

A low-angle, upward-looking photograph of several modern skyscrapers with glass facades. The buildings are set against a pale, overcast sky. A large, semi-transparent red rectangular area is overlaid on the right side of the image, partially covering the buildings. The text is positioned within this red area.

CARTA MENSAL

OUTUBRO 2021

Redwood

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

“O desprezo é a borracha da memória”. Ditado popular.

Com um Presidente “nacional populista” e um governo repleto de improvisos e puxadinhos, apertou-se o “botão do pânico” e o vale-tudo instaurou-se na dicotomia da “responsabilidade social X responsabilidade econômica”. O conflito distributivo está dado, em um regime onde a conciliação passa, necessariamente, pela redução de gastos e orçamento impositivo para “emendas do relator”, mas que encontra as dificuldades de quem está vendido para os que outrora disse que jamais se entregaria: o Centrão. Esse é um custo que, associado a uma incompetência desmedida e obsessão pela reeleição, segue o Mandatário-mor incólume, mas com a população em franco empobrecimento.

Se o Brasil se torna uma calamidade pública em termos de gestão, sendo achincalhado e despudoradamente tratado com meias-verdades, soluções fáceis são procuradas para problemas difíceis. Assim, mais profissionais qualificados (os remanescentes) deixam o governo – notadamente do Ministério da Economia. O Ministro Paulo Guedes, em sobre-esforço para manter-se no cargo, sucumbe aos desígnios do poder e, a exemplo de seu Chefe, abandona princípios em “prol” da responsabilidade social. O motivo? A PEC dos Precatórios ou, em bom nome: Calote. “Sozinho e afogando”, briga com todo mundo, dentro e fora do governo, chamando pessoas de notório saber de “burro”... mas quem é o burro mesmo?

Não parece haver dúvidas que com a possível PEC do Calote e seus propósitos diversos, acaba a última âncora fiscal, formalmente. Isso porque, para o dia-a-dia, assim como a ruptura das instituições, o respeito ao Limite do Teto dos Gastos já foi. Leva a economia ao caos, mas neste caso arrasta os parlamentares (de ambas as Casas) em corresponsabilidade, socializando o problema que, as vésperas de ano eleitoral, não desejam este fardo. Tudo isso em meio a não querer, ou poder, enfrentar os verdadeiros gargalos e/ou imposições inerentes ao toma-lá-dá-cá. Sem

ninguém adequado a substituir Paulo Guedes, o Presidente joga a boia para salvar seu submerso posto Ipiranga.

Trazido novamente à tona, o Ministro ganha fôlego para enfrentar as consequências nefastas no mercado. Sim, este não passa despercebido e precifica com estresse nos ativos a incerteza gerada, com forte volatilidade e desancoragem das expectativas. O BACEN, sob puxão de orelhas de Guedes, também é instado a agir, entenda-se, aumentar juros e intervir no câmbio. Obedece, mas sem sucesso. Sem alívio, a Petrobrás segue com sua política de preços que, associada aos despautérios do governo, alimenta a inflação com aumentos dos combustíveis – um

ciclo vicioso. O Presidente, em mais um ato de retórica política, resgata a improvável privatização da empresa – gesto típico para fugir do problema, mas sem nenhuma possibilidade no curto prazo. Agora é tarde, e a se continuar nessa toada, uma “intervenção” estará a caminho nas métricas de formação de preço. Investidores, atenção! Proteção e oportunidades à vista!



Para refrescar o clima, temos a reunião do G-20 e a COP-26. Alguém que enxerga um palmo à frente do nariz sugeriu ao Presidente não participar da COP-26, e ficar apenas na reunião do G-20. Acertou! Sob a justificativa de preservar-lhe a imagem, livrou-nos de suas potenciais mentiras e falas descuidadas. Nem mesmo o comprometimento das eventuais promessas do Brasil estará sob juízo sem a presença do Comandante-em-Chefe. Não importa, não faz diferença. Isso, entretanto, não nos afasta da pecha de sermos um pária na cena internacional, basta ver nossa interação e interesses de outros países para conosco nas rodas e reuniões havidas durante o G-20.

Por enquanto, o complexo de vira-lata permanece, e o desprezo ao qual somos submetidos internacionalmente não se coaduna com nosso potencial, mas, certamente, passaremos uma borracha nessa parte de nossa história.

O mercado financeiro, em plena rota de precificação da tempestade perfeita que nos atinge, amargou deterioração significativa em todos os segmentos, estando ainda longe de um "estresse pleno". Contudo, é bem possível que o pessimismo seja contido, momentaneamente, com uma pequena parada "técnica" para se avaliar o potencial do estrago e, a depender dos rumos e desdobramentos de cada crise, reprecificar seus ativos. A verdade é que a confiança tem sido "arranhada" cotidianamente, e este é o principal ingrediente para retomada dos negócios e da economia. Entretanto, confiança se perde em poucos atos, mas sua conquista, ou ainda pior, sua reconquista, pode levar muito tempo ou mesmo ser impossível readquiri-la.

