

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.

planner

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

DEZEMBRO 2016

Comentário Mensal da Gestão / DEZEMBRO 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.

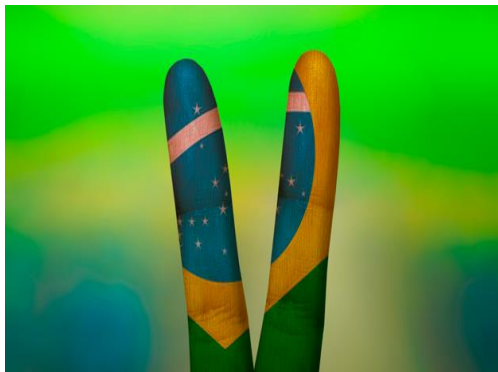
“Optimism is the foundation of courage.”

“Otimismo é o fundamento da coragem.”

(Tradução Livre)

Nicholas M. Butler – Filósofo americano

Introdução



Finalmente 2016 acabou!!!... e como diz o provérbio português, “não há bem que sempre dure, nem mal que nunca se acabe...”

De fato, 2016 foi um ano no mínimo desafiador e também trouxe consigo o que mais inquieta a alma humana: o sentimento de incerteza. Este estado das coisas somado a hecatombe de incompetências do PT que nos levava a inequivocamente a “venezuelização” do Brasil, eclipsou nosso mundo – interno e externamente. O Brasil “quebrou” em todos os sentidos...nossa crise é ampla e profunda. O Brasil caminhou, ao longo de 2016, a passos largos, a um ponto de possível descontinuidade de seus fundamentos mais caros. Mas as coisas mudaram...e mudaram para muito melhor. Saímos da rota do inferno. O afastamento de Dilma Rousseff e a entrada do Presidente Michel Temer (com todos os seus “penduricalhos” petistas que ainda carrega) com substituição dos principais gestores do Executivo fizeram um novo amanhecer. Tudo muito difícil ainda, mas temos uma nova chance. A avaliação é que o copo está meio cheio e não meio vazio.

Existem várias razões para estarmos otimistas, a despeito dos prognósticos que todos fazemos, em especial no fim de ano. Se dentre nossas crises a seminal é a política, com consequência direta na economia brasileira, a incerteza pode continuar, mas eventos como a Lava Jato e a postura de nossas Instituições parecem imbuídas do “dever de resolver”. Somam-se a isso as inúmeras ações/reformas em curso e outras efetivadas em apenas seis meses pelo Presidente Temer. Enfim, as demandas da sociedade são enormes e urgentes, porém a reconstrução do país levará algum tempo e coragem para perseverar. Por este raciocínio, nada mais assertivo do que nos lembra Nicholas Butler na abertura deste Comentário: “O *otimismo* é o *fundamento da coragem*”.

No mundo, o ano de 2016 também não foi muito generoso, seja na política ou na economia – com alguns eventos promissores (assim entendemos) para seus próprios povos, como o *BREXIT* e a eleição de Trump nos EUA, ambos com efeitos catalizadores de mudanças políticas, em especial para Europa. Obviamente, estes dois eventos extremamente controversos sob enfoque de serem “positivos” para si mesmos, por outro lado são consenso que representarão uma nova ordem para países com “dependência” dos Estados Unidos e Reino Unido (RU).

Entraremos a partir de 2017 em uma nova era, definitivamente. Existe sim a possibilidade de uma polarização de ideias e desequilíbrios (comerciais, políticos, etc.) entre as nações, mas este parece ser o caminho (assim democraticamente escolheram EUA e RU) para um novo, e talvez dinâmico, patamar de equilíbrio. A decisão autônoma de EUA e RU afetará o mundo. Espera-se que este novo momento seja a oportunidade de ajuste coletivo, pois o tópico sobre *desigualdades* estará, como nunca, político e academicamente, em voga. Em 2017, *business não vai ser as usual*.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 2,446%. S&P variou 1,82%, NIKKEI fechou em 4,40%, DAX com 7,90% e FTSE 13,61%. O Ibovespa terminou o mês em -2,71% e o IBrX em -2,55%. Máximas para DIF17 13,63% e DIF21 em 12,36%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,7349%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,2591.

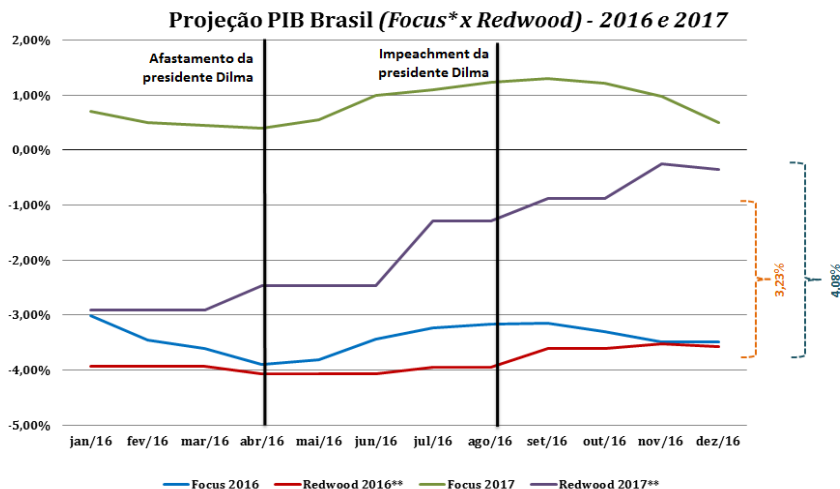
Atividade Econômica

O gráfico ao lado demonstra as avaliações/revisões para o PIB do Brasil para 2016 e 2017 ao longo de todo o ano de 2016 – esta é uma dinâmica comum e frequente, e sua existência é um aspecto natural da produção de dados. A medida que o tempo passa, o conjunto de informações disponíveis aumenta e assim existe uma natural convergência para as projeções. Contudo, a explicação não atende a nossa realidade, pois os agentes econômicos precisam tomar decisões em tempo real e as revisões por vezes são muito grandes, o que implica em sérias limitações para a tomada de decisão.

As variáveis PIB e Hiato do Produto são de especial destaque, uma vez que estas impactam em diversas decisões como de investimento, consumo, aplicações financeiras e até na Política Monetária (mesmo que de forma indireta – saber se crescemos acima ou abaixo do potencial). Neste quesito especificamente, os modelos de previsão não tem sido muito generosos, seja pela volatilidade ou pela direção da variável. *Ex-post* tudo fica muito fácil explicar, invocando qualquer coisa...é o que acontece.

