

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**

DEZEMBRO 2023

*Redwood*

---

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

**"You never make the same mistake twice. The second time you make it, it is no longer a mistake. It's a choice."  
"Você nunca comete o mesmo erro duas vezes. Na segunda vez, não será mais um erro. É uma escolha."  
Lauren Conrad – Atriz de TV/Cinema**

É certo que embora o conhecimento humano seja limitado, e, portanto, vários mistérios e fenômenos não alcançamos seus significados, alguns parecem desafiar as mais rudimentares mentes. Recente pesquisa mostra que nove em cada dez brasileiros não se arrependem de seu voto para Presidente em 2022. Essa convicção reforça a teoria da racionalidade limitada de Simon e cobrará seu preço com muito sacrifício, pouco suor e muitas lágrimas. O povo se prestou a ignomina de reeleger o que fora condenado, galvanizando espectros tão distintos que colocam o país, mais uma vez, na profunda escuridão de destinos incertos.

Essa recondução do réprobo não deveria nos surpreender, afinal não é a primeira, nem mesmo a segunda, que já se deu em meio aos escândalos do mensalão, mas a terceira vez, sem contar o tenebroso período 01/01/2011 a 31/08/2016. Tudo sob nossa exclusiva escolha, muito embora a incapacidade administrativa e a opção pelo torto coloquem as vísceras de nossos problemas à mesa. O resultado é bastante previsível, pois o Brasil, com o rumo da atual política, terá o mesmo desfecho da área afetada pela mina da Braskem em Maceió: afundará, uma simples questão de tempo. Está carcomido, essencialmente e estruturalmente condenado, e nem mesmo ações paliativas serão capazes de sustentar por muito tempo.

Embora a inteligência seja um conceito polissêmico, tem sido difícil assimilar as escolhas do "povo". A alternância do poder é verdadeiramente a essência da democracia, mas pedagogicamente já deveríamos ter aprendido com nossos erros. Afinal, a partir de 2024, passados os efeitos defasados do governo anterior, veremos os problemas previstos se concretizarem e, o endereçamento desses problemas já estão todos colocados em como enfrentá-los. Tratam-se das mesmas "soluções" pretéritas, cujos resultados também conhecemos. Chance para alguma "novidade"? Nenhuma! Ademais, vimos na campanha e ao longo de todo 2023, como

a grande mídia fomentou e apoiou inúmeros porta-vozes da desinformação, instrumentalizando caminhos para solidificar o poder e a influência da situação. Está tudo certo, a imprensa deve ser livre e pode sim ter "lado", cada um que escolha e analise o que deve e quer ver e ouvir – sempre.

Mas se os rumos da política têm atrapalhado e nos direcionam para um futuro desafiador, sobretudo por um governo capitaneado por alguém (com inúmeros apoiadores) absolutamente avesso à responsabilidade fiscal, o Ministro Haddad (essencialmente o mesmo DNA!) conseguiu – por força da realidade, alguma responsabilidade e habilidade em negociação com o Congresso Nacional – afastar-se do fogo

amigo e das ideias mirabolantes de seus correligionários. Fez muito sob péssimas condições, técnicas e políticas, haja vista a estruturação do Novo Arcabouço Fiscal (NAF) e as inúmeras medidas e sugestões políticas em sentido contrário ao reequilíbrio das contas públicas. E mais, avançou nas Reformas e colhe bons frutos como mostra o quadro ao lado. Contudo, sem demérito para seu esforço e reconhecimento pelo mercado – afinal saiu-se muito melhor que o

esperado -, mas são resultados de ações do passado. Seu grande desafio virá agora em 2024 quando de fato suas ações e políticas passarão a ter efeito, notadamente com um orçamento engessado e enorme ingerência de parlamentares nos gastos públicos – aqui identificados os conflitos dos Poderes.

Felizmente, a economia conseguiu, com sua própria dinâmica, avançar com as conquistas que temos tido nos últimos anos, a saber do desempenho do agronegócio responsável por boa parte do PIB desse ano, o BACEN independente vencendo a inflação e o desemprego em baixas taxas. Muitas dessas conquistas estão ameaçadas com baixos níveis de FBCF, confiança, endividamento de famílias alto, etc. Será preciso focar mais no processo cerebrino e escapar da armadilha política que nos metemos.

CONTRA OS FATOS EXISTEM ARGUMENTOS?	
EXPECTATIVA - 01/01/23	REALIDADE (*) - 31/12/23
PIB: 0,77%	PIB: 2,92%
TX. DESEMPREGO: 9,8%	TX. DESEMPREGO: 7,7%
INFLAÇÃO: 5,39%	INFLAÇÃO: 4,72%
DIV. BRUTA/PIB: 79,4%	DIV. BRUTA/PIB: 75,8%

