

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

NOVEMBRO 2022

Redwood

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

"The right combination is between a free economy and social policy that addresses the needs of society and creates equal opportunity."

"A combinação certa é entre uma economia livre e uma política social que atenda às necessidades da sociedade e crie oportunidades iguais"

Benjamin Netanyahu – Político Israelense

Trinta dias após as eleições presidenciais e o Brasil parece estar em transe. Por um lado, o atual Mandatário "encastelou-se" e não se manifesta à população a respeito do resultado que lhe foi desfavorável (um direito seu?), nem mesmo se "envolve" com as manifestações antidemocráticas de seus apoiadores. Por outro lado, o Presidente-Eleito faz declarações para lá de inapropriadas e, "de propósito" (um direito seu?), estica a corda sem indicar seus principais assessores (futuro Ministro da Economia, por exemplo). Essa tática, nefasta ao país, gera dúvida acerca da futura política econômica e impacta todos os mercados: juros, câmbio e bolsa sofrem. O Brasil sofre.

O maior e principal desafio, por óbvio, são as contas públicas. As promessas de campanha, de modo geral por ambos os lados, foram muito além de nossas possibilidades correntes. Assim, a chamada "bomba fiscal" reside justamente

caso seja levado à efeito todas as promessas. Sem fonte de receitas previamente identificada e em meio ao banimento do Teto de Gastos sem alternativa crível como âncora fiscal, a apreensão geral se justifica. Entretanto, cabe ressaltar que se o filme que se espera é ruim, a foto atual está longe de mesmo prognóstico. Furado e "contornado" o Teto por várias vezes neste governo em cifras estratosféricas, termina o ano com uma Dívida/PIB de 74,3% (estimativa), justamente porque os desembolsos tiveram duração temporária e/ou contaram com aumento de receitas. Não é o que se vê agora. A lista de promessas vai muito além do quadro ao lado, com custos igualmente importantes como a correção do IR até R\$ 5 mil, custos para se zerar a fila do SUS e Vacinação, além de outros fatores de impacto direto no resultado primário.

É claro que as promessas têm, em seu bojo, forte cunho populista, mas ainda assim defensáveis sobretudo pelo seu aspecto social. Assim se estabelece a dicotomia: a economia e o social. Não há o que se discutir (no limite) o que vem primeiro, mas não podemos com isso esquecermos de nossas profundas limitações econômicas e como as consequências de uma política econômica responsável tem reflexos diretos e extremamente positivos no social. Para este ano esperamos um *superávit* fiscal (primeiro desde 2013) e, mesmo com o acréscimo de R\$ 200 no Aux. Brasil e os R\$

150 para crianças de até 6 anos, totalizando R\$ 70bi

(possivelmente compensados por tributação de lucros e dividendos – ideia do atual governo), no ano que vem ainda teríamos um déficit sim, porém muito menor do que se projeta atualmente. Com um gasto extra (PEC da Transição) de R\$ 200bi por quatro anos "acaba" com toda

Principais Promessas Campanha Eleitoral		
Um cobertor curto demais.		
Promessa	Custo aos Cofres Públicos	Observação
I. Auxílios a. Aux. Brasil (R\$ 200 excedentes) b. Aux. Criança até 6 anos (R\$ 150)	a. R\$ 52 bi b. R\$ 18 bi.	Impacto no 1º ano de governo e demais? Total R\$ 70 bi
II. Reajustes a. Funcionalismo Federal 5% b. Salário Mínimo Real 1,4%	a. R\$ 17 bi b. R\$ 12,2 bi.	Impacto perpétuo. Total R\$ 29,2 bi
III. Cortes Pis/Cofins a. Gasolina, Etanol e Gás Natural b. Diesel e Gás de Cozinha	a. R\$ 34,3 bi b. R\$ 18,6 bi.	Alíquotas zeradas. Impacto 100%. Total R\$ 59,2 bi
TOTAL	R\$ 152,1 bi	Impacto momentâneo ou perpétuo exige fonte de recursos.

Fonte: sites diversos | Elaboração e cálculos: Redwood

economia feita com a Reforma da Previdência de dez anos e não somente não estabiliza a Dívida/PIB como a acelera. Será um desastre para o social.

O grupo de trabalho voltado às questões econômicas estruturado pelo Presidente-Eleito é de uma "diversidade" enorme, que em regra pode trazer benefícios por seus diferentes pontos de vista. Contudo, para alguns casos, como entendemos o presente, a heterogeneidade de pensamentos reúne nomes como Pérsio Arida e André L. Resende, mais "liberais", e Guilherme Mello e Nelson Barbosa, mais à esquerda – sendo o primeiro verdadeiramente um "peixe fora d'água" neste meio e o último "fora de tudo". Esperamos que a escolha perdida do "menos pior" para Presidente não se repita para a economia.