Assim, para o que nos resta no horizonte relevante da análise, nossas previsões de PIB para 2017 sempre estiveram no campo negativo (embora com variações importantes) – um contraste enorme com o que previa o mercado, sempre muitíssimo mais otimista do que nossas projeções. Não somente estiveram as projeções de mercado no campo positivo, como em algumas casas importantes com perspectivas de crescimento acima de 2% para o PIB 2017. Erro crasso? Talvez não, somente informações imperfeitas e assimétricas, expectativas e fatores sazonais aplicados incorretamente e metodologias inadequadas para o “momento”.

Uma das hipóteses que mais se escuta (agora que o mercado começa a ajustar suas previsões) é que a tese de que índices de confiança melhorando e índice de incerteza mais baixo levaria a retomada dos investimentos (Formação Bruta de Capital Fixo - FBCF) e este por sua vez melhoraria a atividade econômica. Os índices de confiança foram tidos quase como indicadores antecedentes, mas este mecanismo de transmissão não ocorreu e, antes que se materializasse qualquer investimento viram-se frustradas as expectativas para um PIB crescente em 2017. Os gráficos nos slides seguintes ilustram esta situação.

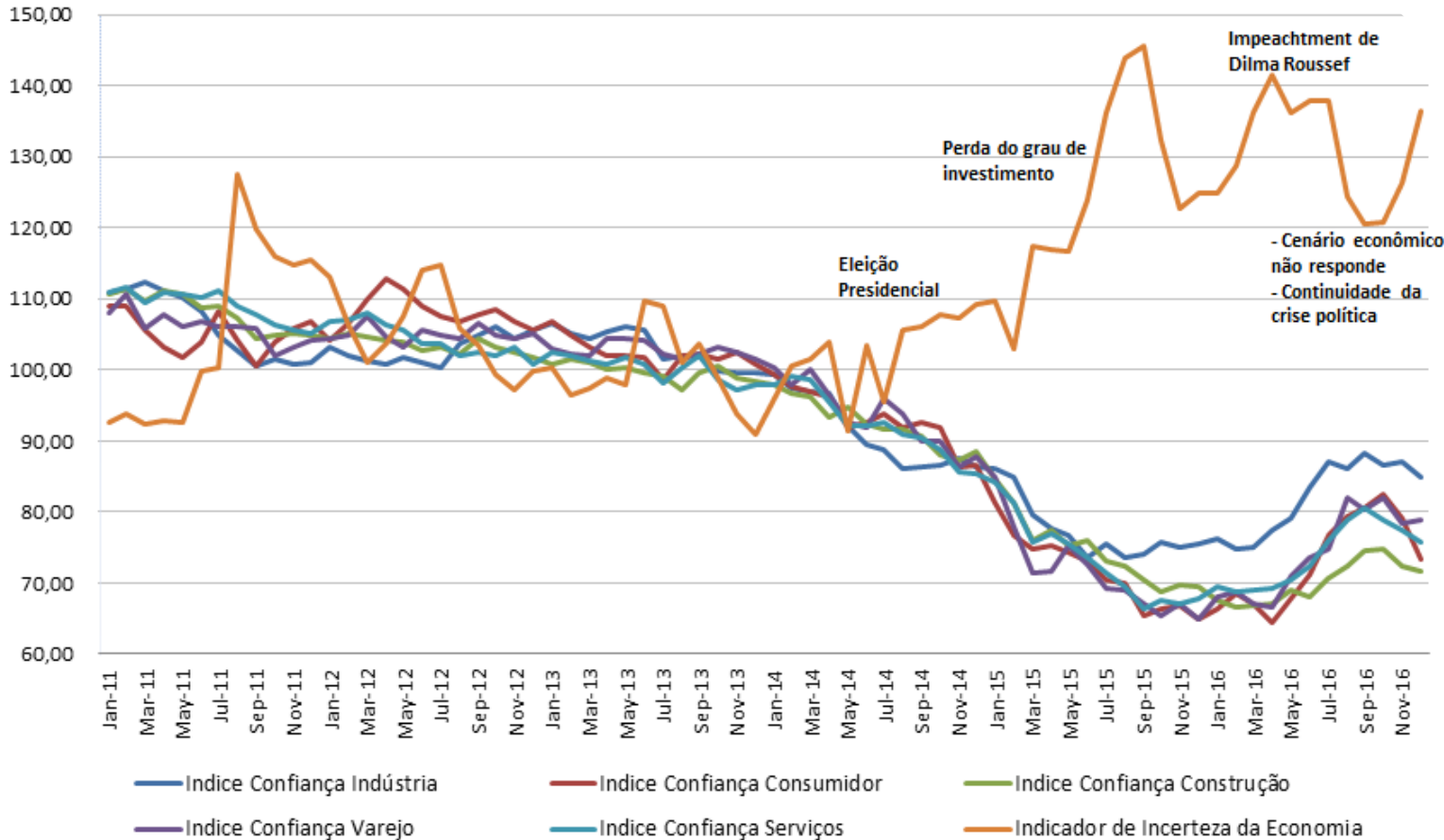


(*) Dados disponibilizados na última semana do mês de referência.
 (**) Para o mês dezembro consideramos os números de nossos materiais do 1º Tri/2017, pois estes foram calculados em Jan/2016.

