

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

ABRIL 2016

## Comentário Mensal da Gestão / ABRIL 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.*

*“Democracy is a device that ensures we shall be governed no better than we deserve.”*

*“Democracia é um dispositivo que garante que nós não seremos governados de forma melhor que merecemos”. (Tradução Livre)*

*George Bernard Shaw – Cofundador da London School of Economics, foi dramaturgo e jornalista irlandês.*

## Introdução

Com a crise política chegando ao seu ápice (o *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff), o ocaso do governo se aprofunda, a paralisia generalizada se instaura, o desatino das ações derradeiras de quem “reconhece sem aceitar” o fim conturba o ambiente econômico-social, mas o alívio e a despressurização dos mercados são inequívocos e embutem uma possível nova realidade. Como? Por meio das mudanças das expectativas!

Os mercados, como sempre, antecipam e precificam tudo o que enxerga (as vezes até o que não enxerga!) e é o primeiro sinalizador da possível reversão das expectativas. Neste contexto, é chegada a hora da mudança e os mercados anseiam isso. Daí a grande expectativa da possível nova configuração do governo, e sobretudo de um governo que abandone o populismo e abrace a gestão de um Estado menos presente e indutor, de conduta mais aberta e transparente, de contornos mais liberais e menos protecionistas e direcionados a alguns setores eleitos. Também é necessário um entendimento social do momento que passamos e como e porquê chegamos até essa situação...com a economia quebrada, e quem, ao fim e ao cabo, é o responsável por tudo isso. A frase que abre este Comentário Mensal de Bernard Shaw é um belo indicador, mas o discurso de posse de John F. Kennedy ao povo americano é complementar, regenerador e apropriado à todos brasileiros que desejam um país melhor: “*Não pergunte o que seu país pode fazer por você , pergunte o que você pode fazer por seu país*”.

Nas principais economias do mundo, o cenário na Europa mostra lenta recuperação e a ameaça (nunca levado a cabo) da saída do Reino Unido da União Europeia, na China cada vez mais incentivos do governo, e no Japão a estagnação da economia. Nas Américas o destaque vai para Argentina com o Presidente Macri fazendo o “mínimo”, mas colhendo grandes frutos pelo simples fato de “mudar e sinalizar” o novo rumo das coisas em seu país. Nos EUA, a economia dá sinais de crescimento conforme previsto (em torno de 2,5%), que deixa de ser “moderado” em termos relativos aos demais índices de crescimento das outras economias do globo. O FED, por sua vez, parece querer tomar risco neste sentido e é refratário a aumento de juros neste ambiente, ou seja, sem visualizar a inflação em trajetória ascendente e em linha ao que se espera (2%), juros não subirão nem em ritmo, nem em intensidade esperada.

No campo político internacional, a corrida presidencial americana será o evento de maior repercussão e potencialmente mais “perturbador”, em especial se Donald Trump vencer. Teremos possivelmente uma “nova ordem”, independentemente do Trump “político” ou “homem de negócios” vir assumir. Mudar é bom, e muitas vezes, necessário.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,82%. S&P variou 0,27%, NIKKEI fechou em -0,55%, DAX com 0,74% e FTSE 2,67%. O Ibovespa terminou o mês em 7,70% e o IBrX em 7,13%. Máximas para DIF17 em 13,88% e DIF21 em 14,18%. NTN-B 2050 terminou o mês em 6,05%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,4508.

## Atividade Econômica

A PNAD (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio) – Contínua revelou o percentual da PEA (População Economicamente Ativa) que não encontra emprego: 10,9%! Em números absolutos, estamos falando de 11,09 milhões de pessoas em busca de trabalho. Um horror, mas nada distante do esperado por nós da Redwood, infelizmente. É tão sério e tão alto este número, que até mesmo se compararmos com a União Europeia já estamos, em termos relativos, 0,7 ponto percentual a frente.

Entretanto, as más notícias não param por aí, não mesmo. A quebra da economia foi tão extraordinariamente grande, com impactos em simplesmente TODOS os indicadores e fundamentos da economia, que sair desse atoleiro será custoso e longo. Isso, na melhor das hipóteses de termos uma nova formação de equipe econômica e que acerte colocando a economia nos trilhos de novo. A atividade econômica está fraquíssima, seja a análise pelo lado da oferta, seja pelo lado da demanda.