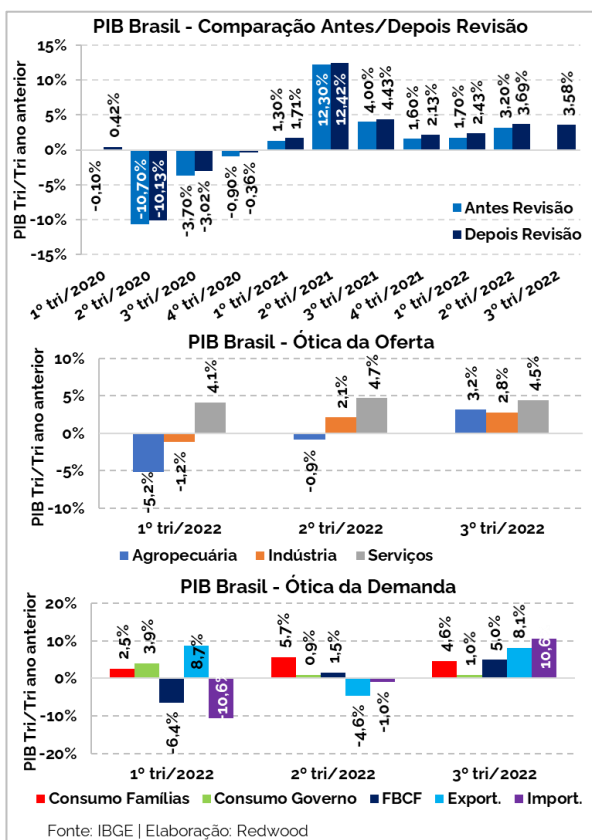
No mercado financeiro, a volatilidade verificada traduz o impasse e o transe político descrito acima. A "demora" na definição dos Ministros impõe incerteza adicional porque a polarização estabelecida indica fortes alterações na condução do país e, até que se concretize essas mudanças, que muito se dará pelo perfil da equipe, o mercado "aguarda" para tomar sua direção. A maior probabilidade, contudo, em nossa opinião, não será de ruptura momentânea, mas de certa continuidade por pelo menos os primeiros meses ou até todo o ano de 2023. Isso porque o Presidente-Eleito precisa cada vez mais pacificar o país, sob pena de não governabilidade imediata. Depois disso, com sua habilidade política e "controle" mais efetivo das forças políticas no Legislativo, Judiciário e outras Instituições importantes, poderá impor suas ideias fundamentais e as promessas de campanha. De toda sorte, investidores, neste caso, terão tempo para analisar o rumo da economia, oportunidades e, consequentemente, seus investimentos – tempo suficiente para reforçar suas convicções e assim permanecer ou não com suas inversões, sem o desespero e o açodamento de eventual desmonte de operações.

Desta forma, o Ibovespa devolve boa parte dos 5,45% de alta do mês passado, fechando em baixa de 3,06% aos 112.486 pontos – e não será diferente desses altos e baixos até que se defina a nova equipe, em especial da área econômica. Na estrutura a termo de taxas de juros (ETTJ), as variações seguem mesma análise. Exceto o DI mais curto que permaneceu praticamente estável no fechamento – saindo de 13,672% para 13,684% - os demais, com vértices para 2025 e 2031, oscilaram positivamente de 11,705% para 13,035% e de 11,68% para 12,63%, respectivamente. Outros vencimentos também apresentaram variações semelhantes.

O risco Brasil, precificado pelo principal indicador, o CDS de 5 anos, continuou seu movimento do mês passado e encerrou o mês em 247,75 pontos, uma redução de aproximadamente 30 pontos, equivalente a novo recuo superior a 10%. Diferente do risco Brasil, o Dólar encerrou o mês não muito distante do fechamento do mês passado (R\$ 5,257) com cotação de R\$ 5,294 - um acréscimo de apenas R\$ 0,037 ou 0,71%. Essas movimentações reforçam o momento de indefinições e expectativas, ficando ao sabor de informações imprecisas que ora provocam entusiasmos, ora preocupações. Resultado: muita volatilidade.

Na economia, a fotografia, como comentada, revela um "quadro positivo". Com recálculo do desempenho da atividade econômica, o PIB melhorou em todos os trimestres desde 2020 e, nos trimestres deste ano, sob as óticas da oferta e da demanda, os resultados são melhores do que o esperado. A inflação segue mesma avaliação e cai este ano, embora acima da meta e com contornos e "manipulações" cujo preço já está sendo cobrado. A taxa de desemprego caiu a 8,3% no TRI terminado em Out/22 contra 12,1% em mesmo período de 2021 – um belo feito! A massa e a renda média real, em mesmo período, também

subiram em 11,5% e 4,7%, com desempenhos significativos. Entretanto, a dinâmica não inspira grandes alegrias, pelo contrário. A desaceleração do PIB ao longo dos TRI/22 (1,3%, 1%, 0,4%) mostra que a contração está, infelizmente, a caminho. Com a política monetária restritiva e o ainda elevado endividamento familiar, combinado com a queda do Índice de Confiança Empresarial/ICE (que caiu 6,7 pontos em novembro ante a outubro, e 3 pontos na média trimestral), esperamos movimentos mais tímidos para estes indicadores. Medidas tomadas pelo governo, para enfrentar a pandemia e no ciclo eleitoral, respondem muito pelos resultados.



