

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**

SETEMBRO 2022

# Redwood

---

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

**“Democracy in the contemporary world demands, among other things, an educated and informed people.”**

**“A democracia no mundo contemporâneo exige, entre outras coisas, um povo educado e informado.”**

**Elizabeth Bishop – Poetisa Americana**

Estatística é vida! Está no dia-a-dia de nossa vida pessoal e em vários segmentos da sociedade. Ciência da coleta, organização, descrição, análise e interpretação de dados, se alinha à teoria da probabilidade com o estudo matemático na quantificação da aleatoriedade e incerteza de eventos. Unidas, nos auxiliam a identificar e estimar acontecimentos futuros, mas não tem o condão de acertar tudo. Modelos são baseados em premissas e hipóteses que, se não alinhados às realidades e seus respectivos contextos, os resultados podem ser profundamente distintos. A honestidade intelectual no uso desses modelos precisa imperar sob pena de “desilusões” e descrédito – é uma ferramenta poderosa, não milagrosa.

Nesta linha, uma análise mais detida para as eleições presidenciais do 1º Turno no último dia 02/10/22 se impõe. Estavam as pesquisas certas? Tomemos por exemplo uma das últimas divulgadas em que se analisa os quatro primeiros colocados e se consolida os demais em Outros. Considerando a margem de erro, acertou-se para os Candidatos A, C, e E, enquanto que para o Candidato B parece ter havido desvio significativo. Será mesmo? Ou será que as diferenças encontradas para C, D e E foram decorrentes da migração de votos (em especial de Ciro, com “sinais” possíveis de simpatia à direita e esculacho ao ex-PR e ao PT) que reconhecem-se ocorre majoritariamente no dia da eleição, assim, portanto, impossíveis de serem detectadas nas pesquisas? Pode ser que C, D e E nunca tiveram os percentuais projetados mesmo, e eram todos do Candidato B, mas assim desconsideraríamos o acerto em cheio (de quase todos os institutos de pesquisa) no Candidato A e, também, para os demais, considerando a margem de erro. Se a hipótese de migração de votos for válida, estaríamos diante de um “erro estatístico” imponderável. De um jeito ou de outro, a realidade mostra um desempenho do Candidato B surpreendente: mais de 2x a margem de erro, e a estatística e a probabilidade que podem muito, mas não podem tudo,

ERRO ESTATÍSTICO OU MIGRAÇÃO DE VOTOS?				
Candidatos	Análise	p.p.	Erro (+2)	Erro (-2)
[A] Lula	Pesq. Quaest	49,00	51,00	47,00
	Result. 1º T.	48,43		
	Dif. (p.p.)	-0,57	-2,57	1,43
[B] Bolsonaro	Pesq. Quaest	38,00	40,00	36,00
	Result. 1º T.	43,20		
	Dif. (p.p.)	5,20	3,20	7,20
[C] Tebet	Pesq. Quaest	5,00	7,00	3,00
	Result. 1º T.	4,16		
	Dif. (p.p.)	-0,84	-2,84	1,16
[D] Ciro	Pesq. Quaest	6,00	8,00	4,00
	Result. 1º T.	3,04		
	Dif. (p.p.)	-2,96	-4,96	-0,96
[E] Outros	Pesq. Quaest	2,00	4,00	0,00
	Result. 1º T.	1,17		
	Dif. (p.p.)	-0,83	-2,83	1,17
[F=C+D+E]	Dif. (p.p.)	-4,63	Margem de Erro: 2	

Fonte: Pesquisa Quaest 01/10/22 | Elaboração/Avaliação: Redwood

não tinham como “arbitrar” (com honestidade intelectual) o fenômeno hipotético da eventual migração de votos *ex-ante*.

Enfim, para o Candidato A (o ex-PR) e o Candidato B (atual PR), faltam 1,57pp e 6,8pp (mais um voto para ambos) para vitória em 2º Turno, respectivamente. Se os desafios assim colocados parecem assimétricos, o atual PR parece ganhar *momentum*, reaviva sua equipe e respira em ambiente (tempo de propaganda, debates, etc.) mais favorável, enquanto que para o ex-PR restou certa frustração por não ganhar em 1º Turno. Nesta linha, volta à baila a hipótese da migração de votos: se já ocorreu, o restante (8,37pp) poderia ser mais difícil migrar majoritariamente para o atual PR, dividindo essa parcela com o ex-PR.

