

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**

MARÇO 2023

*Redwood*

---

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

**"Hate, emotionalism, and frustration are not policies."  
"Ódio, sentimentalismo e frustração não são políticas" (Tradução livre)  
Madeleine Albright – Ex-secretária de estado dos Estados Unidos da América**

Neste início de governo temos vivenciado exatamente o acima descrito, embora em momentos, intensidades e setores distintos. É fato que teorizar é necessário, mas é insuficiente e, as vezes, inútil, a depender da audiência, pois em certos assuntos técnicos – que nem todos tem a obrigação de compreender ou concordar –, não se pode superar as razões. Assim, já temos pesquisas que mostram reações distintas sobre o desempenho do novo governo. Para a sociedade como um todo, a avaliação, embora pior que nos demais mandatos do atual Presidente, ainda é bastante razoável. Por outro lado, para o mercado financeiro, que em regra exagera – para o bem ou para o mal – o desempenho é medíocre. Não se trata de dizer quem está certo ou errado, mas fundamentalmente quem tem maior peso na formação final de opiniões e factualmente o direcionamento dos caminhos do país – afinal, a realidade é uma só, e não vale a pena confrontá-la quando se apresenta.

É da natureza humana reagir às adversidades, em maior ou em menor intensidade. A construção de expectativas, neste sentido, tem um grande papel e fomenta emoções variadas, que por sua vez mexem com a psique dos mercados e da sociedade como um todo. Os fundamentos são, em regra, insumos importantes para análise e estabelecimento de expectativas, muito embora parâmetros e informações de curto prazo influenciem no processo decisório, estejamos atentos ou não aos seus vieses, muito mais do que nos apercebamos. Quando a realidade se apresenta e os desvios são grandes, os choques e reações são igualmente impactantes.

A definição da política econômica e sua condução tem sido a tônica neste primeiro momento. Não parece haver dúvidas que políticos, governantes e formuladores de opinião deveriam ter uma maior instrução econômica, pois com o apoio do Comandante-em-Chefe, repreender e menosprezar aspectos e circunstâncias bem endereçados com políticas consolidadas tem sido frequentes por seus seguidores, e poucos têm tido a serenidade de apaziguar as

entonações e as tentativas de manipulações dos fatos. Precisamos enfrentar, sem rodeios, e dizer claramente o que não tem sido dito sobre o *status* de nossa economia, por mais assustador que seja. Roberto Campos Neto (RCN) declarou que, tivéssemos de atingir a meta de inflação este ano, a taxa Selic deveria estar em 26,5% a.a.! Impensável, mas mostra, nua e cruelmente, nossa difícil condição.

De mesmo modo, enfrenta a realidade o Ministro Haddad ao apresentar um arcabouço fiscal com metas de resultado primário muito melhores (porém irreais e insuficientes) do que as expectativas de mercado e de seus companheiros de partido – e daí vem as boas reações iniciais. Contas feitas, os números não "fecham", e é deplorável ouvir ideias como se novas fossem, quando o raciocínio subjacente

reflete conceitos já amplamente discutidos no passado. Mas ainda pior do que isso é voltarmos às velhas ideias com resultados comprovadamente ruins para situações análogas. Haddad no fundo

não foge da essência ao não enfrentar gastos (temos agora um Piso de Gastos), mas confronta vários ao seu redor, e sabemos ainda que o texto a ser enviado ao CN pode "entrar cavalo e sair dromedário com chifres". Assim, antes de se perder o rumo, ou ainda pior, tornar-se prisioneiro político e economicamente, melhor se aconselhar com os que pensam com fundamentos e experiência – aproximando da realidade.

A verdade é que, não se estruturar para propor e alterar vários pontos agora, será certa a aflição com angústia, culpa e insegurança, quando as propostas do arcabouço fiscal apresentadas pelo governo começarem a produzir seus podres resultados. A ambivalência das decisões agora, será difícil corrigir adiante. Será um desastre total assistir a eventual política econômica desonesta e irresponsável e não agir, tolerando esse comportamento. O PR pode ajudar: ódio, sentimentalismo e frustração não são políticas e nos afastam da realidade. O Brasil precisa saber distinguir o certo do errado. Não se pode admitir, mais uma vez, que sejamos um país de ensaios para amadores. O Brasil não aguentará!



No mercado financeiro, as expectativas para apresentação do arcabouço fiscal fizeram preço. A realidade apresentada foi melhor do que o esperado e, em especial a turma do dia-a-dia, do compra e vende, adorou. Já o povo que faz um pouco mais de contas e com alguma serenidade, faz agora o freio de arrumação. Assim, mesmo faltando várias explicações ainda a respeito da proposta, não vemos, neste momento, com o que temos de informações disponíveis, motivos para grandes alterações nos cenários.