Nessa linha, o Ibovespa recuou fortemente mais uma vez nesse mês, variando -6,74% registrando a marca de 103.501 pontos - deixando para trás, definitivamente, seus retornos positivos, amargando -13,04% de recuo no ano. Na ETTJ, a história não foi diferente do mês passado, e os juros subiram por toda a estrutura. Inflação e fiscal dominam os fatores de risco, e impõem novos *spreads*. O DI1F22 terminou o mês

em alta em relação a agosto (7,185%), em 8,376%; e o DI1F25 fechou em 12,34%. Com fechamento de 10,25% em setembro, o DI1F25 avançou 20,4%! As oscilações registradas entre a cotação máxima e a mínima também foram destaques este mês, particularmente para o DI1F25 com 2,93 p.p., e o vértice mais curto DI1F22, com o dobro do mês passado, com 1,47 p.p.. O BACEN, sem saída e sob pressão do próprio governo (embora independente!) e rigorosamente atrás da curva de mercado, reconheceu seu atraso, o novo balanço de riscos e, em especial, para as questões fiscais, sinalizou forte aperto monetário.

O risco Brasil, precificado pelo principal indicador, o CDS de 5 anos, não fez por menos e avançou a 248 pontos - uma alta nada desprezível de mais de 20%, em clara

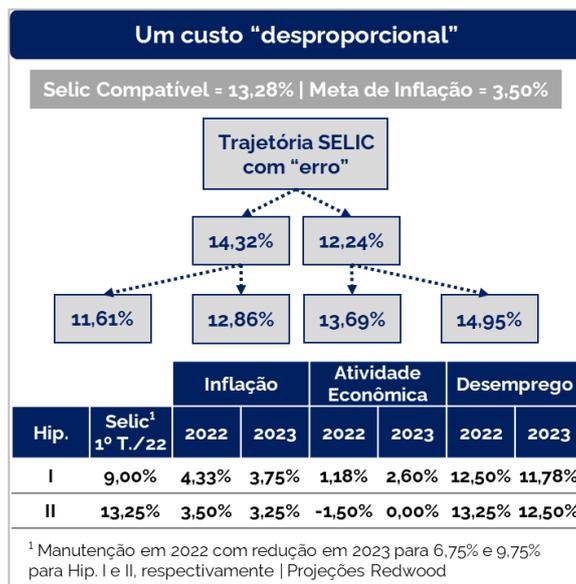
percepção de deterioração do risco-país. O Dólar, como *grande indicador de tendência*, atingiu a cotação de R\$ 5,6430 (Ptax venda), com variação adicional de +3,74% - pelo quarto mês consecutivo em importante desvalorização do Real. De resto, outros ativos também ostentaram forte volatilidade, e tiveram desempenho em linha com o pessimismo e desconfiança registrados acima.

Na economia, os bons indicadores comentados nos últimos meses seguem "surpreendendo", mas não fazem verão. Por quê? Porque a péssima sinalização vem de atos e omissões que indicam provável reversão em futuro próximo. Como o mercado não trabalha com o passado, mas sobretudo expectativas, confrontam-se tendências,

ajustam-se premissas e incorporam-se novos riscos para então se colocar preço.

Na Política Monetária, o BACEN é chamado a atuar, de todas as formas e fortemente. Com um o horizonte realmente relevante que não pode mais ficar circunscrito a 2022, dada as suas "metas secundárias" de atividade e desemprego, enfrenta desafio importante por ter perdido o *timing* de início do aperto monetário e sua intensidade. Um exercício que

realizamos quando da elaboração de nosso último [Cenários](#) (quadro resumo ao lado) mostra, sob algumas hipóteses, o custo de se levar a inflação para o centro da meta ("mandato principal" do BACEN) tendo em vista as demais metas secundárias. Mais do que isso, naquele estudo já atentávamos não somente para o nível final da taxa Selic ao final do 1º TRI 2022, mas também o ritmo para se alcançá-la. O choque de juros era e é fundamental, sobretudo pelos riscos inerentes nas simulações. Contudo, é relevante destacar nestes estudos a diferença entre o que o BACEN deveria fazer e o que de fato ele irá fazer. Aqui reside a verdadeira e mais importante interpretação. Outras análises, como a *função de reação* do BACEN e outros modelos de projeções combinados, auxiliam nesta tarefa, mas não



prescinde de uma simples avaliação de custos (redução da atividade econômica e desemprego em alta) e benefícios (inflação na meta). Não há como apostar que o BACEN levará efetivamente a Selic a patamares em que se possa atingir o centro da meta inflacionária em 2022 e 2023, não. Levará sim a Selic a dois dígitos e possivelmente em torno dos 12%, mas assumirá ficar no intervalo da meta em ambos os anos para não prejudicar suas metas secundárias.