Nesta “nova eleição” parece-nos difícil, salvo algum acidente de percurso, que quaisquer dos Candidatos venham a perder votos. Restam, portanto, a luta pelos 8,37pp e o convencimento a reversão dos votos B.A.N.. Foco nas regiões do País serão seletivas e direcionadas para maximizar os votos necessários, mas, em definitivo, sobretudo para o atual PR, terá de ampliar suas alianças e tentar arrefecer seu extremismo. Para o ex-PR o mesmo se aplica, porém a sinalização de sua equipe de Ministros (expl. da Economia) poderá ser um trunfo para se conquistar a “confiança” de setores importantes. Se para o ex-PR necessita conquistar “apenas” 1,57pp, para o atual, se conquistar 50% dos votos de Ciro, precisará de 100% de Outros e 98,8% de Simone Tebet.

O recado (ainda que parcial) das Urnas parece nos dizer que a sociedade brasileira é conservadora, haja vista o CN eleito, mas não “apostou” no “Presidente Conservador” – talvez por seu estilo de gestão. A população “preferiu” votar no ex-PR com todos os seus “predicados” a votar maciçamente no atual PR. Com esse novo CN, se o ex-PR for eleito sua vida não será de fácil convívio, enquanto para o atual PR, um 2º mandato neste perfil poderá ser menos combativo. Teremos prós e contras. O Brasil sairá dividido.

No mercado financeiro, a tensão existe, porém menos do que imaginávamos, em especial pela possibilidade de vitória em primeiro turno do ex-PR, embora essa probabilidade nunca tenha sido majoritária. As perspectivas, segundo declarações do próprio Candidato, pretendem reverter reformas e avanços – sobretudo na economia – que desagradam fortemente o mercado. Mais do que isso, ideias que nos parecem retrocessos importantes com poder brutal de ruptura em diversos segmentos. Talvez por essa baixa probabilidade de se liquidar a fatura no primeiro turno que o mercado não estressou demasiadamente. Por outro lado, dado o desempenho melhor que o esperado para a reeleição

do atual PR, os mercados tendem a melhorar – admitindo-se alguma continuidade e implementação das ideias originais de liberalismo econômico. Assim como um pêndulo, veremos volatilidade neste período até o 2º Turno – ora mais otimista quando notícias forem de continuidade do atual PR, ora nem tanto quando notícias forem para aquele que propõe rompimento com os avanços econômicos desde o governo Temer. O que

poderá suavizar a amplitude desses movimentos pendulares será o caminho, notadamente da esquerda, para indicações de Ministros e integrantes de seu possível governo mais alinhados a uma política menos heterodoxa. Caso isso não aconteça e ainda obtenha vitória no 2º Turno, poderemos ver bruscos movimentos no mercado financeiro.

Desta forma, o Ibovespa fechou o mês com alta muito menor que do mês passado, alcançando os 110.037 mil pontos, ou seja, avanço de apenas 0,47% no mês, o equivalente a uma variação anual de +4,97%. Na estrutura a termo de taxas de juros (ETTJ), as variações também não foram significativas com redução nos principais vértices, sendo que o DI mais curto de 2023 com variação ínfima, saindo de 13,73% para 13,70%, e os DIs 2025 e 2031, vértices

mais longos, reduções um pouco maiores, oscilando de 11,995% para 11,605% e de 12,07% para 11,76%, respectivamente.