Desta forma, o retorno negativo do Ibovespa do mês passado (7,49%) avançou ainda mais recuando adicionais 2,91% alcançando os 101.882 pontos. Em linha com nossos

cenários para o segmento, continuamos com expectativas ruins não somente pelas perspectivas domésticas, mas também por todo o estresse mundial que nos afeta diretamente. Na estrutura a termo de taxas de juros (ETTJ), os juros continuam sem maiores reduções, mas com algum reflexo dada a "surpresa positiva" dos números inicialmente avaliados da proposta do arcabouço

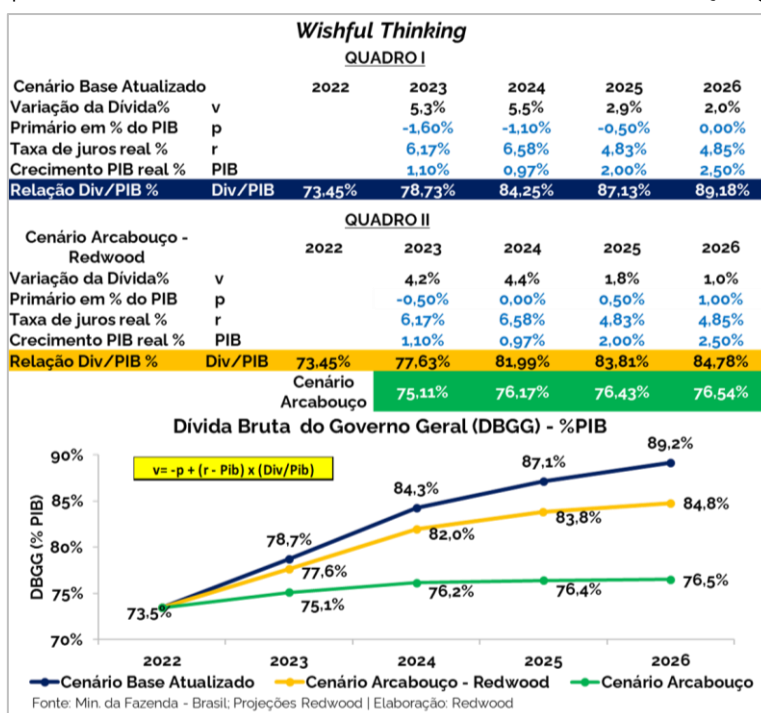
fiscal, notadamente os vértices mais longos. O DI mais curto, oscilou de 13,37% para 13,20%, e os demais, com vértices para 2025 e 2031, de 12,685% para 12,035% e de 13,48% para 12,80%, respectivamente. Uma proposta crível para o fiscal teria poder enorme de reduzir *consistentemente* as taxas futuras e, com elas, posteriormente, também as de curto prazo e a Selic.

O risco Brasil, precificado pelo principal indicador, o CDS de 5 anos, pouco alterou e seu patamar de 226,13 pontos contra 230,82 pontos do mês passado mostra estabilidade importante, enquanto o Dólar, em sentido contrário, desceu aos R\$ 5,08 contra 5,2078 em abril, variando -2,45%. Fechou praticamente na mínima do mês, aos R\$ 5,0711, mas não sem antes ter alcançado a máxima dos R\$ 5,3316.

O resumo para juros, câmbio e bolsa – em nossa avaliação – é que os primeiros ficarão altos, a divisa americana com alguma sustentação e o mercado acionário, bastante impactado pelos juros elevados.

Na economia, a retração deste ano já se mostra presente – porém, nada distante do previsto e, portanto, sem surpresas por aqui. As operações de crédito livre caem bastante, como esperado pelo aperto nos juros e também os efeitos adicionais da Americanas e a quebra de bancos nos EUA – tudo de alguma forma impactando esse segmento. A redução da produção industrial também está em linha com a tendência de desaceleração geral da economia, sem contar

que o nível de desemprego avançou a 8,6%. O fato é que não se trata do crédito caro, sua escassez, os juros altos ou a pressão nos preços – tudo isso importa, claro – mas, originalmente, sobretudo para este período de "lua de mel" de início de governo, trata-se de um melhor desempenho na condução da política econômica, com menos gritaria, frenesi e foco e objetividade nos problemas e suas soluções.



Na Política Monetária, permanece o RCN como "bode expiatório" – sim, já está eleito o responsável se tudo der errado na economia. Mas o BACEN rebate as críticas com profissionalismo, tecnicidade e muita transparência ao seu processo de tomada de decisões. Foi assim recentemente em seu RTI de março. Assim, acreditamos que a Selic estará nos atuais patamares por muito tempo, apesar de uma inflação possivelmente menor no 2º SEM 23. A apresentação do arcabouço fiscal, como se pode entender neste momento, não tem a menor chance de promover qualquer antecipação do ciclo de corte da Selic, conforme mencionado acima – a melhor hipótese, em nossa opinião, será alguma redução nas duas últimas reuniões do COPOM no final do ano.

