



CARTA MENSAL

JULHO 2023

Redwood

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

"I hate manure".

"Odeio estrume" (tradução livre)

Biff Tannen - De volta para o futuro (Trilogia filme)

Olhar e querer reviver o passado, e ignorar o presente, é a certeza de perder o futuro. Contudo, é o que temos assistido do governo federal, em especial capitaneado com a visão miope do mundo atual pelo Comandante-em-Chefe. São inúmeros os projetos ressuscitados em ações anódinas cujos reflexos exigem ambiente que não existe mais. Uma estultice sem paralelo, e que só poderia vir mesmo daqueles que querem fruir às custas do que um dia foi, utilizando-se de jogo de palavras, generalidades reluzentes e momentosos (d)efeitos contra o realizado nos últimos quatro anos. Tendo à frente um homem que demonstra baixa [oxitocina](#), o núcleo duro do governo segue o princípio e dita o tom.

Se no campo político o país parece um pardieiro, onde no espectro combinatório da "gestão por coalisão" concordam no abstrato e divergem no concreto, prevalecem toda sorte de decisão, atropelos e desmandos. Por uma série de razões, o foco é exorcizar qualquer plano ou ideia não relacionada ou não advinda da ideologia reinante. Trata-se de um combate à "ditadura de ideias", de abominar o convergente, e impor o que se considera mais democrático. Para tanto, pretendem-se resgatar nomes (em total devaneio, importante seria nem mesmo lembrar!) como de Marcio Pochmann e Guido Mantega, cujos desempenhos em passagens anteriores no governo dispensam comentários. Assim, segue o país em franco esgarçamento e um sombrio futuro político, sobretudo pela polarização que a própria oposição fomenta e não consegue se desvencilhar. Neste sentido, temos um longo caminho e o caos continuará.

Este cenário traçado não se coaduna com perspectivas boas e duradouras para a economia real, muito pelo contrário. De fato, mercados podem se descolar da realidade fática do país, e mesmo levar tempo para um e outro se ajustarem – mas se ajustam. Ademais, querer reviver as ações do passado (notadamente sem ajustes) traz as diversas possibilidades de arbitragens, que os *players* de mercado agradecem, mas o povo, em regra, sempre a

posteriori, não. É uma maldade travestida de uma boa narrativa. O quadro abaixo lista vários projetos e ações que foram bons, ruins e irreparavelmente péssimos, mas todos, sem exceção, precisam de ajustes, quando não jogados no lixo. Isso não significa dizer que para julgar a "moralidade" de uma ou outra ação precisaremos revivê-las – seria um absurdo. Mas assim caminhamos, e para além dos projetos e ações "de volta para o futuro" avançamos com as críticas e os destemperos ao óbvio, em uma anomalia que não somente atrasa o país, mas também nos coloca em eterno risco de retrocesso institucional.

Como reflexo do político, o campo econômico também sofrerá à despeito da política do BACEN. Sim, é preciso reconhecer que a política de juros altos – iniciada no governo passado –, com mecanismo de transmissão entre 12 e 18 meses, será a "responsável" por trazer a inflação à meta (sem se considerar maiores estardalhaços no fiscal neste governo), mas

também responderá pela retração econômica do país. Nessa linha, já está em curso um COPOM mais "plural", cujos novos integrantes mais heterodoxos, serão em breve maioria. Politicamente entenda-se: baixar juros básicos para o país crescer, e com isso imediatamente os bancos controlados pelo governo poderão fomentar o crédito. Na verdade, a modelagem também é a mesma do passado, ou seja, aumentar consumo com fomento prioritário dos bancos públicos e aumento de gastos do governo. É o Estado indutor, nada de novo. Contudo, em um ambiente que não se assemelha ao governo Lula 1.0 ou 2.0, o preço da imprudência aqui pode ser fatal. Para a turma, vale o risco!

A tentativa de acelerar o "carro Brasil" para "recompôr" o Estado brasileiro com medidas impróprias do passado, ao tempo em que se freia perseguindo conquistas institucionais, promoverá a colisão (como ocorreu com o personagem Biff Tannen) contra obstáculo repleto de esterco. É a política de péssima qualidade que faz o Brasil ser o que é, e patinar eternamente em limbo que não deveria lhe caber.

Todos os projetos e ações estarão de volta

- Novo PAC: Presente
- Mais Médicos: Presente
- Incentivo à indústria: Presente
- Juros subsidiados: Presente
- Minha Casa Minha Vida: Presente
- Liberação FGTS: Presente
- Investimento em infraestrutura: Presente
- Renegociação de dívidas: Presente
- Fazer mais dívidas: Presente
- Novas empresas estatais/reversão privatizações: Presente
- Toma lá dá cá: Presente
- Uso de bancos públicos: Presente
- Controle da mídia: Presente
- Caça às bruxas: Presente
- Pauta ambiental: Presente
- Concurso público: Presente
- Apoio a ditaduras LATAM: Presente

No mercado financeiro, a volatilidade tomou a cena este mês. As expectativas sobretudo com relação a decisão do BACEN de cortar a Selic de forma mais incisiva (com consequências no Ibovespa), o bom desempenho das bolsas mundo afora, a elevação da nota de crédito do Brasil (e seus reflexos no Dólar e no CDS), jogaram do lado positivo. De outro lado, segue a política atrapalhando e colocando dúvidas, seja pela provável reorganização ministerial, de Instituições e de empresas sob influência do governo, seja pelo relacionamento com o CN e o avanço nas pautas importantes para serem aprovadas. De toda sorte, a precificação ainda foi favorável para os ativos de modo geral.