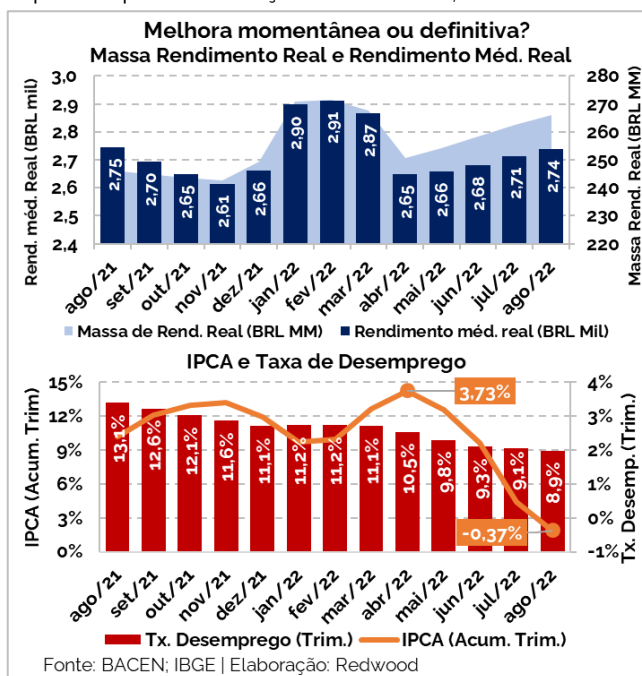
O risco Brasil, precificado pelo principal indicador, o CDS de 5 anos, aqui se destacou por uma oscilação maior frente a demais indicadores, fechou o mês aos 312,28 pontos. De um recuo no mês passado da ordem de 3,4% (9 pontos), subiu mais de 18% - aproximadamente 48,5 pontos. Em linha com o risco Brasil, embora com avanço bem menor, o Dólar encerrou em R\$ 5,4066 contra R\$ 5,179, um acréscimo de R\$ 0,2276. Essas movimentações verificadas em mercado, contudo, alinhado ao diagnóstico do parágrafo anterior,

podem melhorar muito quanto mais chances se identificar a continuidade – de um candidato ou de outro – de se permanecer no rumo das reformas e planos menos intervencionistas.

Isso tudo porque, mesmo às expensas de resultados futuros piores, frente a toda sorte ajustes, a economia dá sinais de melhoras. O quadro ao lado é exemplo dessa “melhora”, mas com o comprometimento da atividade econômica contratada para 2023, este movimento tende

a cessar. A Pnad Contínua ficou dentro das expectativas (8,9%), mas com avanço significativo em relação ao mesmo período do ano passado (13,1%). O Rendimento Médio Real, que apresenta evolução positiva nos últimos trimestres, teve queda de 0,3% em relação ao mesmo período em 2021, mas em contrapartida a Massa de Rendimento Real foi ampliada em aproximadamente 8%

O desempenho doméstico, também, não se destaca – em horizonte relevante - do que ocorre no mundo. Os desdobramentos do cenário macroeconômico internacional, em especial para as economias desenvolvidas, deflagraram pessimismos com apertos monetários, pacotes fiscais de auxílio, subsídios, etc, que terão impactos (ainda que de segunda ordem) por aqui. Associa-se isso aos diversos



estímulos à demanda em curso, ainda mais potencializadas pelas promessas da corrida eleitoral, e temos a receita perfeita para o arrefecimento do "bom momento econômico".

Na Política Monetária, apesar do comportamento declinante da inflação, as perspectivas acima colocam o BACEN em situação delicada na sua postura na política monetária. Não acreditamos em redução da SELIC nem tão cedo (talvez no 2º SEM/23), mesmo com a redução recente da inflação (em Abril 12,1% e Agosto 8,7%, acumulado em 12 meses), pois muito dessa deflação está associada a redução de impostos nos preços administrados (combustíveis, energia, telecomunicações, etc.) e dos preços internacionais do petróleo. Outros preços continuam pressionados (Serviços) e tem reação mais lenta a política monetária. Os preços administrados caíram no período Abr/22 a Ago/22 13,6pp, enquanto que os preços livres variaram +0,3pp.

Na Política Cambial, o ambiente (político) atual é perfeito para levar a mesa de câmbio do BACEN à loucura. Controlar a volatilidade potencial que se avizinha será um desafio (e ao mesmo tempo um "deleite" para quem adora intervenções) para o BACEN. Efeitos de *Flight to Quality* e aversão ao risco Brasil específico pelas eventuais mudanças de paradigmas e rumo econômico são componentes importantíssimos para a autoridade monetária que insiste em ser o "tutor" desse mercado.