Assim, resolvido o impasse político do *impeachment* atual, o Brasil parece ter uma nova chance. Contudo, esta nova chance não significa um cenário benigno, mas sim uma situação menos trágica do que a situação atual e para onde está nos levando. Nossas simulações apontam para desemprego ainda na casa de 12% para este e o próximo ano, com PIB também negativo neste período – mesmo com um novo governo. O contra-ponto é: com um novo governo as coisas tendem a parar de piorar. O cenário atual é de terra arrasada, e a continuidade do que temos hoje nos leva (rá/ria) a uma situação de colapso.

Um novo governo, obviamente, não pode ser mais do mesmo – e não parece que será, e a composição da nova equipe dará o tom do ritmo e intensidade das coisas. Ainda mais importante, dará um novo “norte” de como conduzirá a economia – este sim, o mais importante dos sinais. Sinal este que tem o poder, ao menos no curto prazo, de reverter as expectativas (mercados e sociedade) e com isso criar um ambiente propício às mudanças – sobretudo àquelas que dependem do Congresso. Neste sentido, parece que o possível novo governo tem mais condições de fazer passar as medidas necessárias dado o capital político no momento, e assim será necessária uma equipe altamente qualificada e técnica - dos Ministros, Secretários e Assessores para elaborar e colocar em prática o novo modelo de gestão e filosofia.

Como em qualquer outra situação, o benefício da dúvida será dado, mas tem data para expirar. Qual a data? Os tradicionais 100 dias. Nos 100 primeiros dias o possível novo governo precisa mostrar a que veio, caso contrário, perde seu maior trunfo: a “credibilidade” transitória. Não dá para errar! E errar aqui não significa apenas desvios ou equívocos na definição e implementação das ações emergenciais, significa notadamente em não transmitir que temos um “novo”. Precisamos exorcizar o “*mind set*” econômico passado debelando qualquer resquício de Nova Matriz Macroeconômica e populismo e adentrarmos, em definitivo, no mundo dos que pensam racionalmente.

Este é o único jeito de dar certo. Estamos confiantes, e nos perguntando o tempo todo o que podemos fazer pelo nosso país!

## Política Fiscal

Se a (ir)responsabilidade fiscal do governo, com todos os limites, travas e *compliances* a que (em tese) está sujeito, foi escabrosamente ignorado vilipendiando e assolando tudo sem o menor pudor ou receio de consequências, agora que o resultado aí está (*impeachment*), o que pode “segurar” maiores inconseqüências na reta final de sua saída? Nada. Impossível? Não. O poder do estrago vai até o último segundo.

O pacote de “bondades” a que se teve notícias nos últimos dias do mês a ser concedido por ocasião do Dia do Trabalho, seria cômico não fosse trágico. Não que os beneficiários não mereçam, mas o Brasil não tem condições (neste momento) de tomar essas atitudes – isso na versão romântica, pois na versão mais fria e cruel trata-se de deixar um legado a ser desfeito. Por que? Porque o próprio Tesouro avalia que não há nenhuma possibilidade de conceder reajuste para os beneficiários do Bolsa Família (por exemplo) sem que com isso aumente mais o desastre nas contas públicas. Tecnicamente falando, o governo espera que o Congresso aprove a nova meta fiscal (governo quer poder ter um déficit de quase R\$ 100bi), e sem isso e com atual quadro de geração de receitas, inviabiliza-se não somente qualquer “bondade”, mas também imporá um contingenciamento de recursos.

A deterioração das contas públicas continua. Em Março, o déficit primário ficou em R\$ 10,6bi, e não reverte a trajetória da Dívida Bruta/PIB, que em 2012 estava em 53,8% e este ano passará dos 70%. A razão para esta subida vertiginosa? A Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF não parece ser obedecida... gastos com pessoal e serviço da dívida extrapolam os limites desejáveis para manter as contas em dia.