Nessa linha, o Ibovespa apresentou novo desempenho positivo, embora muito menor do que o de junho. Fechou o mês aos 121.943 pontos, o que representou 3,27% no mês e 11,13% no acumulado do ano de 2023. No segmento das taxas de juros (ETTJ), o cenário não foi diferente. O DI mais curto oscilou de 12,85% para 12,585, o com vértice para 2025 saiu dos 10,745% para 10,615, e de 2031, subiu de 10,59% para 10,75%. Nossos destaques para uma redução mais forte na parte mais curta da curva se confirmaram, pelas razões neste espaço apresentadas e também em nosso último estudo de [Cenários Macroeconômicos](#).

Os reflexos não param por aí, pois, o risco Brasil, precificado pelo principal indicador, o CDS de 5 anos, também registrou nova redução, fechando o mês em 165,15 pontos, ou seja, aproximadamente -6% ou quase 11 pontos. De mesma forma, o Dólar, que já havia se "alinhado" mês passado, dessa vez seguiu o roteiro esperado e também se desvalorizou 1,61% no mês, alcançando a marca de R\$ 4,7415 no fechamento, mas com uma máxima intra mês de R\$ 4,9183. O Real se valorizou mais de 9% no ano.

O resumo para o mercado financeiro não diverge de nossa posição expressa no mês passado, e é chegada a hora de reavaliação das carteiras e eventual reposicionamento frente ao apetite de risco de cada um. Contudo, registra-se

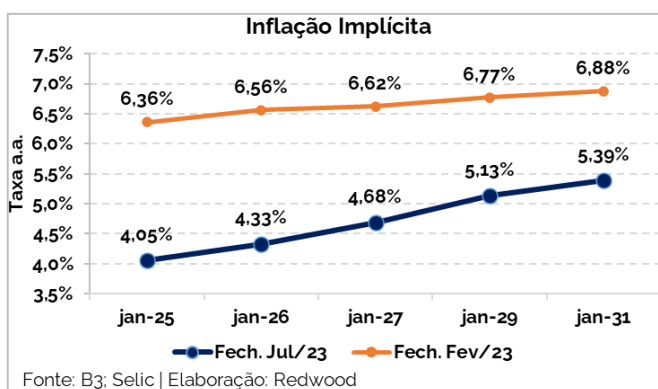
aqui (ainda!) um otimismo muito cauteloso, com alocações cuidadosas, liquidez em mente e flexibilidade de ajustes para aqueles que assim precisam.

Na economia, infelizmente, o otimismo não é o mesmo. Embora várias casas importantes tenham majorado suas estimativas recentemente para o PIB brasileiro, nós continuamos com as mesmas expectativas para a atividade econômica, isto é, cresceremos em torno de nosso PIB Potencial este ano, e menos que isso em 2024. Apesar do início do ciclo de redução de juros, mesmo com todo o fomento do governo, não estimamos grandes crescimento do crédito ainda este ano. Também é ainda muito tímido o avanço da [FBCF](#), verdadeiro índice de contratação de atividade econômica. Por outro lado, o mercado de trabalho mostra razoável resiliência. Segundo a PNAD Contínua, a taxa de desemprego no país recuou para 8% no TRI terminado em

JUN/23, a menor taxa desde 2014, quando estava em 6,9%. Lamentavelmente, o vínculo que se destaca é o crescimento da informalidade.

Na Política Monetária, o início do ciclo de baixa da taxa de juros não foi a questão (contrária a nossa avaliação),

mas sim o tamanho do corte e o ritmo futuro. Cortar 0,25% não seria problema algum, mas qualquer coisa acima disso já encaramos como ousadia, e um afronto às expectativas majoritárias de mercado. O quadro ao lado mostra claramente a redução da inflação implícita no ano, mas também aponta firmemente que não estamos "salvos" por completo. O BACEN não pode "flertar" agora, e qualquer que seja sua decisão adiante, apesar de uma composição atual mais heterodoxa do COPOM, precisará de explicação muito contundente. Com uma meta de inflação de 3% e suas projeções de 3,4% para 2024 e 3% para 2025, é possível que sua "meta gerencial" seja um pouco acima da definida. A ancoragem da inflação não está "garantida", e o prazo para que o bom trabalho seja realizado pode expirar com a maioria das substituições dos Diretores do BACEN – nada nos garante o perfil técnico do COPOM continuará, nada.