**ECONOMIA E SEUS EFEITOS DEFASADOS**  
Fonte: Focus, Mercado e Redwood | Imagem internet (\*) Prévias



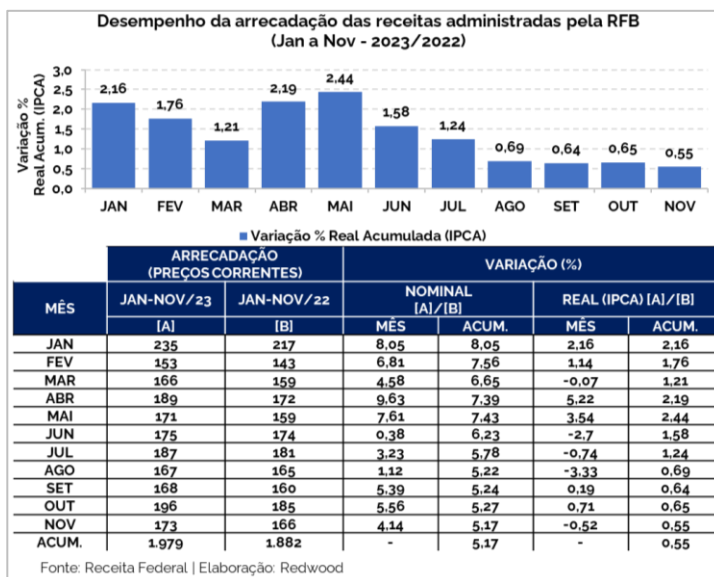
No mercado financeiro e na economia, encerramos o ano de 2023 "bem melhores" que os prognósticos do início do ano. Juros, câmbio, bolsa, inflação, PIB, taxa de desemprego, risco Brasil, dentre outros, tinham expectativas ruins e indicavam deterioração constante, fora por conta da previsão de crescimento econômico pífio, juros e endividamento das famílias altos, como também de uma política fiscal expansionista. Vários fatores "explicam" esses desvios de projeções, mas alguns tem mais peso que outros, a exemplo do desempenho do Agro ainda no início do ano, a continuidade da expansão do número de pessoas com trabalho e da massa salarial real, bem como diversos incentivos do governo (esses difíceis de se antecipar). O exterior também foi melhor que o esperado. Contudo, isso não isenta os erros de modelagem e de como calibramos as estimativas – incluindo-se as defasagens, correlações e o *timing* dos mecanismos de transmissão de diversas políticas.

Nessa linha, o Ibovespa avançou nesse mês (5,38%), mais do que as principais bolsas do mundo (DAX, FTSE, S&P, NIKKEI), e fechou nas máximas aos 134.185 pontos, levando a um retorno acumulado anual de 22,28%. No segmento das taxas de juros (ETTJ) o mercado continuou o bom desempenho, com reduções em toda a estrutura de juros. O DI mais curto oscilou de 11,886% para 11,654%, o com vértice para 2025 saiu dos 10,32% para 10,03%, e de 2031, também recuou de 10,77% para 10,26%. Seguindo movimento do mês passado, este mês as variações negativas são maiores para prazos mais longos, registrando oscilações negativas de 0,2332, 0,29 e 0,51, para os prazos de DIs 2024, 2025 e 2031, respectivamente. Reforçamos, como temos feito, a necessidade de se reavaliar a carteira com algum rebalanceamento ajustado ao risco, dada a trajetória de reduções dos juros para os próximos meses para além do "precificado" em mercado.

Quanto ao risco Brasil, precificado pelo principal indicador, o CDS de 5 anos, também repetiu o bom desempenho e trouxe nova surpresa positiva: encerrou o mês/ano em 132,53 pontos, A queda anual perfaz -47,86% e nos coloca em patamares, em análise isolada, de *rating* BBB-. O Dólar, por sua vez, também recuou em dezembro, mas em variação ainda menor, fechando o mês em R\$ 4,8413 – o que representou -1,91% no mês e um acumulado de -7,21% no ano. São números que, embora dentro dos intervalos possíveis estimados, se aproximam da vertente mais otimista dentro de nossos Cenários Probabilísticos. O desafio agora, como sempre, será calibrar os modelos (parâmetros) de modo a melhor refletir a realidade, mas sobretudo sem se deixar "contaminar por um otimismo recente ou perpetuar o pessimismo intrínseco".

Na economia, terminar o ano de 2023 com uma alta do PIB em torno de 2,9% é um estrondoso "sucesso", e que remonta ações passadas que os desempenhos dos últimos dois trimestres delineiam nosso futuro próximo. Os indicadores estão por todos os lados, como mostra o quadro ao lado, o arrefecimento no mercado de trabalho, os

índices de confiança, a FBCF, dentre outros – todos em terreno desfavorável. As surpresas podem vir, claro, tanto do exterior com o FED iniciando o ciclo de cortes de juros já em março/24 (não acreditamos nisso!), ou até mesmo (não seria nenhuma novidade!) ações típicas de governos populistas, utilizando-se do que tem ao seu alcance como a CAIXA, o Banco do Brasil, o BNDES e outros para "aquecer" a economia, com uso do FGTS, créditos direcionados, linhas especiais a determinados segmentos, etc. Enfim, tudo de caráter imediato e sem perenidade, ao contrário, com contas a pagar no futuro. Com todos possíveis ajustes de projeções, ficaremos felizes se o Brasil crescer em 2024 nos níveis de seu PIB Potencial: em torno de 1,7%. Qualquer coisa além disso exigirá, como neste ano, eventos "extraordinários".



