



CARTA MENSAL

JANEIRO 2024

Redwood

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

***"Fighting corruption is not just good governance. It's self-defense. It's patriotism."
"Combater a corrupção não é apenas boa governança. É autodefesa. É patriotismo."
Joe Biden – Presidente americano***

A corrupção é uma chaga no Brasil, independente do governo. Não existe momento na história recente do país que possamos ter tido algum alívio ou esperança verdadeira de alguma evolução. Mais do que uma ação deliberada, parece estar no DNA da vida nacional, uma catástrofe em todos os níveis. No plano de governo e Instituições, vivemos um pânico moral, uma perturbação cognitiva generalizada. Em 2023, contudo, assistimos a uma orquestração ainda mais tenebrosa, com alinhamento dos poderes e absoluta deterioração do que mais se exige para sairmos desse fosso – afinal, com 36 pontos no *ranking* da pesquisa Transparência Internacional, estamos mais próximos da Somália com 11 pontos (última colocada), do que da Dinamarca com 90 pontos (primeira colocada). Além de tudo, estamos inertes e inermes!

A situação de elevada vulnerabilidade institucional, associada a uma subserviência mútua entre os poderes, sobretudo quando objetivos comuns são atacados – aqui entendidas as pautas "democráticas" da ideologia de plantão – resulta, quando não em um reboliço proposital ou pirraça em tom circense, até prevalecer-se os interesses próprios. Esse cenário tétrico não parece ter muita chance de mudar com o atual governo, afinal o poder foi conquistado com legitimidade e será preciso suportar os próximos anos. Entretanto, a incompetência e a arrogância misturada com irresponsabilidade necessitam ser monitoradas e controladas. Isso porque a fanfarra precisa ter limites, e as ações de hoje comprometem, e muito, no futuro próximo, não somente a economia, mas todos os segmentos da sociedade brasileira.

Os sinais estão por todos os lados, sejam por indicações políticas para "ajustar os amigos e a condução de empresas", como recentemente visto para a Vale ou o Banco do Brasil, como também levar a cabo promessas de

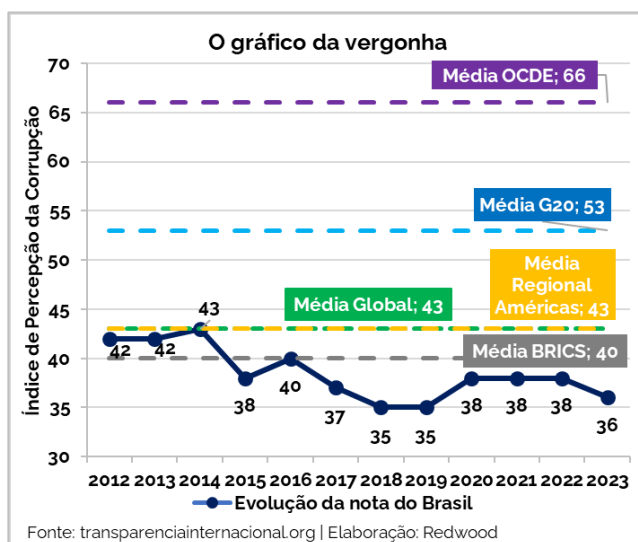
campanha incompatíveis com nossa situação econômico-financeira, como a isenção do IR até R\$ 5.000,00 e a valorização real do Salário Mínimo. Tudo necessário, mas e a contrapartida de ações e esforços no sentido de aumentar a produtividade? Nada! Acha pouco? Temos ainda o Novo Plano Industrial, que traz impacto nas contas públicas e efeito na política monetária – nada além do que já havíamos sinalizado: cresce o crédito direcionado, benefícios para alguns (voltam os campeões), e diminui a potência dos juros; crédito subsidiado, prioridade para compra de produtos nacionais, política de conteúdo mínimo, etc.. Do lado micro tem mais ainda, com aumentos de impostos de importação,

BNDES fomentando políticas equivocadas do passado e intervencionismos outros em empresas com participação governamental.

O pouco de bom que se tem, vem, sempre, do lado que "salva" esse governo: o Banco Central. A iniciativa de se levar adiante sua independência total carece de uma avaliação do Congresso Nacional, mas a

ferocidade de ataque a essa alternativa, sobretudo pelo partido do governo, é colossal. O objetivo da medida? Simples: privilegiar a política de Estado ao voluntarismo do governo de plantão. Já vivemos tudo isso nos governos passados do PT, mas embora o "conhecimento seja transmissível e comunicável, a sabedoria não". O governo não quer saber do primeiro (análise de informações), portanto não pode ter o segundo (uso do aprendizado). Falta-lhe excelência mental.

O fato é que esse governo está aí, goste-se ou não, de forma republicanamente eleito pelo povo. Todavia, isso não significa autorização para tudo, e precisamos apenas cuidar para que não se destrua "demasiadamente" a economia e o país, de sorte que seja ainda possível recuperá-lo ao final dos próximos três anos.



