Por outro lado, a assimetria no “ajustamento” dos países frente a essa nova realidade e seus próprios desafios – seja na Europa com seus infindáveis problemas na Comunidade Européia, ou na China com crescimento em desaceleração –, impõe rigor máximo no acompanhamento e observação para que possamos nos posicionar adequadamente.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,48%. S&P variou 1,79%, NIKKEI fechou em -0,38%, DAX com 0,47% e FTSE -3,35%. O Ibovespa terminou o mês em 7,38% e o IBrX em 7,21%. Máximas para DIF18 11,50% e DIF21 em 11,34%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,5809%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,1270.

## Atividade Econômica

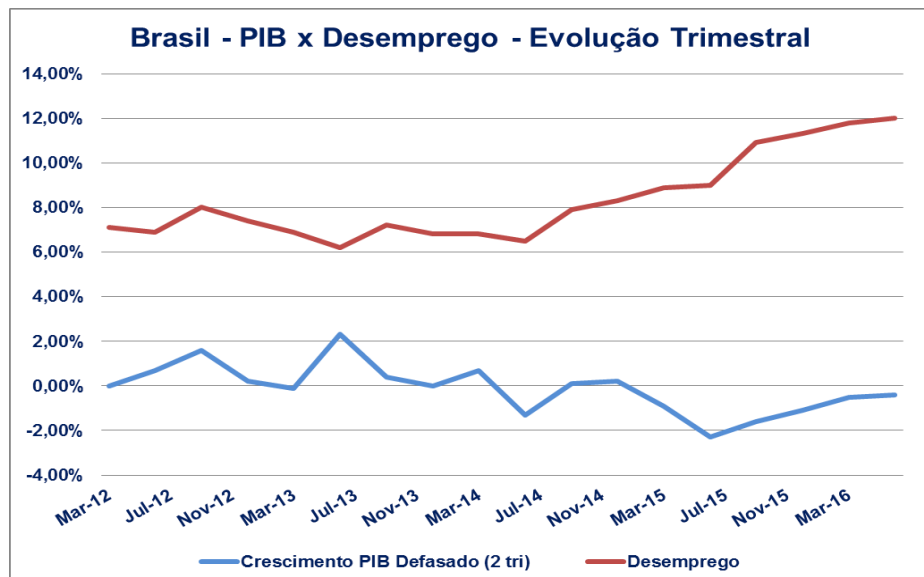
No mesmo norte do otimismo relativo que nos contamina nos últimos tempos, sobretudo com a evolução da reorganização do futuro das contas públicas e, não menos importante, das reformas previdenciária, trabalhista, tributária, etc., o realinhamento político para consecução dessas medidas parece endireitar-se. Esta é uma condição *sine qua non* para a retomada da atividade econômica que, conforme neste espaço várias vezes comentado, será muito gradual.

Entretanto, se a retomada do crescimento estará “contratada” diante das reformas e ajustes internos por vir, os reflexos dessa situação (no cotidiano das pessoas) são ainda um desafio para a condução da política econômica, pois o impacto no emprego, por exemplo, é difuso e descompassado (aproximadamente seis meses – “melhor ajuste”) com os sinais da retomada econômica. Mais ainda, a retomada econômica precisa se mostrar consistente neste período de defasagem para que a relação se efetive. Isso pode impor uma fragilidade na condução do processo, por razões óbvias de insatisfação popular e tudo que dela decorre, e assim exige atenção e atitudes redobradas que proponham uma “situação de contorno”.

O nível de desemprego chegou no fim de 2016 a assustadores 12,3 milhões de desempregados e com uma previsão de crescimento econômico negativo em torno de 3,5%. Trata-se de um recorde de desempregados dentro da série histórica do Pnad Contínua – 3,2 milhões a mais de desempregados em relação a 2015. A taxa média de desemprego em 2016 foi de 11,5%, enquanto que em 2015 o índice estava em 8,5% - crescimento de 35,3%. Em nossos estudos, a taxa média de desempregados em 2017 ainda estará em ascensão (12,66%), com previsão de recuo somente em 2018 (11,66%), quando de fato a economia estará em provável crescimento sustentado.

O gráfico acima tenta expressar o comportamento dessas variáveis no tempo e intensidade – que, para fins de melhor visualização, apresentamos os índices defasados em dois trimestres –, e pressupõe que estudos e medidas sejam vislumbrados neste momento para atenuar esta situação.