O que fazer? São várias as medidas (já mencionadas neste espaço e em breve consolidadas em artigo) de maior e menor impacto e de implementação encadeada e sistematizada tecnicamente para que sejam apresentadas e aprovadas em seu tempo certo (curto tempo). Os exemplos passam pela alteração da idade mínima para aposentadoria, a desvinculação do piso da previdência do salário mínimo até o estabelecimento de limite da Dívida Bruta do Governo Federal como proporção do PIB e o Orçamento Base-Zero. Tudo isso (e outras medidas) para fazermos resultados primário muito mais elevados, a ponto de estabilizarmos a relação Dívida/PIB e iniciarmos sua trajetória de queda.

Se pudéssemos elencar três prioridades do possível novo governo, teríamos: (i) o ajuste fiscal, (ii) o ajuste fiscal e (iii) o ajuste fiscal. O ajuste fiscal é a mola-mestra de tudo e para tudo neste momento. Falharmos nessa tarefa agora, será tarde demais e com custos exponencialmente maiores na sequência.

Dizem que 50% do problema está resolvido quando você entende o “enunciado”. Não nos iludamos, o ajuste fiscal (se feito como devido) será longo e doloroso, mas a habilidade dos economistas e a firmeza de propósito dos Governantes (políticos) serão, em conjunto, a ferramenta adequada e necessária para esta travessia.