Do lado fiscal, apesar do setor público consolidado ter apresentado déficit primário em agosto, os números para o ano continuam agradando – superávit primário de R\$ 120 bi,

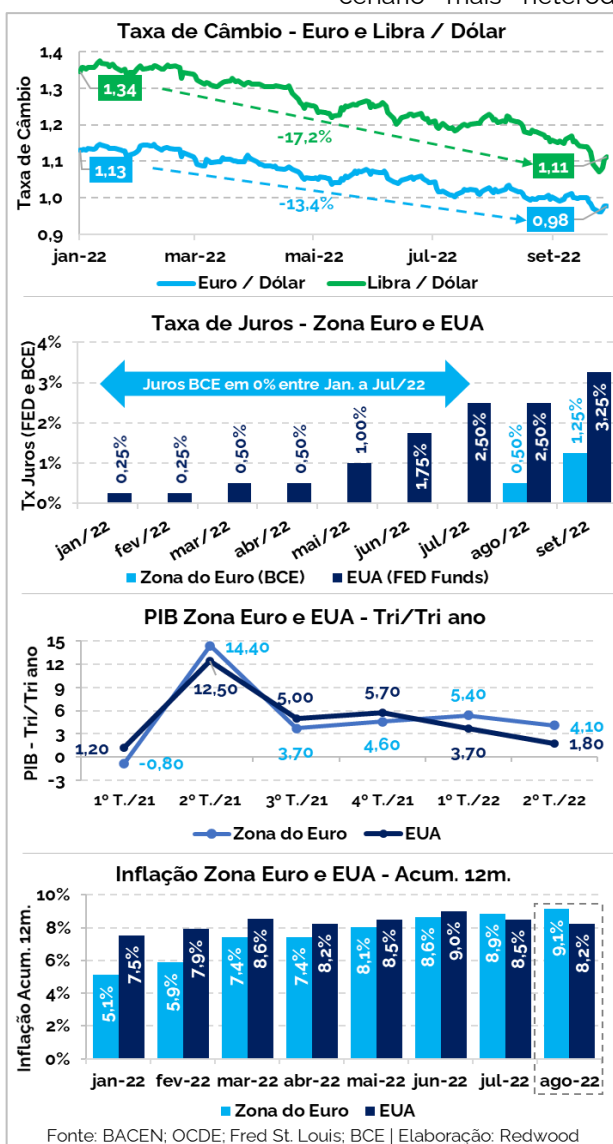
ou 1,89% do PIB. As preocupações, entretanto, recaem na política fiscal a ser implementada pelo próximo governo que – seja qual for, esperamos algum "afrouxamento" do rigor que o Teto de Gastos inaugurou (já "destruído" em parte pelo atual governo). As possíveis mudanças no arcabouço fiscal que imaginamos podem ser alguns poucos ajustes – se continuada a atual política – ou uma total reversão em cenário mais heterodoxo, neste caso, configurando-se

possivelmente nosso maior risco. Não há mais espaço para o Brasil tolerar desequilíbrios fiscais.

Mundo afora, a situação anda complicada de todos os lados. A guerra da Rússia x Ucrânia não parece dar tréguas, pois agora o conflito toma outras proporções: Putin resolveu anexar diversas regiões da Ucrânia à Rússia, e em contrapartida, Zelensky assina pedido de adesão à OTAN. Na China, ainda com problemas da Covid-19 e seus reflexos econômicos, precisou anunciar várias medidas para apoiar seu setor imobiliário: (i) descontos de impostos pagos (compras e vendas de casas) e, (ii) ajustes nas políticas de crédito imobiliário.

Na Zona do Euro (ZE) nada vai bem também. Pacote na Inglaterra chacoalhou a economia e impactou outras da região. A Alemanha também precisou se

movimentar, embora em situação um pouco diferenciada. Contudo, a ZE estremece: CPI anual de 10%! Com taxa de desemprego na casa dos 6,6% o BCE está fadado a iniciar aumentos de juros fortemente (espera-se 0,75% em Out/22). Como nos EUA, apesar do Fed mais rápido no gatilho que o BCE a subir juros, ainda está longe de dominar sua inflação, os gráficos ao lado se justificam plenamente. Não é difícil imaginar quem sairá mais rapidamente dessa situação.



## 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](http://planner.com.br)