O Governo Federal parece atento a esta situação, mas é sempre bom lembrar os “desafios” de se tentar resolver problemas macro com soluções microeconômicas.



Fonte: IBGE | Elaboração: Planner Redwood

## Política Fiscal

Desde o início da série histórica, iniciada em 2001 pelo BACEN, jamais as contas do Setor Público Consolidado apresentaram um *déficit* primário como o registrado em 2016: R\$ 155,8 bi, o equivalente a 2,47% do PIB Brasileiro!

A evolução desses resultados também é assustadora: em 2014 o *déficit* acumulado foi de R\$ 32,5 bi (0,56% do PIB) e em 2015 R\$ 111,3 bi (1,85% do PIB) – lembrando que o Setor Público Consolidado reúne o Governo Central (Previdência Social, BACEN e Tesouro Nacional), os Estados, Municípios e Estatais – com exceção da Petrobras e Eletrobras.

Números como estes apresentados mostram de forma irrefutável a nossa situação, e para onde iríamos caso não tivéssemos abortado o rumo das coisas...a conduta do passado recente foi mais que um flerte com a irresponsabilidade gerencial das contas públicas, nos jogou perigosamente em um atoleiro de dimensões cataclísmicas para o futuro do Brasil. Além dos ajustes em curso e refortalecimento da Lei de Responsabilidade Fiscal, dentre outras, o Brasil precisa de um anteparo real (esqueça a estrutura de controladoria existente hoje, pois não funcionou!...mesmo considerando as limitações e subordinação a que hoje estão sujeitas) para eventuais situações dessa natureza – possam elas ocorrer novamente. Precisamos de uma Política de Consequência muito forte e pragmática, e de Governança e de acompanhamento sistemático e independente contínuo a se municiar Congresso Nacional e sociedade dos acontecimentos e dinâmica das coisas.

Mas, se a situação é tão adversa e ainda, projeta-se para 2017 *déficit* na casa dos R\$ 143 bi (com sérias dúvidas a respeito do “sucesso” deste número), como podemos estar razoavelmente otimistas e o próprio mercado reprecificando, para baixo, sistematicamente nossos níveis de risco? É bastante simples: as expectativas melhoraram muito! A tendência a que estávamos submetidos parece ter chance concreta de reversão, e isso muda por completo o cenário presente e futuro. *Coeteris Paribus* (tudo mais constante) “resolvermos” este enorme problema doméstico já nos coloca em uma situação muito mais confortável, e nos reposiciona internamente e aos olhos do mundo – em especial àqueles que desejam investir por aqui.

Assim, a meta para 2017 não é nada trivial, mas tem espaço para atingi-la. O cumprimento da meta, entretanto, necessitará de um posicionamento inflexível no limite das possibilidades (ver situação aqui já discutida, dos Estados), um contingenciamento elevado, procura e formulação de alternativas para receitas extraordinárias (como uma reprise da repatriação de recursos) e venda de ativos, dentre outros.

Paralelamente, o improvável mas possível crescimento da economia (ao menos na margem para alguns setores) poderá melhorar a arrecadação...muito embora esta situação não deva ser uma das “fontes” críveis, mas como um “bônus” ao final se vier.

Enfim, em que pese vivermos constantemente em situação limítrofe na política e na economia, é inegável que os rumos da Política Econômica mudaram de direção e os resultados começam, mesmo que timidamente, a aparecer. A continuidade das reformas propostas, o controle rigoroso dos gastos e aumento de sua eficiência, as alternativas de receitas adicionais tornam o processo ótimo – em retroalimentação –, pois estas ações auxiliarão na velocidade da recuperação econômica e esta, por sua vez, ajudará na arrecadação. Um ciclo virtuoso iniciará em breve.

# Conjuntura Internacional

A palavra incerteza tem sido repetida a exaustão nas últimas semanas, em especial após a eleição de Donald Trump para Presidente dos EUA. De fato, o cenário econômico mundial tem se tornado demasiadamente conturbado dada a política econômica dos países desenvolvidos e sobretudo dos reflexos da nova era a que os EUA estão entrando. Outras palavras no mesmo sentido tem sido ouvidas com frequência, como protecionismo, populismo, isolacionismo, etc. todas elas, sem exceção, fruto das insatisfações promovidas pelo desalinamento econômico e de bem-estar a que algumas economias/sociedades foram submetidas - um ajuste à assimetria aos países que lograram melhores resultados no mundo globalizado.

