


MAIO - 2020

CARTA MENSAL

PLANNER REDWOOD ASSET MANAGEMENT

planner 

Redwood

**“The function of economic forecasting is to make astrology look respectable”
“A função da previsão econômica é fazer a astrologia parecer respeitável” – (Tradução Livre)
John Kenneth Galbraith - Economista e filósofo americano**

O número de mortos no Brasil pelo Covid-19 chega à casa dos 30 mil. Enquanto isso, a tríplice aliança das crises (saúde, econômica e política) avança desenfreadamente, sob os auspícios de nossos governantes e ao arripio e espancamento do povo brasileiro. Instituições se digladiam. A Justiça nunca esteve tão “cega”, o Legislativo avança com suas sanhas em pautas-bombas, e o Executivo, na figura do Comandante em Chefe, falha miseravelmente com um mínimo de liderança. Um momento triste de nossa história, que poderia ter sido utilizado como oportunidade de união e força, mas que se retroalimenta diariamente e caminha para um desfecho, se sem alteração de curso, nas três crises, para o caos social.

O falso dilema entre economia e saúde (vidas!) não parece ter sido entendido até agora. Entre o *lockdown* (pretensamente total proteção às vidas) e nenhuma restrição de mobilidade (supostamente

economia funcionando), não conseguimos transitar com um plano adequado e eficiente para cada situação, dada a heterogeneidade de cada cidade e Estado. Falta-nos um plano e diretriz unificados ([Covid-19 e PIB: Trade-off de vida ou morte](#)), porém ajustável a cada ente da federação. Falta-nos unicidade de tratamento para a devida cooperação, colaboração e comunicação entre os Estados e a União – independentemente da correta autonomia dos Estados e Municípios. Esse afastamento promove a desorientação, lança-nos no terreno cediço, ainda que com as melhores intenções e planejamentos isolados, do imponderável processo de tentativa e erro.

A verdade nua e crua é que o PIB vai colapsar, dada a forma que reagimos até agora, sobretudo frente ao

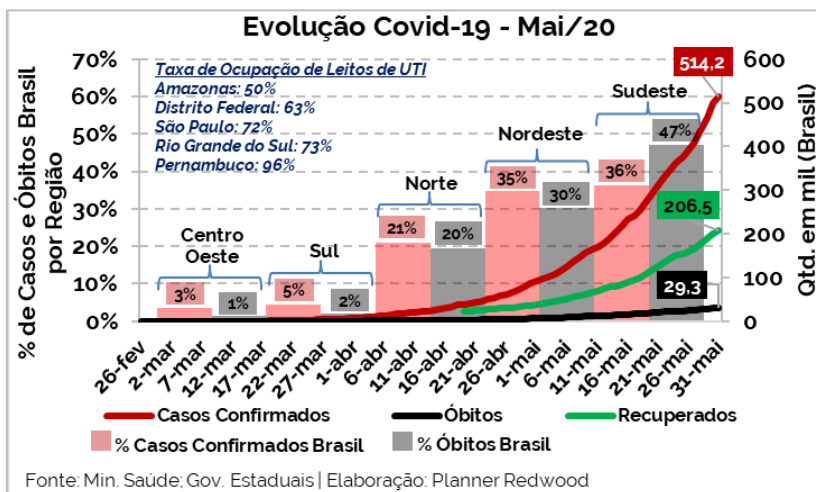
resto do mundo (inclusive os EUA, espécie de “espelho” para Bolsonaro). Contudo, muito pior será a reabertura da economia se em ambiente prematuro para tanto, isto é, sob condições insuficientes que não garantam o ressurgimento da doença em níveis ainda maiores. Isso vale dizer que, em tal hipótese, teríamos de voltar às restrições de mobilidade, tornando ainda mais penosa a nossa recuperação econômica. Nossa situação econômica já apresentava sinais de menos exuberância ao início desse surto, mas as condições atuais estão profundamente agravadas. Não podemos errar agora, e muito menos na retomada da agenda liberal assim que nos livrarmos do Coronavírus.