No mercado financeiro e na economia, os reflexos da corrupção comentados acima são sentidos no dia-a-dia. Estudos demonstram que, para países com maior corrupção percebida (seguido de menor governança), os impactos vão de menor previsibilidade nos mercados, maior volatilidade, até quebra estrutural mais intensa. Em nosso caso, onde a corrupção parece absolutamente institucionalizada, afóra a conjuntura adversa, expectativas são diretamente sensibilizadas levando à diminuição da confiança com a deterioração de todo o ambiente. A consequência, por óbvio, é que as decisões de investimentos, seja por brasileiros ou estrangeiros, são profundamente afetadas, adiando ou mesmo cancelando investimentos. Este fenômeno, entretanto, pode ter impactos represados e também duradouros, sobretudo porque existem mecanismos em que o sistema corrupto se mantém, bem como o chamado Conflito de Agência (e.g. Petrobrás) – aqui em conceito amplo. A solução para começar? Transparência e governança.

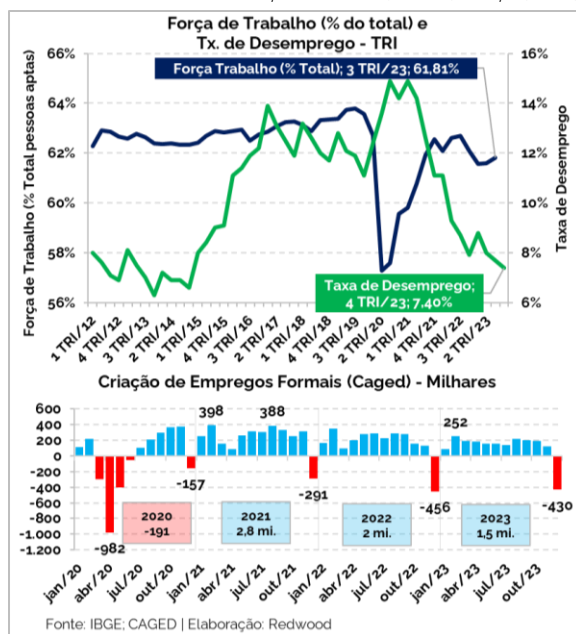
Nessa linha, o Ibovespa recuou nesse mês (4,79%), enquanto as principais bolsas do mundo subiram (DAX 0,91%, S&P 1,59%, NIKKEI com estrondosos 8,19%, e somente FTSE caiu 1,33%), e fechou aos 127.752 pontos. No segmento das taxas de juros (ETTJ) o mercado apresentou alterações distintas, impactando a estrutura de juros. O DI mais curto (DI-25) oscilou de 10,03% para 9,985%, o com vértice para 2026 saiu dos 9,61% para 9,66%, e de 2031, subiu de 10,26% para 10,47%. Sem muitas mudanças significativas em relação ao mês passado, este mês as variações registradas foram de -0,045, +0,05 e +0,21, para os prazos de DIs 2025, 2026 e 2031, respectivamente. Confirmada a tendência de redução de juros, cuja trajetória ainda não nos parece totalmente precificada no mercado, reforçamos a necessidade de se reavaliar a carteira com algum rebalanceamento ajustado ao risco. Existe, de fato, grandes possibilidades de retorno e com liquidez imediata.

Quanto ao risco Brasil, precificado pelo principal indicador, o CDS de 5 anos, o desempenho aqui ficou “razoavelmente” em linha, com “ligeiro” aumento encerrando o mês em 138,43 pontos, um aumento de 5,9 pontos, ou aproximadamente 4,5%. O Dólar, por sua vez, também andou em mesmo tom, mas com variação um pouco menor, fechando o mês em R\$ 4,9535 – o que representou +2,32% no mês/ano. São números dentro dos intervalos possíveis estimados e, para as premissas de ambiente sem maiores estresses, dentro dos Cenários vislumbrados. Pudéssemos nós superar endereçando, ainda que para o LP, nossos problemas domésticos – econômicos, financeiros e institucionais –, a reação dos mercados poderia ser muito

melhor do que verificamos agora.

Na economia, os números prévios discutidos pelos principais *players* no mercado para 2024 não fogem muito do nosso PIB Potencial, ou seja, algo em torno de 1,8%. Nossas projeções são um pouco mais pessimistas e estamos com 2,26% em 2025, um pouco mais otimista que o mercado em geral. As projeções decorrem de um conjunto de variáveis e situações, mas tem grande peso no efeito

defasado da SELIC e uma premissa importantíssima: sem maiores estresses no horizonte com as contas públicas. De toda sorte, não temos muitas expectativas vindo dos índices de confiança, da FBCF, etc., mas apostamos, cautelosamente, em algum avanço nas reformas – se ocorrer alguma discussão no 1º SEM. Pelo lado do emprego, não se esperam substanciais avanços nem para este ano, nem para 2025 – Taxa Desemprego estimada em 8,36% e 8,28%, respectivamente. O desempenho de 2023 foi bom com criação de 1,5M de empregos formais, mas 25% menor que em 2022 e o mercado de trabalho ainda não voltou a situação pré-pandemia. O desemprego diminuiu sim (importante!), mas não somente porque mais pessoas conseguiram emprego, mas também porque há força de trabalho menor.