Fonte: Boletim Focus – BACEN | Elaboração: Planner Redwood

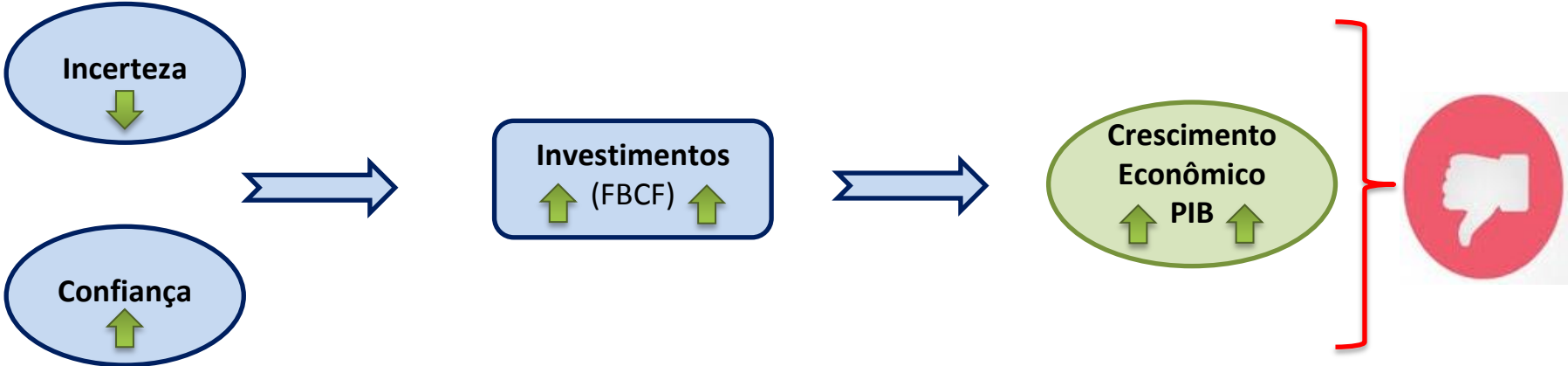
Atividade Econômica

Evolução dos indicadores de confiança setorial e incerteza da economia



Fonte: FGV IBRE | Elaboração: Planner Redwood

Atividade Econômica (Mecanismo de Transmissão de Confiança & Incerteza)



A hipótese no fluxograma acima é bastante intuitiva, mas não se mostra verossímil em nossas simulações estatísticas – possivelmente em outros intervalos de análise...ou talvez o arrefecimento dos índices de confiança tenham sido cedo demais ou em magnitude insuficiente, impossibilitando a materialização do investimento. Corroboraram ainda nas previsões de mercado a avaliação de que a retomada da economia se assemelharia a de 2010, em forma e conteúdo. Nem uma coisa nem outra, empresas e famílias muito alavancadas...De fato, tudo muito diferente – no Brasil e no mundo.

Mas o otimismo (relativo, ao menos) prevalece, porque diante da dizimação da economia brasileira promovida nos últimos anos, a previsão é que cresceremos +0,50% e -0,35%, pelo mercado e pela Redwood, respectivamente. Insuficiente para nossas necessidades, mas longe de ser desprezível, pois estamos falando de uma variação positiva de +3,23% para nossas projeções e +4,08% para o mercado (pesquisa Focus). A recuperação será lenta.

Se a recuperação da economia será lenta, ao menos se prevê constante e crescente – um gradualismo que afasta os arroubos dos desenvolvimentistas apressados e acalma o comichão que acomete nossos *keynesianos* mais afoitos e aventureiros. Isso porque o refazimento de todo o país e, em especial, a travessia pelo momento político ainda muito complicado, faz com que a economia demore a reagir aos “estímulos” de uma nova política econômica. Juros vão cair, mas efeitos de política monetária levam em torno de 8 meses...e do lado fiscal então, o tempo é muito maior – porém uma reforma estrutural (como a pensada e em curso) tem enormes benefícios.

Enfim, os riscos para este cenário mais otimista estão todos aí, com destaque para o político. Entretanto, as expectativas (agora ajustadas) apontam que estamos no caminho certo! Estimativas em DEZ/17 serão bem melhores!!!

Política Fiscal

Se não há dúvida que a Política Fiscal dos últimos anos teve papel fundamental na completa desestabilização da economia brasileira, também está muito claro que somente uma nova e responsável Política fiscal nos tirará desse atoleiro.

A importância da estratégia de consolidação fiscal e em especial das reformas estruturais em curso trarão efeitos positivos para lidar com a sustentabilidade de nossa dívida. Esta sustentabilidade, em particular traduzida pelo mais comum e aceito índice de solvência de um país (Dívida/PIB), precisa ser controlado de forma a, com transparência e credibilidade, demonstrar sua evolução em parâmetros minimamente críveis e aceitáveis.

Nesta linha, a implementação da PEC para tentar limitar os gastos (neste espaço já discutida sua forma e eficácia) em conjunto com a Reforma da Previdência (na sequência a Tributária e a Trabalhista) ajudarão a melhor lidar com o que parece ainda nos reservar o futuro: um longo período de desequilíbrios fiscais e de rigidez orçamentária. Se isso de fato ocorrer, sim teremos nosso índice de solvência ainda crescente e em níveis perigosamente elevados, mas com trajetória descrita, limites previstos e perspectivas de reversão e melhoras – teremos previsibilidade. Não é o melhor dos mundos, porém estaremos no campo de avaliação e mensuração de riscos e oportunidades e não de incertezas – o que se traduz, sobretudo para investidores, não em condição suficiente, mas ao menos necessária para reativar apetite e seu espírito animal empreendedor.

Contudo, mesmo com o otimismo para as reformas e seu efeitos positivos para o longo prazo, o curto prazo necessita de ações que visem minimizar a agonia em que vivemos. Não se pode esperar mesmo de um Governo responsável que se apresente medidas milagrosas ou soluções que comprometam as reformas estruturantes, mas ao mesmo tempo a insensibilidade para a situação de penúria pode colocar em risco o objetivo maior pela inviabilização política. Assim, caminha a República por um fio, ora pela crise política, ora pela crise econômica – ambas em retroalimentação.

Desta forma, atenta a esta dualidade, o Presidente Temer e sua equipe tinha (e tem) ao menos duas coisas a fazer no curto/curtíssimo prazo, antes de sucumbir a possíveis aumentos de impostos: (i) propor medidas microeconômicas para fomentar o crescimento (apresentadas neste mês de DEZ – resumo principais medidas próximo *slide*) e (ii) reavaliar tributação/desonerações e intensificar a fiscalização/auditorias sob as receitas.

O aumento de impostos recairá em várias interpretações ruins, seja no campo político, na aceitação da sociedade e até mesmo na inocuidade a depender da forma/tributo/imposto aplicado. Se pela formulação da Curva de Laffer (limites de tributação – crescentes e decrescentes) ainda pode existir espaço no agregado, a quem caberá o maior ônus? Estatísticas recentes apontam que empresas não tem tido receitas mínimas para fazer frente a itens básicos de sua tesouraria/contas a pagar.