Queremos muito voltar ao sonhado momento de

crescimento econômico e geração de empregos e renda que despontava, ainda que timidamente, em nossos cenários. Todavia, não estamos entre o *Free to Choose* (livro e série de TV de Milton Friedman/1980 – defende princípios de livre mercado – que

queremos!) e o *Courage to Act* (livro de Ben Bernanke/2015 – memórias da crise de 2008 em que esteve à frente do FED com forte intervenção), não. Estamos diante de uma *obrigação* do Estado de agir (e agir fortemente!) não pela similaridade da crise de 2008, mas pela sua imposição e cerceamento de atividades econômicas (necessárias epidemiologicamente).

Não há mais tempo a perder no enfrentamento dessa crise múltipla. O tempo joga contra em cada uma delas, e potencializa seus efeitos. Entretanto, enquanto os prognósticos, em especial os econômicos, são difíceis de se acertar em situação normal, não parece muito desafiador apontar os rumos de nossa economia diante desse quadro. Pena. E, sim, a astrologia é respeitável!



O mercado financeiro nos últimos dois meses apresentou rentabilidade "excepcional" se comparada com desempenho da economia. Faz sentido? Sim. O mercado financeiro sempre olha para frente na tentativa de compreender o que está por vir. Com isso, antecipa movimentos e precifica, quase que em regra e em momentos de maior estresse, exageradamente. Isso ocorre continuamente e, quando se tem melhor compreensão dos cenários, corrige os preços – podendo, inclusive, exagerar nessa volta. O fato é que, no longo prazo, esse descolamento da "realidade" e a própria volatilidade tendem a diminuir. Assim, o Ibovespa subiu 8,57% em maio, reduzindo ainda mais a queda anual para 24,42%. No movimento dos juros, os vértices tiveram oscilações menores em maio em relação a abril, sendo a diferença entre a máxima e a mínima situada em 0,535 e 1,19 pontos para DI1F21 e DI1F25, respectivamente. O DI1F21 terminou o mês em 2,30%, praticamente em sua mínima de 2,29%, e o DI1F25 reduziu-se a 5,97%. O risco Brasil, medido pelo CDS de 5 anos, trilhou o mesmo caminho, e recuou a 286,18 pontos, uma redução de mais de 20 pontos que pode ter influenciado no arrefecimento da escalada do Dólar (Ptax venda), que encerrou o mês a R\$ 5,426 – praticamente o mesmo valor de abril R\$ 5,427 – mas atingindo máxima de R\$ 5,969.

O lado real da economia mostrou nos números do 1º TRI (-1,5%), com apenas parte dos efeitos da Covid-19, o que está por vir notadamente no 2º TRI. Será um desastre, algo como -10%, mas que se espera seja o fundo do poço. Previsões de LP são puro *wishful thinking*, porque de fato dependeremos fundamentalmente da evolução da doença ou mesmo de uma vacina e, claro, da reabertura consistente da economia, dentre outros. Contudo, ajustando nossas hipóteses de probabilidades, ganha terreno o cenário que denominamos de mais adverso, onde o desempenho da economia tenderia para uma queda em torno de 7%. Nessa hipótese, a taxa de

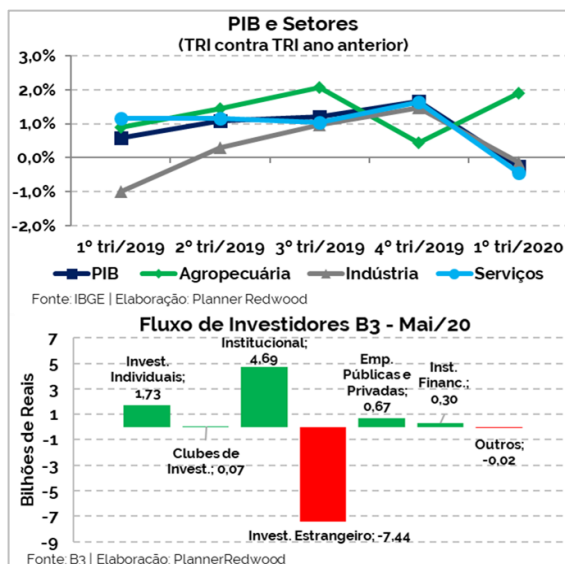
desemprego avançaria para a média de 15,5% em Dez/20.