Na Política Cambial, o novo Diretor de Política Monetária (diretoria mais importante), Gabriel Galípolo, coordenará essa área também, onde o BACEN, em nossa avaliação, é um eterno interventor. Galípolo administrará os instrumentos de política cambial, incluindo as mesas de câmbio e juros, com operações dos leilões de títulos e *swaps* cambiais regulando os mercados. A expectativa é grande aqui, e torcemos para que nossas constantes críticas não se tornem *um éramos felizes e não sabíamos*. Mais uma vez, nossas expectativas para o câmbio podem ser melhor compreendidas no estudo de [Cenários Macroeconômicos](#).

Do lado fiscal, esperam-se muito as aprovações definitivas do arcabouço fiscal e da reforma tributária. O orçamento de 2024, sob novas perspectivas, necessitará de cortes significativos para se atender as ações e programas dos ministérios finalísticos. Com espaço fiscal cada vez menor, e demandas políticas cada vez maiores, o orçamento (que sempre foi uma "peça de ficção!") precisará de constantes ajustes. Com

o tom e postura de ambos executivo e legislativo, sob a égide das metas traçadas pelo arcabouço fiscal (em metas para lá de audaciosas), o governo terá de levantar mais de R\$ 100 bi para zerar o déficit em 2024, isto é, aproximadamente +1% do PIB. Esta cifra corresponde ao valor adicional ao que já se tem de expectativas arrecadatórias para este ano (a se repetir em 2024). Outro ponto de extrema desconfiança é que os prognósticos de crescimento do PIB para 2024 pelo governo está em 2,3%, pelo menos 1 ponto percentual a mais que nossas projeções, que resulta em uma arrecadação significativamente maior e, para nós, absolutamente irrealista. Para 2023 a história parece já estar "contada" e conhecemos o futuro, pois da meta de -0,5% do PIB esperamos um rombo no mínimo duas vezes maior. Agora ou para frente, o desafio de fechar as contas é gigantesco e, para tanto, vários projetos arrecadatórios precisarão "andar" no CN, tais como: mudança na taxação de fundos exclusivos e dos Juros sobre Capital Próprio, taxar fundos offshore, etc.. Em outras palavras, será

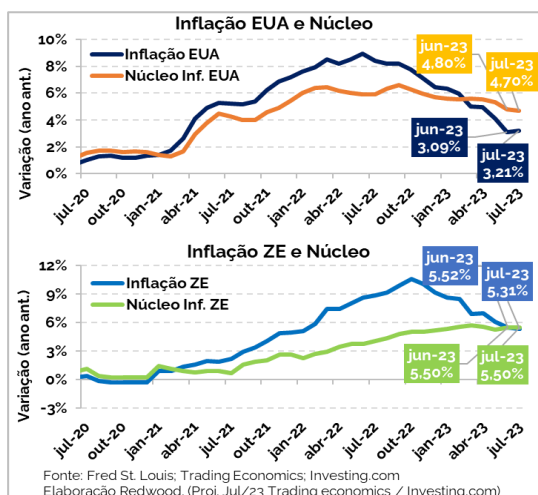
necessário um esforço conjunto e contrário ao que se vê hoje, ou seja, um sobre-esforço do governo combinado com o Congresso Nacional a se refrear despesas e avançar no patrocínio de aumentos de carga tributária. Parece mais fácil chamar o Marty McFly de "galinha" e contornar suas reações.

Mundo afora, em vários países desenvolvidos os mercados reagiram bem, sinais econômicos melhoraram ainda que levemente, mas o quadro geral ainda permanece bastante preocupante. Na Europa, após meses de estagnação, a economia cresceu modestamente em 0,3% no 2º TRI contra 1º TRI/23, embora a Irlanda tenha puxado para cima, mascarando o resultado que, sem ela, seria bem

menor. Na Rússia, politicamente Putin "controlou" a situação com o Grupo Wagner, mas continua cada vez mais isolado e frágil. De toda sorte, tenta aproximar-se de alguns líderes, e aceitou visitar a Turquia em meio a tensões na paralisação do acordo de grãos do Mar Negro. Na China, sua política de apoio à economia é intensificada e ampliada a pressão sobre governos locais a acelerar

gastos com infraestrutura. As mudanças estruturais no mercado imobiliário impactam negativamente o PIB, e está relacionada a demografia e a migração rural para urbana mais lenta. Também, afirmou o MRE chinês que vai proteger suas empresas na região de Xinjiang, depois da acusação americana de trabalho forçado – um estresse que pode ser prejudicial às regras de comércio e a estabilidade da cadeia de suprimentos, que ensaia normalização. Situação ruim.

No campo da política econômica, o quadro acima não deixa dúvidas que a situação está longe, mas muito longe mesmo de um momento de afrouxamento monetário. Ademais, tivemos o rebaixamento da nota de crédito dos EUA pela Fitch... seria cômico se não fosse bizarro. A crise de 2008 marcou indelevelmente a qualidade das empresas classificadoras de risco. Esta, em especial, é a mesma que declara que a política de controle da curva de juros (mais flexível) não prejudica o *rating* do Japão e será positiva para seus bancos. Cada um, cada um. Melhor não comentar.



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