Na Política Cambial, suas intervenções se expandiram e o BACEN não pensará duas vezes em aumentar volume, intensidade, formatos e mercados (*spot, swap, etc.*). Mesmo com a Selic mais alta (esperar-se-ia um Dólar mais baixo), outros componentes que fazem o preço do Dólar não dão trégua e, por enquanto, esta correlação não parece prevalecerá a ponto do Real valorizar-se rumo a sua cotação de Paridade.

Do lado fiscal, o governo comemora alguns indicadores, e os utilizam, inclusive, em benefício próprio em sua chamada responsabilidade social ou, de forma mais pragmática, responsabilidade eleitoral. É justamente neste

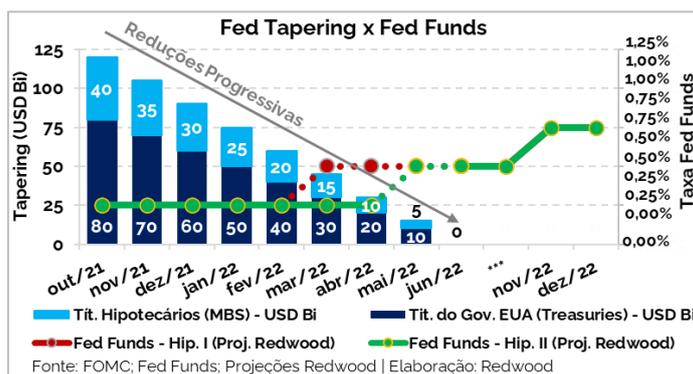
ponto que se alerta para a necessidade de prudência do governo e do Congresso com relação ao aumento permanente de despesas e preservação de receitas. A melhora fiscal recente alardeada pode ser efêmera, pois tem na sua essência o componente inflacionário a auxiliar na arrecadação, mas a política monetária colocará fim a isso de duas maneiras: menos inflação e PIB. Com o furo do Teto de Gastos, desrespeitar um "pouco mais" em ano de eleição e com a "responsabilidade social" no colo, consolida-se o abandono de nossa última âncora fiscal, e com ela a sustentabilidade das contas públicas. A ortodoxia fiscal não pode ser um fim em si mesma, mas porque com ela avançamos em crescimento, emprego e renda, com ônus menor para a política monetária e menor inflação. No curto prazo, entretanto, existe um custo a se pagar, mas muito recompensado no futuro. Essa realidade, que "todos" reconhecem, não será enfrentada neste momento, e

devemos nos preparar e nos ajustar como consumidores, investidores e toda a sociedade em geral, para suas consequências – que são bem conhecidas, mas não necessariamente facilmente gerenciáveis.

Mundo afora os efeitos da crise sanitária aparecem cada vez mais claramente, em especial na cadeia produtiva com reflexos diretos em abastecimentos, e suas consequências, sobretudo, na inflação e redução do ritmo da atividade econômica. Obviamente, este fenômeno tem ocorrido de forma não homogênea entre os países, razão pela qual tem-se evidenciado "defasagem" entre a constatação e reconhecimento dos efeitos e as políticas de contenção. O padrão, contudo, está demonstrado, e favorece a alguns antecipar-se ante a experiência de outros.

Nos EUA, diante dos problemas acima citados,

levarão a cabo enormes pacotes de infraestrutura, mas também tomarão atitudes na correção de rota de seu QE e política monetária. Em nosso quadro-simulação ao lado, colocamos nossas perspectivas de *Tapering* e aumento de juros pelo FED –



bastante distinta do que boa parte do mercado acredita atualmente, mas alicerçado em nossas premissas e cenários para a economia americana. Cabe observar que acreditamos em aumento dos juros antes do término do *Tapering*, ou seja, efeito duplo de retração e não "sincronizado". Como economia "locomotiva" do planeta e um FED como "indicador antecedente" de movimentos de outros BCs, vale análise cuidadosa para melhor "proveito".

Na Europa, os gargalos na oferta, a exemplo dos EUA, também são um importante freio em várias economias do Velho Continente. O BCE, por sua vez, avalia que a perspectiva de inflação para a Zona do Euro no médio prazo segue "contida" e, portanto, não antevê aumento de juros, bem como considera adequado que a autoridade monetária siga apoiando a recuperação econômica. Na China, a retração na economia é um fato, e dado o histórico é provável o auxílio do governo. Os emergentes agradecem.

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.



Redwood

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