As promessas de disciplina fiscal, marca registrada do governo sob a batuta de Paulo Guedes, são monitoradas com lupa. O profundo impacto da triplice crise impôs o arquivamento, ainda que momentâneo, da agenda reformista. Investidores estrangeiros saem em massa dos mercados de ações e de títulos do Brasil (mas teve contrapartida de brasileiros que passaram a buscar ativos de maior rendimento), receando descontrole das contas públicas. Não para menos, com um cenário mais sombrio para o PIB deste ano e o prolongamento da crise, medidas adicionais de proteção e/ou extensão do

benefício emergencial, com sérias perspectivas de perpetuação do gasto (renda mínima), entram definitivamente no radar. Não se sabe o tamanho dessa conta, mas estima-se que com a queda do PIB e os aumentos significativos dos gastos, chegaremos facilmente a 100% na relação Dívida Bruta/PIB. Assusta a real viabilidade de pagar essa conta, ao tempo em que nossa única âncora fiscal, o Teto dos Gastos,

é colocada em xeque. Essa pauta social, justa diante da certeza que sairemos mais pobres dessa crise, será endereçada pelo Executivo ou o Legislativo – tanto melhor se capitaneada pelo Executivo, para assim coordenar o "possível" (uma transitoriedade para níveis sustentáveis nas contas públicas), vislumbrando, de forma conjunta, o que pode vir das reformas adiante. Essa incerteza afasta investidores estrangeiros. É o custo de não termos feito o dever de casa (reformas)... pagaremos um preço alto!

Embora o Brasil tenha relegado as reformas fundamentais em enésimo plano durante anos (no atual governo avançou-se exclusivamente na Previdenciária), a política monetária, por sua vez, tem entregue minimamente o que se propõe, notadamente pelo mandato único do BACEN. Inflação está "sob controle" e temos taxas de juros na mínima histórica, com efeitos



importantíssimos para a economia. Mas será que o mérito é totalmente da autoridade monetária? Em boa parte, sim, mas os reflexos da demanda agregada reduzida impacta bastante nos níveis de preço. De toda sorte, a condução é boa, e sobretudo razoavelmente transparente, o que nos faz acreditar no que o BACEN fará na sequência (não necessariamente o que achamos deveria fazer): baixará a SELIC de novo. O novo corte dependerá fundamentalmente das expectativas da inflação para este ano e o próximo, ambas abaixo da meta – mesmo com os prováveis impactos do câmbio (*pass-through*). Aliás, na política cambial, chega a ser constrangedora a situação

quando se indaga o BACEN a respeito. Agora se diz que interfere quando se detecta Gap (lacuna) de liquidez... melhorou, pois não falam mais que tentam controlar a volatilidade. Enfim, bom que o câmbio é “flutuante” e, neste momento com essa depreciação, o setor de *commodities* e agropecuário agradecem, pois além de terem alta produtividade por competência, veem seus resultados (exportações) alavancados pela maior

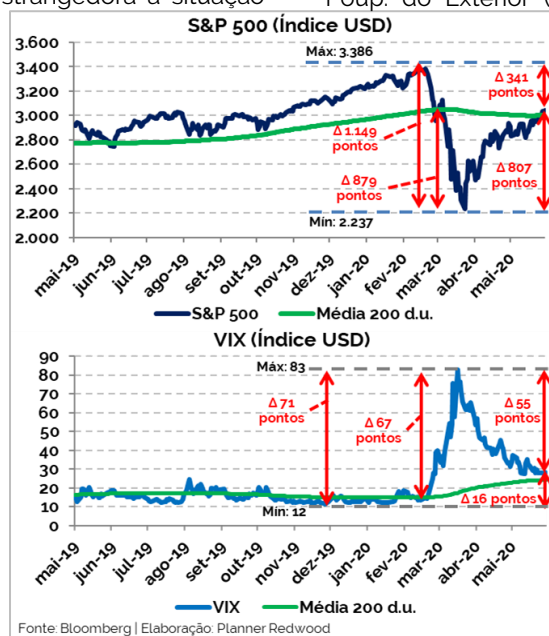
competitividade do câmbio desvalorizado. Contudo, com o arrefecimento da tríplice crise que vivemos, seus efeitos no câmbio serão atenuados e, continuando com o câmbio “flutuante”, teremos cotações mais baixas brevemente.