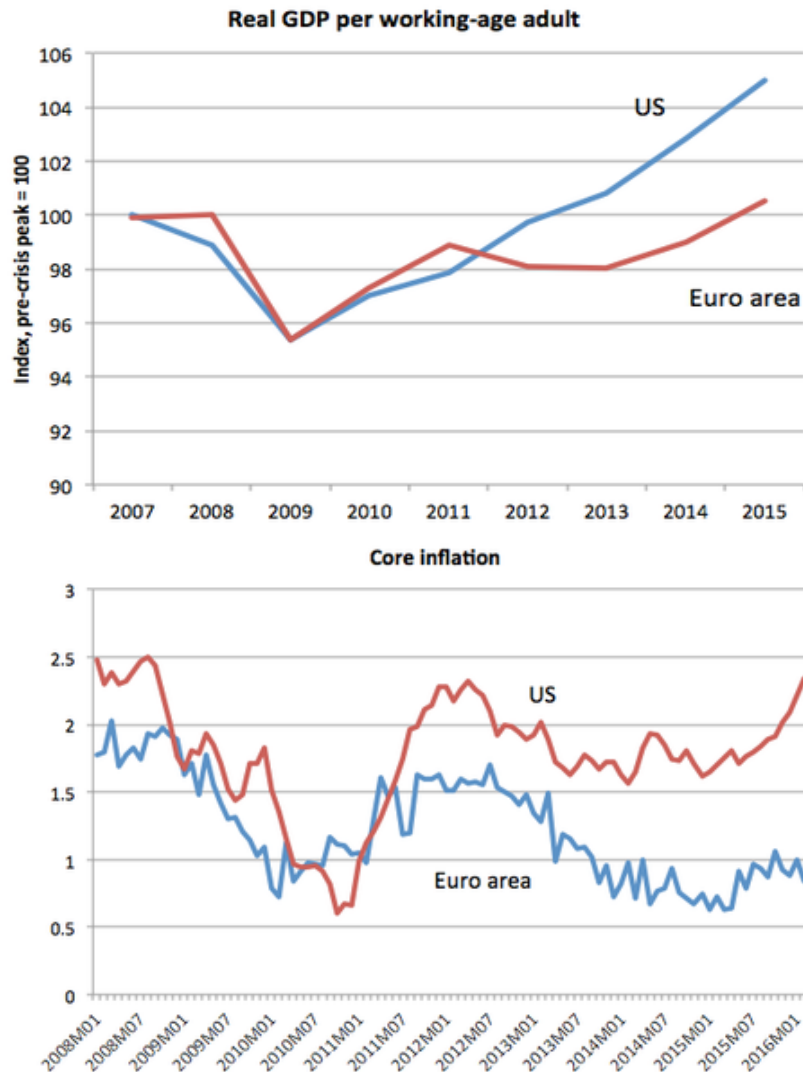
## Conjuntura Internacional

Os dois gráficos ao lado dizem muito, mas uma análise mais detida pode revelar surpresas inquietadoras. Não há dúvidas que no campo comparativo os EUA se apresentam em melhor forma que a Área do Euro, mas nem por isso significa que estão bem, sobretudo porque a referência está em frangalhos. Também não significa que não poderia estar muito melhor...em nossa opinião sim, poderia estar em situação muito melhor. A despeito disso, e com as limitações óbvias dessa análise e propósito, o que salta aos olhos é a performance a partir de 2011. Independentemente das realidades enfrentadas por cada um e as políticas implementadas, as curvas referentes a Área do Euro são flagrantemente piores que a dos EUA, e permanecem assim. Qual o problema? O BCE continua com a mesma política até que seu “remédio” faça efeito. Difícil acreditar.

Na Ásia, o Japão continua a decepcionar e deve crescer perto de zero em 2016 – a turma de economistas que apoiam os *Quantitative Easings* americanos e as atuais medidas do BCE, certamente apontam a falta ou o insuficiente estímulo do governo Japonês como responsável da situação. Por outro lado, na China isso não acontece e o Estado indutor vem cada vez com mais força...mas por algum motivo o PIB chinês não deve passar de 6,5% este ano e caindo em 2017! Talvez em linha com a inevitável mudança de modelo de crescimento (de exportações para consumo doméstico e serviços).

No campo político internacional toma a cena cada vez mais a corrida presidencial americana. Donald Trump surpreende a cada dia...o homem é uma locomotiva, e boa parte dos americanos parece estar adorando.

Outros não americanos mundo afora, também.



Fonte: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2016/04/30/when-europe-stumbled/>

## Mercados - Juros

A política guiou o mercado de juros em abril.

O parecer do procurador-geral da República Rodrigo Janot recomendando que o STF anulasse a nomeação de Lula para o Ministério da Casa Civil foi o estopim para o movimento de queda consistente dos juros no mês. Somado a esse fato, seguiu-se a derrota do governo na votação do processo de *impeachment* na Câmara e a perspectiva crescente de afastamento da presidente por 180 dias e posterior saída do governo. O mercado de juros é fortemente influenciado pelas mudanças no comando do Banco Central - BACEN e dos ministérios da Fazenda e Planejamento, que deverão ocorrer num eventual governo Temer. Caso o novo Ministro da Fazenda tenha um política de austeridade fiscal e a inflação continue desacelerando, em virtude do aprofundamento da recessão e da disparada do desemprego, o Banco Central terá espaço para iniciar o corte da SELIC.

Na reunião do mês de abril, o Banco Central manteve a taxa Selic em 14,25%, em linha com o esperado pela Planner Redwood e pelo mercado. A decisão de manter a Selic inalterada foi unânime, após três reuniões com dissensos de dois diretores (Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon) a favor de um aumento de 50 pontos base. No comunicado divulgado logo após a decisão, o BACEN destacou avanços na política de combate à inflação, mas considera que o elevado nível do índice de preços em doze meses e das expectativas de inflação não oferecem espaço para flexibilização da política monetária. A comunicação, principal ferramenta para quem está sob regime de metas de inflação, deveria surtir mais efeitos – mas não depois de tantos abusos e incoerências. Desta forma, poucos dão credibilidade ao dito ou não dito – já foi, agora é esperar a nova equipe em função do eventual novo governo. Ao que tudo indica, o presidente Tombini pode sair do cargo antes de começar a redução da Selic...assim esperamos, o pesadelo tem de acabar.