Por fim e não menos importante, afinal dedicamos boa parte dessa seção a discutir a situação fiscal dos Estados no mês passado, o Presidente Temer sancionou (corretamente) com vetos a Lei Complementar que estabelece o Plano de Auxílio aos Estados e ao DF e medidas de estímulo e ao reequilíbrio fiscal. O veto atinge o denominado Regime de Recuperação Fiscal, que trazia um conjunto de ferramentas que, associadas as propostas de suspensão e reestruturação de dívidas, assegurariam que ao término do Regime o equilíbrio fiscal seria alcançado. Retirados os dispositivos, acabaram as contrapartidas dos Estados e do DF. Realmente assim não dá!

Política Fiscal - Pacote medidas microeconômicas fomentar o crescimento

1 – Regularização tributária

Pessoas físicas ou jurídicas poderão refinarciar dívidas tributárias vencidas até 30 de novembro de 2016. Os débitos poderão ser parcelados conforme situação e opção escolhida/possível. O interessado precisará comprovar a desistência expressa de ações judiciais contra as dívidas.

2 – Incentivo ao crédito imobiliário

A regulamentação da Letra Imobiliária Garantida (LIG) busca aumentar a oferta de crédito de longo prazo para a construção civil. A medida será levada a consulta pública em janeiro de 2017 e submetida ao Conselho Monetário Nacional (CMN) para posterior resolução.

3 – Redução do *spread* / Aperfeiçoamento do cadastro positivo

Será criada uma plataforma para registrar ativos financeiros usados como garantia para operações de crédito. Esse ambiente vai centralizar registro de duplicatas mercantis, recebíveis de cartão de crédito e outros. Aumenta a segurança dos credores nas operações de desconto de recebíveis, o que amplia a oferta de crédito às pequenas e médias empresas e reduz a taxa de juros para elas. O governo também anunciou o aperfeiçoamento do Cadastro Positivo (cadastro de bons pagadores), cuja adesão passa a ser automática e a exclusão a depender de manifestação.

4 – Cartões de crédito

Por meio de uma medida provisória, o governo vai permitir que lojistas estabeleçam preços diferentes de acordo com a forma de pagamento (dinheiro, boleto, cartão de débito e crédito). Tal prática é proibida atualmente, o que impede a compra com desconto na forma mais vantajosa para o consumidor. O governo também quer a redução do prazo para o lojista receber o pagamento ou do custo do crédito rotativo. Outra iniciativa relativa a cartões de crédito é a determinação de que máquinas de cobrança sejam compatíveis com todas as bandeiras.

5 – Desburocratização

Prevê a simplificação do pagamento de obrigações trabalhistas, previdenciárias e tributárias decorrentes da relação de trabalho. O governo também vai unificar a prestação de informações contábeis e tributárias e instituir a nota fiscal de serviços eletrônicos em todos os municípios.

6 – Melhoria de gestão

O Sistema Nacional de Gestão de Informações Territoriais (Sinter) vai integrar cartórios de registros e de uso compartilhado por diversos órgãos da administração pública. O objetivo é reduzir o custo na obtenção de informações sobre bens imóveis e imóveis, títulos e documentos.

7 – Competitividade e comércio exterior

O governo vai expandir o Portal Único do Comércio Exterior para consolidar o encaminhamento de todos os documentos e dados exigidos para importação e exportação. A medida deve reduzir em 40% o tempo de procedimentos.

Política Fiscal - Pacote medidas microeconômicas fomentar o crescimento

8 – BNDES - Acesso ao crédito e renegociação de dívidas

Será ampliado de R\$ 90 milhões para R\$ 300 milhões o limite de faturamento para micro, pequenas e médias empresas. Aumento da participação máxima para projetos de investimento e aquisição de máquinas e equipamentos. Refinanciamento e renegociação de dívidas com TJLP de saldos vencidos e a vencer de linhas do BNDES.

9 – Extinção gradual da multa de 10% sobre o FGTS /Distribuição resultados FGTS

O governo federal vai propor, em projeto de lei complementar, a extinção gradual da multa de 10% sobre o saldo do FGTS em casos de demissão sem justa causa. A redução seria de um ponto percentual a cada ano. Outra medida é distribuir 50% do lucro do FGTS na conta dos trabalhadores.

10 – Microcrédito produtivo

Medida de incentivo à economia para ampliar o limite no enquadramento do microcrédito produtivo de R\$ 120 mil para R\$ 360 mil do faturamento do ano. Também serão alteradas regras operacionais para facilitar a concessão.

Parabéns! De fato, uma bela iniciativa, porém duas observações são importantes: (i) várias medidas tem conotação de alívio momentâneo e não propriamente de fomento ao crescimento (a bem da verdade ao menos evita maiores quebradeiras) e (ii) outras medidas (para os não residentes beirará a incredulidade) atacam o problema pela metade (com o benefício de que pelo menos os enfrentam) – como Cadastro Positivo, simplificação do pagamento de obrigações trabalhistas, previdenciárias e tributárias decorrentes da relação de trabalho e a questão do FGTS (Fundo de garantia por Tempo de Serviço) – não a extinção da multa de 10% e/ou a distribuição dos resultados do FGTS, mas sim o próprio FGTS!

Não tem importância, já é um início!!!

Conjuntura Internacional

Em um rápido resumo do que acontece pelo mundo, em especial na Europa e na Ásia, temos a seguinte figura para o último mês de 2016:

- ✓ PMI Composto da Alemanha subiu para 55,2 em DEZ – maior nível em 5 meses, enquanto que seu PMI Industrial subiu a 55,6 em DEZ, o maior nível em quase três anos
- ✓ Taxa de desemprego na Alemanha permanece em 6%
- ✓ PMI Industrial do Reino Unido subiu a 56,1 em DEZ – o maior nível em dois anos
- ✓ Zona do Euro:
 - PMI Composto avançou a 54,4 – maior nível em 67 meses
 - PMI Industrial subiu a 54,9 em DEZ – o maior nível desde ABR/11
- ✓ PMI Industrial do Japão subiu a 52,4 em DEZ frente aos 51,3 de NOV
- ✓ PMI Serviços da Índia subiu a 46,8 em DEZ, mas indica contração pelo 2º mês consecutivo
- ✓ China :
 - PMI Serviços recuou a 54,5 em DEZ de 54,7 em NOV
 - PMI Industrial caiu para 51,4 em DEZ frente a 51,7 em NOV
 - PBOC injetou 733 Bi de Yuans em liquidez no Sistema Financeiro em DEZ

A avaliação do que vem pela frente não exige muito, mas apenas um atento acompanhamento do que ocorre nas regiões. Na Europa, parece claro que as ações do Banco Central Europeu - BCE continuarão em 2017 (talvez uma parada estratégica no meio do ano para se reavaliar seu *Quantitative Easing*). A situação dos bancos italianos e uma nova crise para Grécia não estão descartadas, muito pelo contrário. A efetivação do *BREXIT* e as eleições em países importantes com inclinação aos partidos de direita chacoalharão o velho continente. Na China as coisas não vão bem, mesmo. Agora, além das inúmeras dificuldades com sua economia, as tensões tendem a se avolumar com Donald Trump na presidência dos EUA.