Estes movimentos de insatisfação já se avolumam há algum tempo, e ganham força em sociedades que não mais enxergam possibilidades de melhora para suas economias e, mais do que isso, veem assimetrias insustentáveis em suas relações com outros países. Esta instabilidade de ordem econômica entre os países pode deflagrar serias consequências, notadamente porque partidos políticos e outros movimentos contrários à situação atual ganharão cada vez mais espaços...exemplos já não nos faltam.

O problema que se apresenta é que este fenômeno pode não ser temporário ou de fácil reversão. Pode ser que BREXIT, Trump, Le Pen, o eventual fim da União Europeia e outros não sejam eventos “conjunturais” e que nas próximas eleições tudo volte ao “normal”. Podemos estar diante de um movimento duradouro, de fortes mudanças de paradigmas e preceitos. Se esta situação for de fato uma nova vertente, devemos nos preparar para profundas mudanças nas relações entre as economias.

O multilateralismo como conhecemos, fundamentado e embasado em organizações instituídas no pós-guerra, e todo o aparato desenvolvido nas últimas décadas para prover menor instabilidade e oportunidades em bases equânimes para o livre comércio pode estar no fim. Ou será que é justamente pelo entendimento de todo esse aparato ser um “fracasso” que estamos vivenciando esta possível virada?

De toda sorte, o que importa é que o horizonte sob este prisma não mostra um caminho suave a percorrer. O acirramento de posições sem um ambiente comum para o diálogo somente tornará as coisas ainda piores. E seja como for a longevidade deste fenômeno, o fato é que uma ruptura mesmo que conjuntural das relações entre países (capitaneado pelos EUA e outros da Europa) já é uma realidade.

Neste sentido, a avaliação da conjuntura internacional reveste-se de total importância, pois aqueles que conseguirem se reposicionar reorganizando-se antecipadamente e adequadamente poderão “transitar” por este “novo normal” com menores impactos, até que um novo acordo de Bretton Woods apareça. Ou não.

A pirraça e o esperneio contra estes “movimentos populistas, protecionistas e isolacionistas” não parecem surtir muito efeito – embora legítimas. Algumas ações de países desenvolvidos e chamados de “liberais” (no sentido anglicano da palavra) foram longe demais para estes “grupos” que agora se insurgem com muita força. Apertem os cintos!

## Mercados - Juros

O Copom surpreendeu os analistas do mercado financeiro!

Os membros do Comitê decidiram, por unanimidade, reduzir a taxa básica, SELIC, em 0,75%. A maioria do mercado, inclusive nós da Redwood, trabalhava com um corte menor de 0,50%. A magnitude do corte foi justificada pelo fato de as expectativas da inflação estarem ancoradas e pela atividade econômica estar aquém do esperado – nossos modelos não indicavam a consolidação dessa ancoragem, e portanto sugeria ainda parcimônia na redução dos juros, muito embora a avaliação do nível geral de retração da demanda agregada apontasse para baixo. Com este corte na taxa, muitos economistas revisaram a SELIC para o final de 2017 em apenas um dígito: 9,50%, conforme Boletim Focus de 27/01/17. Observando a Regra de Taylor (acompanhada por TODOS os banqueiros centrais), o indicativo de corte da SELIC é ainda maior para 2017. Assim como o mercado, revisamos nossa expectativa para a SELIC (que leva em consideração a Regra de Taylor), entretanto, ainda em dois dígitos: 10%.

A decisão do Comitê ocorreu depois da divulgação do IPCA de dezembro em 0,30% com o acumulado do ano em 6,29%, abaixo do teto da meta de 6,5%. Já para os anos de 2017 e 2018, o intervalo de variação em relação ao centro da meta de 4,50% foi reduzido para 1,50%. Assim como para a taxa SELIC, os economistas do mercado financeiro reduziram as projeções para a inflação deste ano para 4,70%. Este número indica que a inflação está se aproximando do centro da meta. Já para o Banco Central, as projeções para a inflação em seu cenário de referência é de 4,0% para 2017 e 3,4% para 2018 (em linha com o cenário da Redwood). Declarações do Presidente do BACEN, Ilan Goldfajn, de que o Brasil deve caminhar para a meta de inflação no longo prazo ao redor de 3%, similar aos demais países emergentes, indicam a prioridade do BACEN no combate à inflação. Porém, acende um sinal amarelo quanto ao espaço para o corte da SELIC.