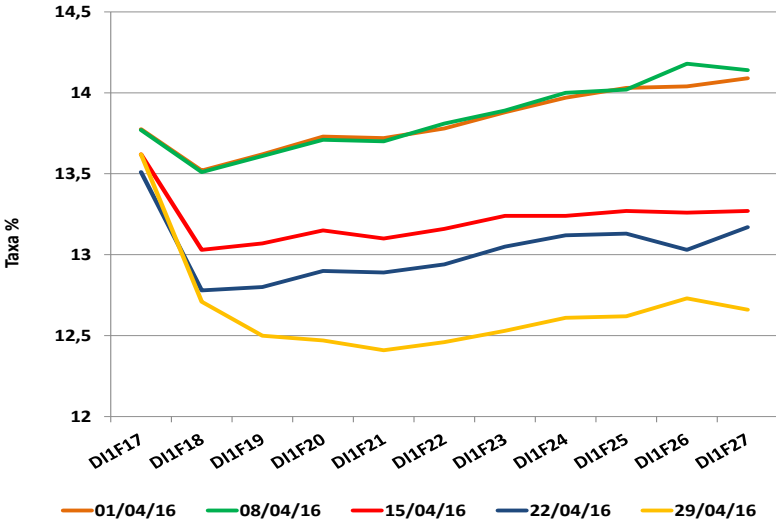
Neste sentido, o otimismo impera ao ver os nomes ventilados para Presidente do BACEN. São todos, sem exceção, anos-luz mais apropriados para o cargo – ao menos assim demonstra seus históricos. Também espera-se, ansiosamente, que finalmente o BACEN seja dotado de efetiva independência e que seus Diretores tenham mandato definido, diferente do Presidente da República, quarentena remunerada, etc., etc., pontos estes tantas vezes neste espaço comentado. Os exemplos de Bancos Centrais mundo afora com estas características, em regra, entregam seus resultados. E por fim, o alinhamento das novas mentes no BACEN estarão coadunadas com os propósitos daqueles que conduzirão o ajuste fiscal...é, mais uma vez, a sintonia da Política Monetária e a Política Fiscal tão necessária. Chega de ouvir que (qualquer que fosse a Política Fiscal) no horizonte relevante estava alinhada à Política Monetária...também chega de ver o BACEN tão atuante (e sem sucesso) no câmbio. Enfim, mudanças já!

Se as mudanças virão, os preços já se mexem...a alteração da inclinação da curva com forte redução dos prêmios nos vértices a partir de janeiro de 2021 é resultado da queda na percepção de risco...qual? Primeiro, em relação a política brasileira e depois pelos seus impactos de segunda ordem!