Neste tocante, será importante acompanhar as reações da China a questões internacionais de política externa, notadamente em relação ao novo equilíbrio que Trump Presidente irá impor nas relações entre EUA e China – este fato associado ao potencial de que uma economia em desaquecimento pode representar tensões sociais internas (apesar do regime fechado). Além de Trump, pairam problemas também com Taiwan e a Coreia do Norte – ambos virtualmente “radioativos”, e um problema desses para a China será um problema enorme para o mundo.

Conjuntura Internacional

Nos EUA a eleição de Donald Trump alinhada com sua maioria no Congresso robustece ainda mais a factibilidade de suas promessas de campanha. O republicano Paul Ryan será reeleito como presidente da Câmara dos Representantes dos Estados Unidos, e assim será líder da Casa na qual os republicanos terão 241 assentos contra 194 que serão ocupados pelos democratas. Esta situação de controle do Legislativo e do Executivo não ocorre desde 2007.

Com a maioria, Câmara e Senado dominados pelo partido republicano, o novo Congresso promete desmantelar muito do que seria o legado da administração Obama. Para começar, uma nova agenda inclui cortes de impostos, rejeição de novas leis e revogação do projeto de saúde implementado durante o governo de Barack Obama (Obamacare). A promessa do Partido Republicano, agora aparadas as arestas com inúmeros desentendimentos durante a campanha presidencial, é a de fazer do governo americano uma força "ainda mais poderosa" na economia.

O pacote que parece estar a caminho contempla dois pontos importantes: (i) diminuição de impostos atualmente em 35% para 20% ou 15% e (ii) um imposto—ajustado de fronteira típico de regimes de valor agregado (*value-added-tax – VAT*), mas incomum como imposto de empresas. A ideia subjacente parece ser que o VAT daria tratamento distinto para compras domésticas e importadas, e incentivaria as exportações. Às empresas não seriam permitido deduzir-se custos com bens importados de sua renda tributável, mas em contrapartida suas receitas de exportações também não seriam taxadas...muita especulação, mas a fonte de tudo isso seria melhorar a balança comercial dos EUA. A ideia de se implementar instrumentos de política fiscal como forma de “aumentar competitividade comercial” remonta os dias de Keynes...não soava bem então, menos ainda hoje em dia, em especial nos EUA e sob administração de republicanos.

Entretanto, várias são as ações que serão implementadas neste novo momento da vida americana em inúmeros segmentos de sua sociedade, e boa parte delas parece mesmo alinhada em fazer a América grande de novo e em sua maioria são bem distintas do que era preconizado e implementado pelo partido Democrata. Diante disso e porque os EUA saíram divididos desse pleito, a eleição parece nunca terminar dado que boa parte da população não aceita que mudanças muito significativas estão a caminho. Esta postura espalha-se pelo mundo, e com auxílio da mídia ...não haverá descanso.

É óbvio que mudanças esperadas dessa magnitude nos EUA impactarão, de forma variada, países ao redor do mundo. Por este lado, também estamos bastante otimistas...Trump *republicano* Presidente vai ser bom para o Brasil.

Mercados - Juros

O ano de 2016 foi intenso: *impeachment* da ex-Presidente Dilma, crise fiscal nos Estados brasileiros, maior taxa histórica de desemprego, delações dos executivos da Odebrecht na Operação Lava-Jato, eleições municipais com resultados surpreendentes, ex-Presidente Lula no banco dos réus, Eduardo Cunha (ex-Presidente da Câmara do Deputados) cassado e preso, intervenções dos principais bancos centrais do mundo na economia, atentados terroristas, *BREXIT*, vitória de Donald Trump para presidente dos Estados Unidos, apenas para citar alguns dos acontecimentos de 2016 que tiveram impacto direto nos preços dos ativos – em especial aqui analisados, os juros.

Apesar de todos esses fatos, o ano de 2016 terminou com resultado positivo dos ativos brasileiros. O CDS de cinco anos do País, registrou baixa de cerca de 40% no período, reflexo da mudança de governo e confirmação de uma nova equipe econômica, seguida pela aprovação da PEC do teto dos gastos que estabelece um valor para os gastos públicos vinculados à inflação do ano anterior por um período de 20 anos. Com correlações diretas ou indiretas, com maior ou menor defasagem, os juros tiveram o mesmo movimento, comparando o resultado de fechamento do ano de 2016 com o fechamento de 2015 o DI com vencimento em janeiro de 2021 reduziu mais de 5 pontos percentuais. Esse desempenho refletiu no início do ciclo de afrouxamento monetário pelo Banco Central e também na virada na percepção de risco do investidor em relação ao Brasil após o afastamento provisório e definitivo de Dilma (ilustração no *slide* 16).

Com a recessão econômica e a desaceleração da inflação, o Banco Central, em dezembro, deu prosseguimento ao ciclo de queda de juros. O ano fechou com a Selic em 13,75%. Apesar das críticas (técnica e formalmente infundadas), pois muitos depositam na instituição a responsabilidade pelo crescimento da economia (apesar de seu mandato único de Guardião da Moeda – Conforme Lei 4.595 de 31/12/1964), para o presidente do BACEN, Ilan Goldfajn, a redução da taxa básica deverá ser responsável e sustentável de forma a evitar futuras elevações. A inflação de 2016 surpreendeu a todos, e de modo particular nós da Redwood. No início do ano, as projeções de mercado indicavam IPCA em torno de 7% (nossas projeções em torno de 8%) em 2016, entretanto, ao longo do ano a inflação desacelerou indicando um fechamento ao redor do teto da meta, e para nós as mais recentes projeções apontavam para uma inflação pouco abaixo da meta. Para uma visão geral e não focada, contrária a do BACEN, não há o que comemorar. Existem sim, e não são poucos, aqueles que advogam um “pouco” de inflação para se ter um “pouco” mais de crescimento e emprego. O processo de desinflação custou caro: profunda recessão e desemprego. É o preço que pagamos pela irresponsabilidade da gestão anterior.