Os números indicam que a Política Monetária caminha no sentido correto, porém só o acerto desta política não é suficiente para tirar o país da recessão – as reformas em pauta anteriormente comentadas são fundamentais e consolidarão o novo norte da Política Econômica. Nesta linha de discussão, voltam os argumentos que invertem a relação entre juros e inflação, ou ainda, que no curto prazo juros altos reduzem inflação mas no longo não – i.e., existiria uma relação direta entre taxa de juro e inflação...a chamada hipótese neofisheriana. Invocam para tanto até a Teoria Fiscal do Nível de Preços, que afirma que o que ancora as expectativas e determina a taxa de inflação é a Política Fiscal, sendo esta portanto a determinante da taxa de inflação. Até recentemente a preocupação era que estávamos à beira da Dominância Fiscal, agora isso! BACEN: deixe estes estudos e ideias maturarem com os modelos na fronteira acadêmica...foque na hipótese dominante da macroeconomia. Correndo o risco (já reiteradas vezes) da redundância: Inflação é um fenômeno essencialmente monetário – ponto.

No slide seguinte, observa-se claramente a precificação do mercado à decisão do Copom de cortar a SELIC em 0,75%. As taxas dos contratos de juros futuros de longo prazo, que eram negociadas ao redor de 11,50% a.a. (curva do dia 09/01), passaram para o patamar de 11,25% (curva do dia 16/01) logo após a reunião. Movimento similar ocorreu com os cupons das NTN-B.



# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráfico ETTJ

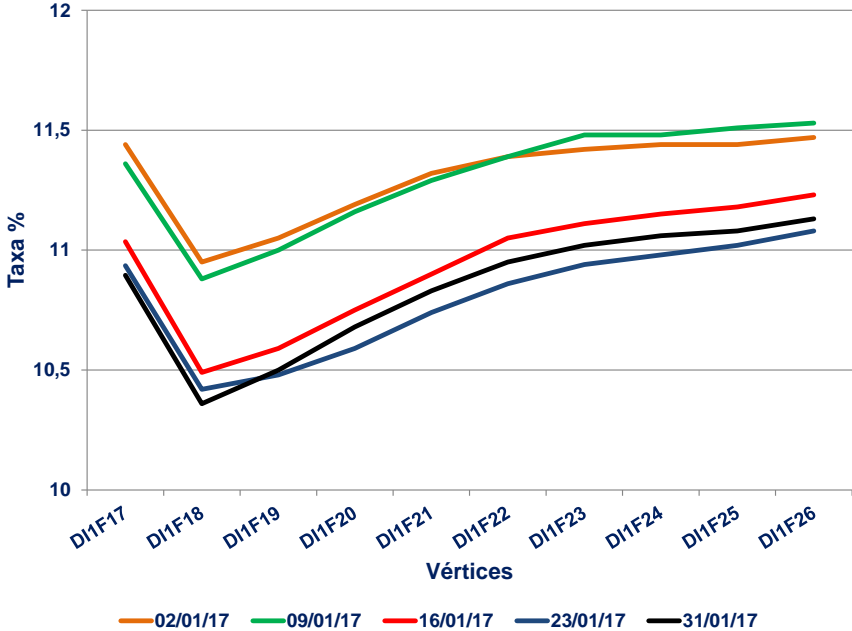
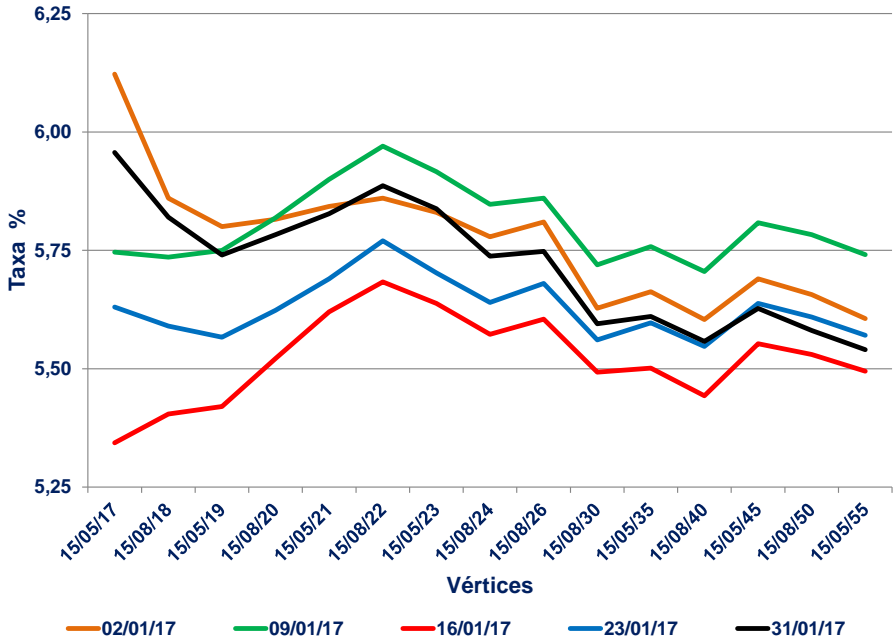