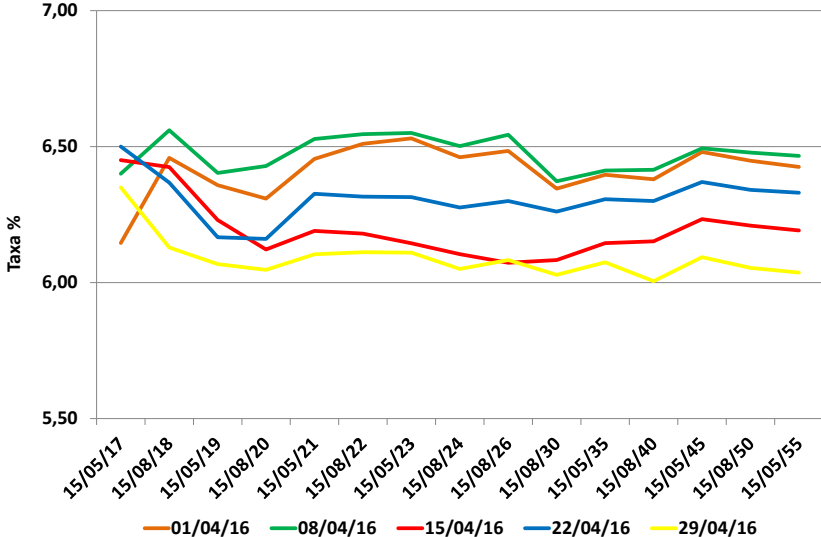


# Mercados – Juros (curvas semanais)

Gráficos ETTJ



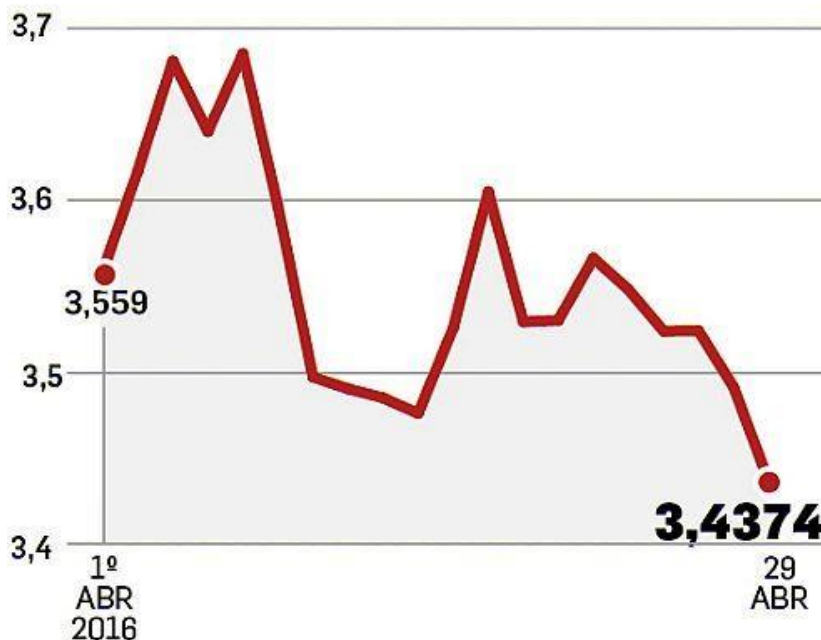
Cupons (NTN-Bs)



## Mercados - Câmbio

### ● Cotação do dólar

EM REAIS



FONTE: BROADCAST

INFOGRÁFICO/ESTADÃO

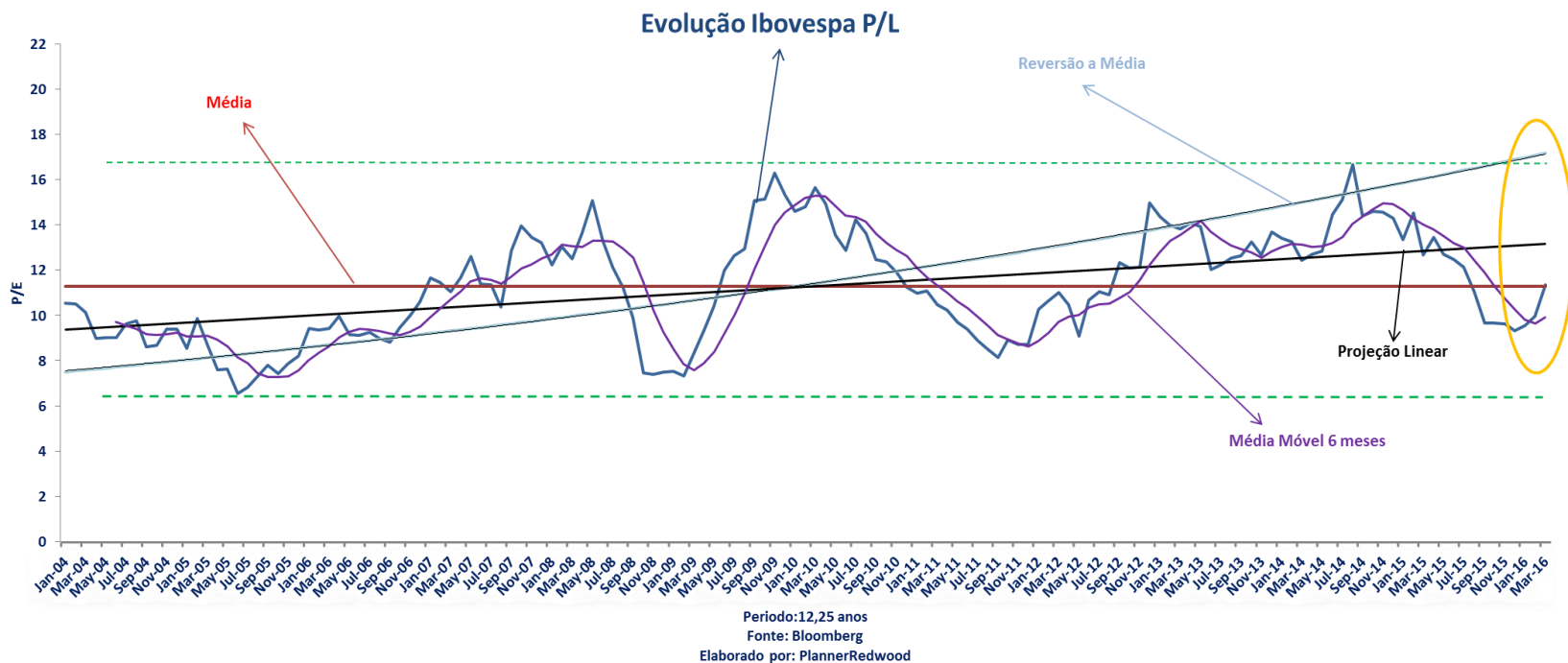
O agravamento da governabilidade da presidente Dilma culminado na aprovação do processo de *impeachment* pela Câmara fizeram os ativos financeiros negociados no mercado brasileiro se valorizar. A moeda americana derreteu e foi negociada abaixo da barreira dos R\$ 3,50, fechando o mês em R\$ 3,45. E agora, qual deve ser a tendência? Sobes ou desce? Quanto? Dólar sempre muito difícil...portanto, depende.