Nos EUA o FED, finalmente, deu início a elevação dos juros americanos. Na primeira alta em um ano, os juros subiram para a faixa entre 0,5% e 0,75% contra 0,25% e 0,5%. No comunicado, a instituição sinalizou um ritmo mais acelerado de alta para 2017 citando promessas de Trump para impulsionar o crescimento por cortes de impostos, aumento dos gastos e desregulação. Desde o meio do ano, o FED já vinha cogitando uma nova elevação dos juros diante de números mais positivos da sua economia (em especial o emprego e nem tanto a inflação), mas a decisão foi adiada devido à incerteza gerada pelo *BREXIT*, à lenta recuperação da economia internacional, aos baixos preços do petróleo e às expectativas com os efeitos para a economia mundial da eleição americana. Esta nova postura do FED, bem como as expectativas para o crescimento da economia americana com a nova realidade sob a presidência de Donald Trump, traz de volta as discussões do efeito *Flight to Quality* mundo afora e seus impactos para o Brasil.

Mercados - Juros

Neste novo ambiente, doméstico e internacional, resta avaliar o que se pode esperar da Política Monetária, não somente em termos de tamanho do ajuste dos juros, mas também do ritmo e da intensidade desse ajuste. A análise que passamos a descrever sucintamente, leva sim em consideração a situação da economia como um todo, mas tem em foco o mandato do BACEN, o pressuposto de autonomia operacional, não interferência política nos processo decisório e integridade e honestidade intelectual de seus dirigentes .

Isto posto, a premissa primeira é que, para um regime de metas de inflação (RMI), a possibilidade de redução da taxa de juros básica reside no fato das inflações futuras (expectativas) estarem ancoradas. Mais do que isso, precisam estar ancoradas no *lugar certo* (nosso caso 4,5%aa)! Contudo, expectativas inflacionárias anos a frente não bastam para identificar que estamos na meta, como curiosamente assistimos muitos dizer. É necessário que além de estarmos com a inflação na meta, esta esteja pouco sensível a choques no presente – precisa estar ancorada. Esta avaliação não é muito fácil, mas é com ela que banqueiros centrais sérios trabalham e norteiam (além de um conjunto de outras variáveis, como a do Hiato do Produto comentado) o tamanho e o ritmo de cortes dos juros.

Pois bem, genericamente falando, por qualquer modelo (tome-se a Formula de Taylor como padrão) que se aplique simulações, hoje o Brasil parece ter espaço para um enorme corte na taxa básica de juros e a Função de Reação do BACEN (inclusive por nossos modelos proprietários) claramente mostra esta situação para o horizonte relevante dessa análise. Mas qual será o ritmo? Será mesmo que a inflação futura está mesmo ancorada e podemos apertar o passo no ciclo de cortes de juros? Existe persistência inflacionária que indique parcimônia na condução dessa redução de juros? Estas perguntas precisam ser minimamente respondidas para que não haja retrocesso neste processo – uma frustração agora, seja por reduzir a taxa em excesso ou perder o *timing* pode colocar em risco toda a credibilidade da equipe do BACEN

Assim, para saber se inflações futuras estão ancoradas, modelos tentam testar a sensibilidade de alguns vértices das taxas de inflação implícita em relação as variações mensais de indicadores macroeconômicos relevantes para a trajetória de curto prazo da inflação e política monetária. Em nossas simulações, fizemos alguns ajustes aos modelos tradicionais: simplesmente avaliamos a sensibilidade de alguns vértices das taxas de inflação implícita (obtidas com informações da Taxa a Termo e a NTN-B para cada vértice) em relação ao ocorrido ao longo de várias janelas de análise, tomando como base a expectativa de inflação de 2017 e comparando-as as expectativas de inflação de 2018/19/20/21.

Com esta “inovação” metodológica, pretende-se verificar se há perda de significância estatística na sensibilidade das taxas de inflação a termo em relação a 2017. E outras palavras, não importa se existe um choque externo ou interno (conquanto que este afete o ano de 2017 e **não** afete isoladamente anos adiante), mas que qualquer que seja o efeito, este sensibilizando 2017 promove alterações significativas nos anos seguintes da análise? Limitamos a análise ao vértice de 2021 por razões óbvias de liquidez dos ativos (NTN-Bs), manejo da estrutura a termo de taxas de juros e horizonte de interesse. Por outro lado, estudos mostram que os coeficientes das variações das taxas de inflação implícita perdem significância estatística à medida em que se distanciam da origem e se aproximam das maturidades relacionadas ao estado estacionário da economia.

Mercados - Juros

Correlação (Base 2017) $\rho = \frac{\text{Cov}(X_t, X_{t+n})}{\sigma_t \sigma_{t+n}}$				
	2018	2019	2020	2021
21 dias	-0,4844	-0,6086	-0,3865	-0,2228
63 dias	0,2928	0,0518	-0,1323	-0,1085
126 dias	0,5905	0,4883	0,4637	0,4291
252 dias	0,9426	0,8988	0,8814	0,8804

Beta (Base 2017) $\beta = \frac{\text{Cov}(X_t, X_{t+n})}{\text{Var } X_{t+n}}$				
	2018	2019	2020	2021
21 dias	-1,3763	-1,6774	-1,0216	-0,4900
63 dias	0,4519	0,1130	-0,2873	-0,1579
126 dias	0,5219	0,4028	0,4253	0,4444
252 dias	0,5288	0,4069	0,4056	0,4342

Os quadros ao lado apresentam resultado para duas métricas bem conhecidas, de fácil interpretação, e possivelmente representativas para identificação de ancoragem sob o nosso modelo simplificado e ajustado.

Assim, as informações parecem indicar (desconsideradas as de mais curto prazo) que o processo de ancoragem está a “caminho”. Note que as correlações da expectativa de inflação de 2017 ao longo de todo o ano de 2016 deixa de ser uma forte correlação em 252 dias para, gradualmente, ficar menos correlacionada nos últimos intervalos de observação.

De mesmo modo, o Beta ou aqui assim “entendido” como o arrasto ou a persistência da inflação implícita de 2017 para os demais anos analisados diminui significativamente ao longo das janelas de observação.