Na Política Monetária, muita especulação tem tentado "pressionar" o BACEN para que haja uma aceleração do ritmo de corte da SELIC, mas ainda com a atual composição de Diretores, não acreditamos nessa hipótese e mantemos nossa análise e trajetória para os juros. Afora isso, ao nosso ver, a situação interna e externa, especialmente dos EUA, não corrobora tecnicamente para uma mudança de rumos e intensidade. Uma consolidação de ambos os ambientes é condição *sine qua non* para qualquer ajuste, e a própria ata do COPOM parece assim indicar – embora exista alguma identificação de melhorias, estas são de curto prazo e não alteram o atual balanço de riscos. Desta forma, mantemos o passo de cortes de 0,5% nas próximas reuniões, até que se dissipem as incertezas, o mercado de trabalho pressione menos e se possa avaliar a dinâmica da desinflação adiante.

Na Política Cambial, na linha de alguma percepção de melhoria (pelo mercado) conforme descrito acima, notadamente a externa (corte de juros pelo FED), aliado ao vigor excepcional da balança comercial, levou a cotação do Dólar a ficar abaixo dos R\$ 5,00 nos últimos meses. Permitiu ainda, com certa normalização, que o BACEN retornasse ao limite máximo de vendas da moeda americana ao patamar pré-pandemia. Assim, a Diretoria de Política Monetária (também responsável pela Política Cambial), tem agora "apenas" 2,5% (metade do permitido) das reservas internacionais para intervenções sem aval das demais Diretorias. Dois pontos que infelizmente anulam qualquer "alegria" para aqueles que não concordam com intervenções nessa seara: (i) o atual percentual ainda corresponde a algo como USD 9 bi, e (ii) a mudança vem da Auditoria Interna que pode ser alterada, bem como em eventual descumprimento (ultrapassar esse volume em cinco dias úteis) basta avisar o Presidente, que convoca reunião extraordinária de Diretoria... e fica tudo bem. Isso é que é governança! Tudo irrelevante economicamente falando, BACEN é incapaz de mudar rumo do Dólar no médio-longo prazos, nem mesmo sua volatilidade – não importa o tamanho de nossas reservas para este fim – o mercado define. Contudo, é importantíssimo preservar

nossas reservas acima de seu "ponto ótimo" para enfrentar adversidades, como reversões abruptas no fluxo de capitais.

Do lado fiscal, a melhora da classificação de risco do Brasil pela S&P parece ser, aos olhos dos incautos, uma chancela de eventual melhora do país nesse segmento. Ledo engano. Embora incontestavelmente uma boa notícia, surpreendeu no *timing*, mas é coerente com o *outlook* positivo dado algum tempo atrás. Certamente vem à reboque da Reforma Tributária, e uma clara sinalização para o país que as reformas são fundamentais. Com o desempenho das Agências em 2008 e o enorme arranhão em sua credibilidade, é necessário fazer a devida leitura dos motivos e a própria reação dos mercados. De resto, é preciso o retorno ao controle de gastos (limpeza geral), mas essa realidade (o PR só pensa em gastar!) só terá ressonância

quando da primeira avaliação de receitas e despesas em MAR/24. Lembrando o saudoso Robert Solow, "o fato de não existir uma *antisepsia* perfeita não significa que se possa fazer uma *cirurgia cerebral num esgoto*". Precisamos (políticos) de uma ampla desinfecção de gastos, o NAF depende de receitas (PIB forte).

Mundo afora, a onda de "otimismo" verificada nas últimas semanas nos mercados contrasta fortemente com o horizonte político para 2024. As guerras Israel x Hamas e Rússia x Ucrânia não parecem arrefecer, sem contar as eleições para presidente na Ucrânia e nos EUA – que podem ter reflexos gigantescos no desfecho desses conflitos, e também consequências de toda sorte em todo o planeta.

Assim como o FED, o BCE e o BoE têm sido bombardeados pelos mercados para que iniciem um novo ciclo de afrouxamento monetário em 2024, mas o FMI mostra em recente estudo "dicas valiosas para os atuais formuladores de políticas". Kristalina Georgieva sintetiza: "combater a inflação é uma maratona, não um *sprint*". Na China só há uma saída para Pequim: abrir os cofres com força (antes que Trump chegue) para "salvar" sua economia. Enfim, as incertezas que hoje pairam no exterior são muito relevantes, e não são poucos os desafios que têm impactos diretos na economia dos países. Ânimo e coragem!

#### MAIS IMPORTANTES DESAFIOS NO MUNDO EM 2024 COM CONSEQUÊNCIAS ECONÔMICAS

1. Instabilidade política;
2. Riscos financeiros (bolhas);
3. Pressões inflacionárias
4. Tensões geopolíticas;
5. Desigualdade social;
6. Transformação tecnológica (automação e I.A.);
7. Transição energética;
8. Mudanças demográficas;
9. Medidas contra impactos mudança climática;
10. Incerteza econômica.

## 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)