Se o *impeachment* passar e o futuro presidente montar uma equipe que retome com a credibilidade do país e se comprometa com o ajuste fiscal, forte fluxo estrangeiro deverá vir para o Brasil na busca dos elevados juros internos e com isso o Real tende a se valorizar ainda mais. Porém se o *impeachment* não passar ou o governo conseguir aprovar o projeto de novas eleições em outubro o dólar tende a ganhar valor, e muito. Maio, certamente, será um mês de grandes definições!

Com seu viés intervencionista, deslocado de seu mandato original e “conhecedor” do câmbio (e sua volatilidade!) ideal para o país, de forma a conter a valorização do Real, o Banco Central entrou forte no mercado de câmbio com as ofertas de leilões de *swap* reverso. A intervenção do BACEN mostrou-se mais efetiva quando a queda da moeda estrangeira estava relacionada a fatores internos como a votação do *impeachment* e a esperança de um novo governo. Assim, parece que o próprio BACEN já enxerga as mudanças iminentes...ou será que quer aproveitar e diminuir o estoque de *swaps*? Ou defender o resultado da balança comercial? Ou continua achando ser o melhor *player*? Talvez seja o BACEN tudo isso...duvida? Para o mês de Maio teremos a alteração da alíquota do IOF para as operações com moeda estrangeira de 0,38% para 1,10% e com chances de chegar a 3%. Mais uma intervenção do governo no câmbio numa tentativa de controlar a moeda e aumentar a arrecadação. Não tem fim.

Em termos globais, observando os mercados, parece que o movimento de valorização mundial do dólar está chegando ao fim. Os preços mundiais das moedas já precificam a economia americana mais forte e o aumento dos juros graduais nos EUA.

## Mercados - Bolsa



Diferente do mercado de câmbio e juros, o movimento de valorização do Ibovespa não se ateve apenas ao cenário político. A recuperação do preço das *commodities* e o fluxo positivo do capital estrangeiro tiveram papel relevante no resultado do índice, que auferiu o terceiro mês de ganhos, fechando abril com alta de 7,7%. A concentração do índice em ações de empresas produtoras de *commodities* foi positiva para o resultado do mês. A forte recuperação dos preços de petróleo e do minério de ferro favoreceu as ações de Petrobrás, Vale e siderúrgicas. Contribuíram também as ações de setor financeiro que sofrem menos com os problemas atuais do país. Na ponta negativa do Ibovespa, os papéis de empresas exportadores, que foram prejudicadas pela baixa do dólar no mês. O gráfico acima mostra, em termos da relação P/L, os sinais que o Ibovespa apresenta.

Entretanto, como sempre ressaltamos, os fundamentos não mudaram e reformas estruturais são inevitáveis para a alteração do rumo da economia brasileira. A realidade das empresas, em boa parte influenciada pelos fundamentos ruins, impedem uma melhora forte do mercado acionário no curto prazo. Para médio e longo prazo as propostas de privatização do setor de infraestrutura como vetor da retomada do crescimento, o consistente aumento do preço das *commodities* no mercado internacional, a queda das taxas de juros de longo prazo e a expectativa de inflação menor em 2016 e 2017 podem impulsionar o mercado de renda variável.



# Comentário Mensal da Gestão

ABRIL 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)