Se isso for verdade, resta saber se tecnicamente os integrantes do COPOM estarão “confortáveis” com magnitude e trajetória dos dados – obviamente, com outras variáveis relevantes em análise conjunta.

Nossa avaliação é que a Política Monetária leva algum tempo para promover todos seus efeitos, e que estes ainda não foram totalmente repassados para os dados observados. É claro que estes efeitos podem estar a caminho e que ser mais agressivo no ritmo da redução de juros não iria “prejudicar”. Por outro lado, apressar o passo na redução dos juros e ser surpreendido minaria a credibilidade...e pior, por não esperar muito pouco tempo. Sim, o que os dados sugerem é que em muito pouco tempo o grau de certeza aumentará muito.

Diante disso, acreditamos que a equipe do BACEN optará por ser “conservador” (reduzirá em ritmo maior que o último COPOM, porém menos que as (0,75% a 1%) apostas que aparecem no mercado e de economistas “renomados”. De toda sorte, se o ritmo de cortes da SELIC se mantiver nas próximas reuniões em 0,5% e depois (eventualmente) se reduzirem, ainda assim chegará ao fim do ano com uma taxa básica significativamente mais baixa e em linha com as necessidade da economia como um todo.

No consolidado do mês a curva de juro futura reduziu os prêmios, reflexo da queda do dólar e da expectativa de inflação mais baixa neste ano e nos próximos. O mesmo movimento aconteceu com a curva de cupom de NTN-B. O caminho está dado, mas o governo tem pouco espaço para errar!

Mercados – Juros (curvas mensais e semanais)

Gráfico ETTJ

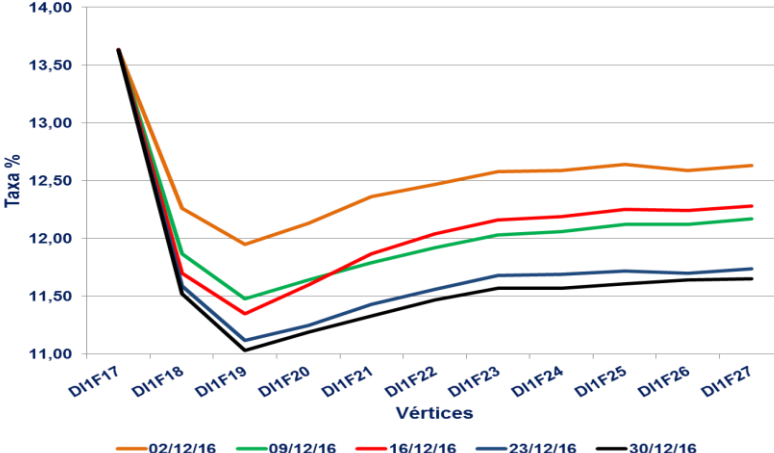
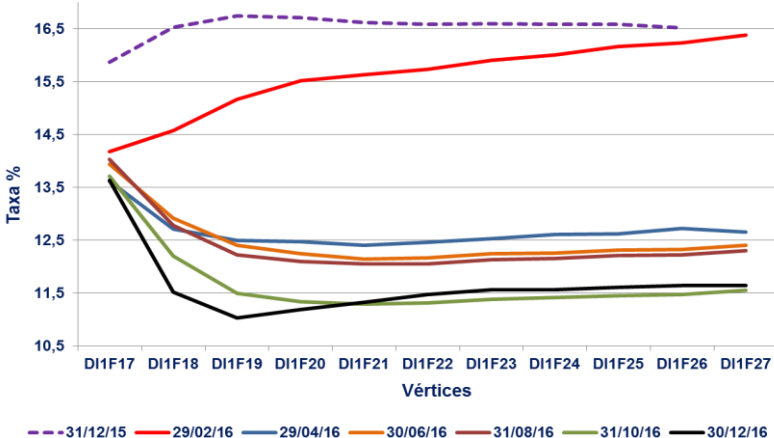
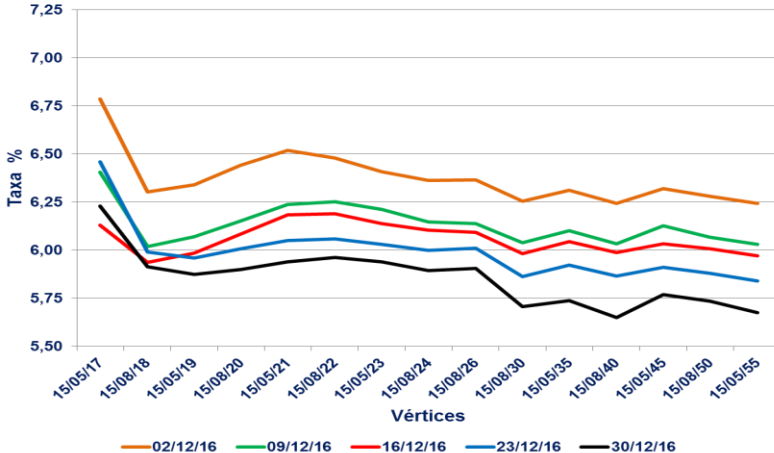
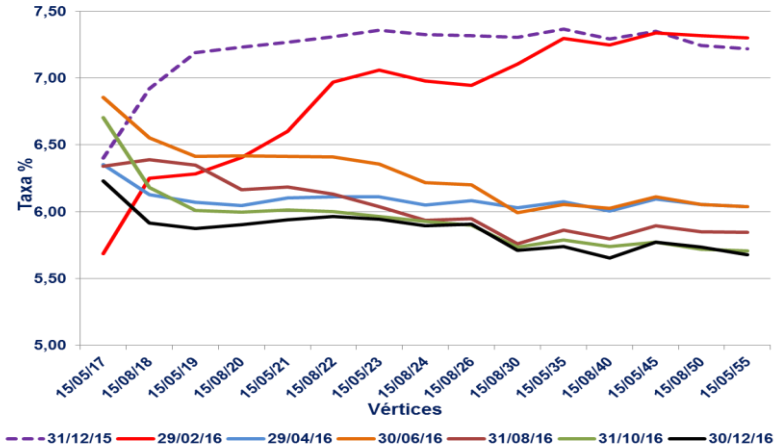


Gráfico (NTN-B)



Mercados - Câmbio

O Dólar iniciou o ano sob tensão. Em janeiro a moeda chegou a ser negociada em R\$ 4,16, maior nível desde a criação do Real. O *impeachment* da Presidente Dilma e a recuperação do preço das *commodities* reverteram a situação. O Dólar fechou 2016 em queda de 16,54% (Ptax venda), na primeira desvalorização da moeda dos Estados Unidos em relação ao Real desde 2010. Foi a maior queda anual desde 2009. O Dólar terminou o último dia de negócios do ano cotado a 3,2591. Em dezembro a queda foi de 4,05%.