Na Política Cambial, o BACEN não muda... e os elogios por aqui cessam – tudo permanece igual. Com uma posição cambial líquida de aproximadamente USD 230 bi, o BACEN precisa proteger essa muralha que nos garante equilíbrio e resistência a choques externos – e eles podem vir, frente a um mundo tão conturbado atualmente. A depender dos novos Diretores a serem indicados pelo Comandante-em-Chefe e a futura substituição de RCN, essa reserva que nos traz absoluta segurança poderá estar em risco.

Do lado fiscal, os quadros e gráfico acima pretendem traduzir o que nos foi apresentado até agora. O Quadro I reflete o que temos projetado em nosso cenário macroeconômico, enquanto que no Quadro II fazemos apenas a substituição do nosso resultado primário estimado por aquele descrito no arcabouço fiscal apresentado pelo governo. As demais variáveis, PIB e Taxa

de Juros Real, não fogem do que o próprio mercado estima – que podem sofrer alterações, claro, mas atentemos: o PIB o governo pode “incentivar” sim, porém suas “ferramentas” não são muitas, e a ETTJ ele não controla. Dito isso, as comparações parecem honestas, e as interpretações partem de algumas premissas. O governo diz que não haverá aumento da carga tributária nem mesmo novos impostos, também não aponta setores a se onerar e desonerar – uma otimização talvez com ampliação da base (fala-se de se taxar aplicativos como Uber e jogos *on-line*). Receitas provenientes de privatizações? Esqueça. Cortes de gastos diretamente? Nem pensar, pelo proposto teremos sempre aumento de gastos – aliás, agora teremos um Piso de Gastos. Os gastos dependem sempre da arrecadação, e esta por sua vez é função da atividade econômica que, até as pedras, sabem que estamos em processo de retração. Resta, contudo e adequadamente, cobrar de quem não paga, mas isso parece insuficiente e encontra dificuldades enormes no campo político. Assim, as propostas de resultado primário são boas, mas não param de pé. A estrutura proposta também não é boa, porque não ataca a variável que se pode controlar: gastos. Os números simplesmente não fecham e, com as

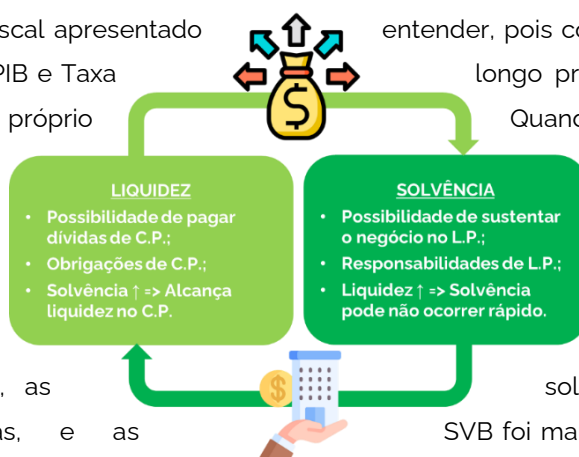
informações temos hoje disponíveis, a diferença é muito grande! E mais, o plano não tem nada de contracíclico. Por fim e sem surpresa, a relação DB/PIB não se estabiliza e muito menos se reduz como desejado, ou seja, é “pura ilusão”. As premissas do governo não parecem estar ancoradas na realidade, mas é importante destacar que o entregue pelo governo está rigorosamente dentro do que sempre prometeu. É um retrocesso e potencial desastre para o país, mas historicamente coerente com as propostas do PT.

Mundo afora, assistimos a quebra de bancos nos EUA e resgate de outro na Europa. Correlacionados ou não (correlação não é causa), bancos centrais “se uniram” para enfrentar o problema imediatamente e “cortar o mal pela raiz”. O caso do Silicon Valley Bank (SVB) não é difícil de

entender, pois como vários bancos comprou ativos de longo prazo, mas não os marcou a mercado. Quando os juros subiram, e subiram muito e rapidamente, seus ativos passaram a valer muito menos e houve a corrida bancária. O FED, com absoluto pavor de qualquer contaminação sistêmica, encarou um problema de solvência como de liquidez. O colapso do SVB foi mau gerenciamento? Sim. Falta de maior supervisão do FED? Talvez. Necessidade de maior regulação do mercado? Não. Todavia, governos acreditam que regular é preciso. Apertar as regras, mais controles para reforçar o sistema financeiro. Assim pensam.

Na Europa, em meio à crise econômica e financeira, ganha força o debate sobre o seu relacionamento com a China, notadamente nas relações comerciais e de investimentos. O pano de fundo, óbvio, está a relação de Xi Jinping com Vladimir Putin no contexto de maior interação na guerra da Rússia com a Ucrânia. A habilidade diplomática, neste caso fator determinante, melhor seria intermediado pelos EUA, mas este não parece ter condução, firmeza e propósito político suficiente neste momento para tanto.

Nos EUA, o ex-Presidente Donald Trump foi indiciado por um grande júri de NY e liderado pelo promotor distrital, Alvin Bragg. Não poderia ser melhor para sua corrida presidencial... Trump sabe disso e aproveitará ao máximo.



## 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)