Gráfico (NTN-B)



## Mercados - Câmbio

O Dólar acumulou perda de 4,05% em janeiro, fechando em R\$ 3,1270.

O começo deste ano foi marcado por forte pressão de baixa no Dólar decorrente de captações corporativas no exterior. Só em janeiro, a emissão de títulos de empresas brasileiras somou quase US\$ 6 bilhões, contra US\$ 19 bilhões em todo o ano de 2016. Por exemplo, apenas a Embraer fez uma emissão no montante de US\$ 750 milhões. E as captações devem continuar nos próximos meses.

Em janeiro, o Banco Central atuou no mercado de câmbio com a oferta de contratos de *swap* cambial tradicional para a rolagem dos contratos com vencimento em fevereiro. A autoridade monetária fez leilões diários nos últimos dias do mês de modo a alongar os vencimentos desses ativos, operações essas que têm impacto semelhante à venda de Dólar no mercado futuro. De acordo com o Presidente do BACEN, o estoque de *swaps* cambiais foi reduzido, até o momento, de US\$ 108 bilhões para US\$ 26 bilhões e poderá ser reduzido novamente em março, quando vencerão cerca de US\$ 7 bilhões – em nossa opinião estoque de *swap* menor é ótimo, mas se for zero será excepcional! Ele também destacou que a economia mundial está em trajetória de reaceleração do crescimento, o que favorece uma alta nos preços de *commodities*. Quanto ao lado doméstico, a percepção de que a macroeconomia está sendo bem conduzida favorece investimentos em Real, mas a incerteza política pode criar ruídos importantes e demandar maior prêmio de risco.

Além da entrada de recursos no País e a “manutenção de liquidez” pelo Banco Central – para ficarmos na diplomacia das palavras e avaliações, também contribuiu para a queda do Dólar a relativa tranquilidade no cenário político, diante do recesso parlamentar em Brasília. A Política Cambial conduzida pelos *experts* do BACEN, assim como avaliadas a SELIC e a inflação como variáveis, cuja relação interferem no resultado da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)/PIB, precisa também a autoridade monetária prestar muita atenção na elasticidade da variável Câmbio para com o resultado da relação DLSP/PIB, e como esta tem se comportado, pois sua relação é inversa, imediata e de impacto não desprezível.

Mundo afora, as incertezas sobre o governo Trump nos Estados Unidos (ou será que os agentes não querem mesmo é reconhecer o que está por vir?) principalmente, por causa da “falta de clareza” sobre suas políticas econômicas trouxeram influência negativa para o Dólar em todo o mundo. O *Dollar Index*, por exemplo, acumulou perda superior a 3% no mês, revertendo parte da alta observada com a eleição do republicano no ano passado. Mas será esta percepção a mais adequada e correta para o médio e longo prazos? O mercado pode nos pregar peças, em especial no curto prazo...

Uma análise mais detida e com “fatos alternativos” impõe-nos ao menos avaliar o seguinte cenário sob Trump (já abordado em Cenários Macro Redwood 4o TRI 16) e nos ajustarmos, eventualmente: (i) expansão fiscal, (ii) aumento do emprego, (iii) aumento da inflação, (iv) Política Monetária apertada e (v) crescimento econômico...e como consequência: (vi) fortalecimento do Dólar, (vii) juros mais altos e (viii) condições de financiamento piores para países que não se ajustarem ao novo “ambiente”.