Nas finanças, portanto, dados os entendimentos acima, poderemos ver movimentos teoricamente contraintuitivos (em W), com “exuberância” nos mercados financeiros *vis-à-vis* a economia, com recuperação de preços (caiu muito) favorecido, inclusive, pelo exterior, e menor impacto do risco político no curto prazo. Indicadores mais representativos de uma economia (como o S&P 500), também estão sujeitos a movimentos dessa natureza, sobretudo pela ação do FED ao encharcar de liquidez o sistema. Em verdade, ao socorrer a economia atenuando efeitos da crise, ainda que no curto prazo (CP), o mercado reagiria em tempo da retomada da

economia. Não é para qualquer economia/país, basta ver os resultados da retomada da economia da crise de 2008 e seus sucessivos *Quantitative Easing* e outros instrumentos exigidos... alguns quebram!

Outra forma de ver esse “fenômeno”, ainda sob eterna avaliação de que poupança deve ser igual a investimentos (S=I, várias vezes aqui discutida), em curso nos EUA e talvez *aplicável* no Brasil, seria pela equação de lucro de Kalecki, que traduz o lucro das empresas (LE). De forma agregada, LE é função de Investimentos (I) + Dividendos (D) – Poup. Doméstica (PD) – Poup. Gov (PG). – Poup. do Exterior (PE). Assim, (I + D) despencarão, PD

aumentará, PE (entende-se como inverso do déficit em conta corrente); e PG será um déficit do governo de aproximadamente USD 4 Trilhões!... tão gigante quanto as reduções previstas. Com a baixa propensão a poupar dos americanos, o S&P500 “já precificou” a recuperação dos lucros das empresas adiante. Será mesmo? Basta o governo gastar? Não... mas ajuda economia e finanças no CP... S&P500 recuperou 70% de sua máxima recente e 92% de sua média de





200 dias. Incontestável, como de resto temos visto por aqui. Todavia, um desarranjo adicional em nossas contas públicas de forma permanente, trará o fantasma da viabilidade do financiamento de nossa dívida pública e, com isso, adeus a fundamental poupança externa!

No mundo, países da Europa, China e EUA, iniciam sua transição para um “novo normal”. Em todos pairam ainda os temores do ressurgimento do surto, mas julgam adequado e oportuno o momento para reabertura econômica. A China vem com nova rodada de estímulos, disponibilizando USD 56 bi para compras de “dívidas qualificadas” para pequenas e médias empresas. Porém, a constatação inequívoca é que os países voltarão seu olhar para si. A dependência da China escancarou essa fragilidade. Consequência: a globalização como a conhecemos está em xeque. A se verificar.

DISCLAIMER

Este material foi preparado pela Redwood Administração de Recursos LTDA (Redwood) e tem propósito exclusivamente informativo, não se constituindo em recomendação de investimento, oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários ou qualquer instrumento financeiro. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente, e pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados, sem aviso prévio. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível recolhida a partir de fontes públicas, oficiais ou críveis, as quais acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e, nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros, e mesmo tendo tomado todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas não sejam falsas ou enganosas, a Redwood não se responsabiliza pela sua exatidão ou abrangência. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. A Redwood não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização da Redwood.



planner 

Redwood

Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3900 - 10º andar
São Paulo - SP | CEP 04538-132
+55 (11) 2172.2600
planner.com.br