Na Política Monetária, também em função das incertezas da nova política econômica (em especial a Fiscal) a ser implementada pelo novo governo, começam a surgir especulações de aumentos da Selic. Como não acreditamos em ruptura no curto e médio prazos, mantemos nossa visão para a Selic (13,75%), contando obviamente com a independência do BACEN e sua gestão técnica, bem como, se necessário, poucos ajustes, sobretudo pela atual potência da política monetária frente a uma liquidez global mais apertada ("uma vantagem"). Longe de um cenário benigno, a inflação deste ano, fora da meta, deve ficar em torno de 6% e, em 2023, dependerá sobretudo das primeiras sinalizações já no início do ano, mas o horizonte relevante da política monetária moveu-se definitivamente para 2024, o que significa Selic alta por todo próximo ano.

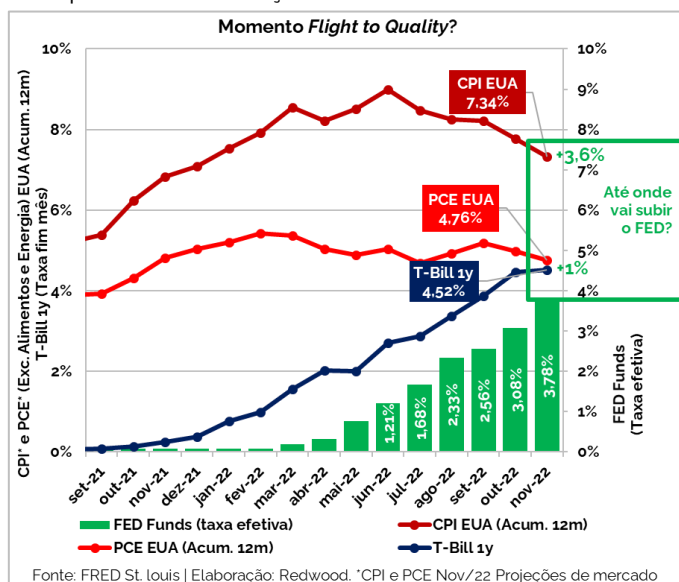
Na Política Cambial, não se espera qualquer mudança no *modus operandi* do BACEN com o novo governo, pelo menos não até a saída do atual Presidente da Instituição em 2024. Não diferente dos demais

segmentos, uma diminuição da incerteza fiscal poderia beneficiar nosso câmbio com uma apreciação importante, no rumo que os modelos de paridade indicam. Movimento contrário e mais intenso do fiscal sinaliza eventual *overshooting* e com isso também reações nos juros. No campo normativo, os avanços das regras sobre o capital estrangeiro no país (nova Lei Cambial) devem finalizar neste mês de dezembro/22 entrando em vigor no fim deste ano. Em 2023 será realizada a revisão da regulamentação de investimentos estrangeiros nos mercados financeiros e de capitais com aumento da eficiência e facilitação dos investimentos no país. Não era sem tempo!

Do lado fiscal, todas as atenções se voltam para a política que será adotada. A convergência a esse ponto se justifica porque embora teremos *superávit* este ano (sob enormes custos), é consenso que o resultado será o oposto

no próximo ano e talvez nos seguintes. As perguntas são, basicamente: de quanto será o estouro anual do teto de gastos e por quanto tempo. As contas para o "extrateto" dão conta de um mínimo de R\$ 70bi para somente o ano de 2023 (melhor hipótese), até R\$ 200bi para os próximos quatro anos (pior hipótese e a proposta encaminhada). A insustentabilidade fiscal está dada, resta saber de sua intertemporalidade e, por óbvio, como estruturar alternativas via um novo arcabouço fiscal. Gastos sem fontes identificadas de custeio é receita para desastre, já no curto prazo. As consequências, claro, imediatas, são o aumento do risco Brasil e com ele vem o Dólar, os juros, etc. Se não

tivermos os mecanismos certos de financiamento dessa expansão, teremos aumento da dívida, dos impostos e da inflação, não necessariamente nesta ordem. Essa tragédia anunciada – que ousam flertar cotidianamente os políticos alinhados ao novo governo – não deverá lograr êxito. Assim acreditamos... aqui reside, na essência, a não ruptura de que falamos.



Mundo afora, os prognósticos vão de mal a pior. Na China, a política do "Covid-Zero" vai se tornando um conjunto de fracassos: econômico, sanitário e político. Um *mix* potencial para o caos total que pode fomentar um levante social ou, como resposta do governo, aumentar a repressão. Uma coisa ou outra com fortes impactos no resto do mundo. Na Zona do Euro, a inflação parou de avançar. Inflação resiliente e perspectiva econômica ruim colocam a política monetária em um campo de "incertezas" já que as políticas fiscais de alguns governos induzem a maior demanda.

Nos EUA, locomotiva e grande sinalizador/influenciador dos rumos econômicos no planeta, todos acompanham a inflação e a condução do FED. Parece muito improvável que suas taxas parem nos 5%, mas também inquietante pensar que venha sobejar o CPI cheio. Razão: tentar fazer apenas um *soft landing* da economia. Tomara!

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