Convém reavaliarmos muito bem o que “queremos” para nosso câmbio e sua política, ou melhor ainda, que este encontre seu patamar e equilíbrio dinâmico e nos preocupemos com o que de fato está ao alcance e importa!

## Mercados - Bolsa

Nossos cenários não indicam crescimento para o Brasil em 2017, mas será que outros setores como o representado pelo Ibovespa divergem desta afirmativa?

Olhando apenas para o índice Bovespa poder-se-ia dizer que sim. O Ibovespa valorizou 7,38%, sendo que 12 ações negociadas na Bolsa tiveram valorização superior a 50%. Companhias favorecidas pelo corte de juros, como construtoras e *shopping centers* tiveram forte valorização (veja o Índice Imobiliário no gráfico). Já as empresas que negociam *commodities* foram beneficiadas pelo discurso “protecionista” do presidente americano e pelos números positivos da economia Chinesa em 2016. No mês houve forte ingresso de dinheiro estrangeiro no Brasil depois de dois meses de retirada para realização de lucros.

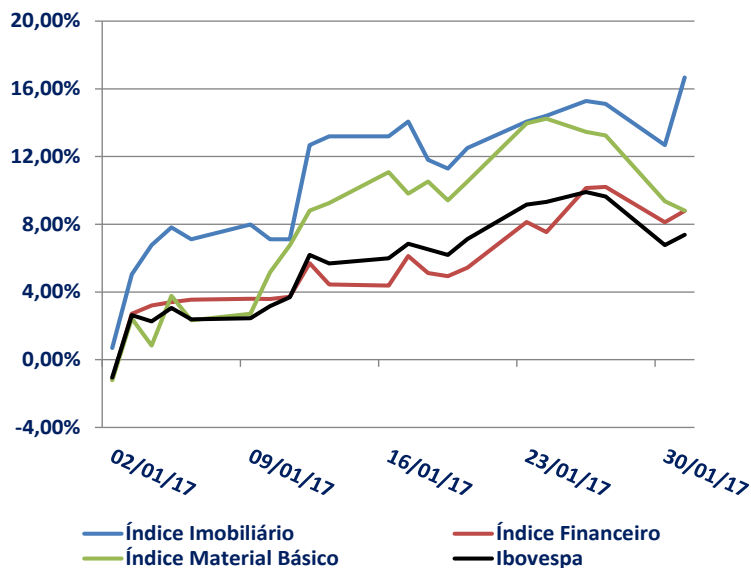
Internamente, a continuidade de queda da taxa básica de juros, a retomada do crédito e a perspectiva de melhora dos fundamentos da economia brasileira “abrem” espaço para a valorização da Bolsa Brasileira. Com juros menores, as empresas terão mais fôlego ao renegociarem as dívidas e poderão captar com custos financeiros mais “baixos” domesticamente. Porém não se pode esquecer que os investimentos não ocorrerão no curto prazo, visto a grande capacidade ociosa e a alavancagem que impera para boa parte das empresas. A taxa de desemprego tende a piorar, restringindo o consumo e a necessidade de aumento da oferta...enfim, muita coisa ainda joga contra.

Ademais, sob o enfoque da análise Fundamentalista ou de Valor, não são muitas as empresas que prometem forte valorização quando ajustadas ao seu risco, e sobretudo se comparadas (no *mix* de um *portfolio* padrão) às possibilidades da Renda Fixa. Entretanto, se levado em consideração o longo prazo, a diversificação do *portfolio* e a *expertise* na seleção específica de empresas e setores, pode ser uma boa “aposta”.

Em suma, neste início de ano a Bolsa Brasileira não parece ser a “menina dos olhos”...ainda. Precisamos não somente ver esta “confluência” de boas coisas acontecerem (juros caírem, reformas implementadas, confiança subir, etc.), mas também um rearranjo nas empresas (desalavancagem, reequilíbrio operacional, etc.) e posteriormente se verificar o aumento da demanda por empréstimos junto à agências de fomento e bancos. E a este processo existem alguns “indicadores antecedentes”, que nos permitirão reavaliar o contexto, como a retomada gradual das consultas junto aos que concedem crédito...na verdade, esta a primeira etapa de concessão de empréstimos, dentre outras.

Prudência e canja de galinha não fazem mal a ninguém.

Retorno Acumulado - Jan/17



Fonte: BMF&Bovespa | Elaboração: Planner Redwood



# Comentário Mensal da Gestão

## JANEIRO 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)