Na Política Monetária, o recente comunicado do COPOM não deixa dúvidas: manutenção do passo de cortes da SELIC em mesma magnitude de 0,5% nas próximas reuniões. Assim também pensamos e temos divulgado, tendo em vista nossas projeções para a inflação em 3,56% para 2024 e 3,30% para 2025. O destaque, sempre, para as contas públicas que podem mudar essa trajetória. Na última reunião do COPOM reuniram-se, pela primeira vez, os quatro indicados pelo PR: Gabriel Galípolo (Pol. Monetária), Ailton de Aquino Santos (Fiscalização), Rodrigo Teixeira (Relac., Cidadania e Supervisão de Conduta) e Paulo Picchetti (Assuntos Internacionais). Existe uma séria dúvida que essa turma, adiante comandada pelo Diretor de Política Monetária, e sob pressão maior de uma economia crescendo pouco como vislumbrada, possa agir de maneira menos técnica, mas até o momento o desempenho tem sido adequado. Nossas projeções apontam para uma SELIC de 9,25% ao final desse ano e 9% em 2025.

Na Política Cambial, uma forte convicção é que a cotação do Dólar não virá na casa dos R\$ 4,00, mas também não irá aos R\$ 6,00. Isso porque os pressupostos para os Cenário Básicos não incorporam, por enquanto, maiores estresses (Fiscal!). Na verdade, o horizonte é "benéfico", seja pelo lado vindo do exterior – com cortes, ainda que mais adiante, pelo FED – como também por novos superávits comerciais a se repetir este ano e no próximo. Não significa, contudo, que devamos esperar uma postura menos intervencionista do BACEN... a turma gosta de mexer, sempre! Importante também acompanhar a preservação de nossas reservas – mais uma vez o receio do mercado e nosso também, quanto a nova composição dos Diretores do BACEN. O teste de fogo virá, por certo, quando as condições se tornarem mais desafiadoras – neste momento saberemos, de fato, o compromisso e a responsabilidade de cada um.

Do lado fiscal, o ponto focal será quando da liberação do Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas. Neste momento veremos como ficará a meta fiscal, os contingenciamentos adicionais, e todo o discurso quanto à

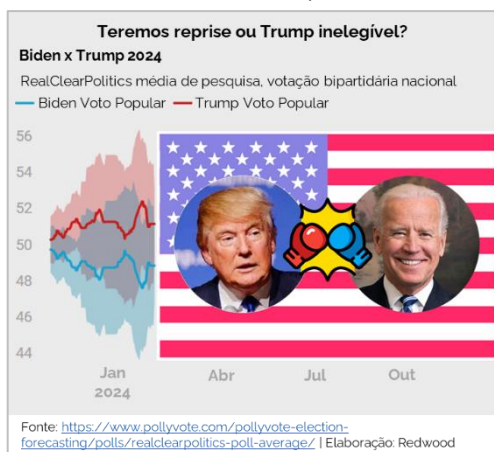
responsabilidade fiscal dos polos "expansionistas" do governo e a ala do Ministro Haddad que "insiste" no déficit zero. O diálogo com o CN, claro, permanece fundamental nesse sentido. Pouquíssimas pessoas no mercado, nós incluídos, acreditam em déficit zero este ano, mas ao mesmo tempo, nossas projeções não colocam o Brasil em trajetória explosiva da dívida. Contudo, a incerteza não é pequena (basta ver os discursos do PR) e sim, uma alteração no quadro fiscal do país "bagunçará o coreto", com reflexos imediatos na política de juros. Não se pode, em absoluto, deixar de dar atenção a (péssima!) narrativa do PR de que "gasto é vida".

Mundo afora, ao tempo em que os BCs parecem bem "coordenados" no enfrentamento da inflação, as questões geopolíticas e guerras colocam-se como fator de incerteza importante, com consequências diretas nos preços das

commodities e do próprio Dólar. Essa situação, por si só, desencadearia reversão nas políticas econômicas em várias partes do mundo.

Na China, apesar do gigantismo de sua economia, sua atividade segue em franco declínio, embora crescendo mais que os EUA e a Europa. Seu endividamento e a crise no mercado imobiliário, bem como o possível

acirramento das relações com Taiwan – com consequentes retaliações e sanções dos EUA e aliados – tem afastado investidores. Para a economia o que se espera é mais do mesmo (expansão fiscal): auxílio do governo (com pouco efeito até agora no setor imobiliário)... e Taiwan, uma incógnita. Na Zona do Euro (ZE), a economia deve crescer pouco este ano, e não acreditamos, como para os EUA, em uma postura de redução de juros pelo BCE no curto prazo. A inflação na ZE desacelerou em janeiro, mas ficou acima das expectativas dos analistas, e a taxa de desemprego ficou na mínima, recorde de 6,4%. Nos EUA, atividade e geração de empregos "fortes", combinados com salários crescentes não garantem população mais confiante e próspera. Motivos? Horas trabalhadas diminuem, e geração de empregos majoritariamente para nascidos no exterior, dentre outros problemas. Biden sofre e Donald Trump *surfa* o momento.



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