Até a conclusão do *impeachment*, o Brasil sofreu as piores perdas de credibilidade em relação a sua economia. A recusa do governo em assumir a gravidade da crise política e econômica sofreu um baque quando a Moody's cortou dois níveis da nota brasileira e passou a classificar o Brasil como *"junk"*. O país perdeu o grau de investimento e com ele a credibilidade, houve deterioração do preço dos ativos e um forte fluxo de saída de capital.

Em meio a esse cenário bastante conturbado, o Banco Central atuou pesadamente no mercado de câmbio ao longo de 2016, sobretudo por meio dos leilões de *swaps*, seja o tradicional ou o reverso – a depender do humor e avaliação do “analista de plantão”. A última intervenção do BACEN foi em 13 de dezembro, por meio de leilão de linha – venda de Dólares com compromisso de recompra. O estoque total de *swaps* equivale a US\$ 26,6 bilhões, segundo dados do BACEN. De acordo com a instituição o objetivo das intervenções foi reduzir a volatilidade e não delimitar um preço justo para a moeda – em outras palavras, trata-se de uma flutuação suja. Mesmo com as interferências, sempre questionáveis, uma coisa é certa: a credibilidade do BACEN foi retomada com a entrada de Ilan Goldfajn que assumiu a presidência de uma instituição desacreditada com um histórico de erros (por todos os lados) cometidos pelo seu antecessor. O ponto inequívoco é: sua credibilidade poderá e vai aumentar ainda mais (pois este é seu lado mais “frágil” até o momento) se levar a cabo que de fato acredita em um câmbio verdadeiramente flutuante. Ilan Goldfajn e sua equipe conquistaram tamanha credibilidade que este “lapso momentâneo” fica ofuscado.

Para o próximo ano, considerando a permanência de Temer no governo e a aprovação das reformas essenciais pode-se trabalhar com a valorização do Real. A expectativa é de redução do risco país com uma eventual melhora no *rating* fundamental para a volta do investimento. Embora possamos ser afetados com complicações geopolíticas de toda sorte mundo afora, bem como a nova realidade de Donald Trump nos EUA com impactos ainda imprevisíveis caso algumas economias mais correlacionadas à americana não se ajustem à nova situação, os cenários para o câmbio no Brasil é de relativa normalidade. Donald Trump será uma externalidade positiva para o Brasil, em especial para o câmbio (não, não estamos esquecendo a elevação dos juros americanos) – em termos relativos e em especial frente aos BRICs, estaremos em posição de destaque e vantagem. Com a economia mais aberta e o comércio mais intenso, a política cambial poderá ser menos intervencionista.

Desculpe, mas estamos torcendo para o “analista de plantão” perder seu emprego.

Mercados - Bolsa

O Brasil iniciou o ano com uma perspectiva bastante adversa do ponto de vista fiscal, com investidores questionando a própria solvência do país. Este questionamento perdeu força após a troca de governo. A agenda da nova equipe econômica deu foco a limitação do crescimento dos gastos públicos além de medidas para reequilibrar as contas públicas. Os números do chamado *kit Brasil* (compra de Bolsa, venda de Dólar e Juros) demonstraram isso. O Ibovespa fechou 2016 com alta de 38,94%, foi a primeira valorização anual desde 2012 e a maior desde 2009. No mês de dezembro, porém, o índice caiu 2,71% com saída de recursos dos investidores estrangeiros. Uma coisa tem a ver com a outra? Difícil correlacionar, mas algumas ações se mostravam subvalorizadas...e várias delas quando ajustada ao risco não se mostravam atrativas.

Entre as principais influências no mercado de ações deste ano destacou-se o cenário político, as incertezas em relação ao cenário externo e a trajetória dos preços das *commodities*. A Bolsa é fortemente influenciada pelos mercados de *commodities*. Com peso importante na composição do Ibovespa, as ações da Vale e da Petrobras terminaram o ano com forte valorização e ajudaram a puxar o índice para cima. Houve uma mudança de governança das empresas estatais, após a saída da Presidente Dilma, como a Eletrobrás, Banco do Brasil e a própria Petrobras, com critérios mais técnicos, buscando mais eficiência e resultados, e menos critérios políticos. Isso sim tem impactos direto e positivo no valor e, em regra, nos preços das empresas.

Apesar das perspectivas para 2017 serem positivas, não se espera uma alta tão forte. Há incertezas quanto ao cenário externo que podem trazer grandes volatilidades para o mercado acionário: desde a reorganização do mundo em um “novo normal” com o governo de Donald Trump, o eventual fim da União Europeia como a conhecemos ou simplesmente o *Unknown Known*, o famoso termo do ex-Secretário de Defesa Americano Donald Rumsfeld, significando “*algo que você pensa que sabe que de fato você não sabia*”. Mas no fundo mesmo e bem menos confuso é o nosso cenário interno que ainda é bastante desafiador. Pelo lado positivo, a desaceleração da inflação, a possível intensificação no ritmo de corte de juros pelo BACEN e a manutenção das ações de incentivo à economia estudadas pelo governo de Michel Temer podem impulsionar a alta das ações.

De toda sorte, pela análise fundamentalista e de valor das empresas neste momento, quando se analisa o Ibovespa como “média” representativa das empresas, não existe *upside* quando ajustado ao risco em especial para investidores domésticos. O mesmo não pode se afirmar, neste momento, para investidores cujos recursos são acompanhados em Dólares.

Por fim e não menos importante, 2017 será mais um ano em que a *expertise* dos gestores será fundamental para aqueles que acreditam em modelos de escolhas seletivas de ações. A habilidade de se saber identificar setores, empresas x ciclos econômicos, valor intrínseco, e a aposta e identificação de ineficiência do mercado (notadamente pelos efeitos diretos e indiretos da crise), pontual ou não, poderá ser um diferenciador importantíssimo.



Comentário Mensal da Gestão

DEZEMBRO 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

www.planner.com.br