

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

FEVEREIRO 2024

Redwood

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

***"A smooth sea never made a skilled sailor."
"Mar calmo nunca fez bom marinheiro."
Franklin D Roosevelt – Ex-Presidente americano***

Estamos completando 30 anos do lançamento do Plano Real. Na economia e finanças, o Brasil navegava por mares turbulentos e com medidas e atitudes desconexas – foram seis outras tentativas frustradas anteriores. Vivíamos um verdadeiro manicômio econômico e o país era um laboratório aberto a todo tipo de investidas de planos econômicos mirabolantes. Até que veio o Plano Real, com equipe de notáveis, mas que não contou com o apoio do PT e seus economistas simpatizantes. Maria Conceição Tavares, sempre muito vocal e um tanto indelicada, teria vaticinado à época em relação a equipe formulou o plano: "Se der certo, vocês ganham o Prêmio Nobel e, se der errado, vão para Harvard deixar de nos aporrinhar, pois errar em dois planos é demais." Particularmente, é possível que o Plano Real ainda não tenha tido seu devido reconhecimento, e seus formuladores, um prêmio à altura. A história ajustará isso.

O Plano Real mais do que nos afastou da hiperinflação, colocou ordem na casa de forma econômica e, como não poderia deixar de ser, também auxiliou na organização e fortalecimento das Instituições. É claro que desde então ficou cada vez mais evidente que precisávamos de um plano estruturado para as contas públicas. Ao longo dos anos até tivemos alguns "lampejos" e determinação para esse controle, tais como a LRF, Regra de Ouro, Teto de Gastos, etc. A definição e o dogmatismo rumo a uma austeridade fiscal constante sempre foi fragmentada por diversas razões e, na sequência, perdida ou substituída por algo mais "conveniente".

Parece óbvio que se no passado tivemos alguma chance de um controle maior do fiscal do país, hoje a realidade não poderia ser mais distante. Pior, a política, a polarização, e a tempestade ideológica fragilizando a capacidade cognitiva, devastam qualquer faísca que pudesse acender o juízo econômico. Fazer conta e avaliar

equilíbrio do país não é muito típico de políticos, mas deveria estar nas prioridades. Nossos comandantes políticos carecem, temos defendido esse tema neste espaço, de cursos introdutórios de micro e macroeconomia ou ao menos, das operações elementares da matemática: somar e multiplicar, porque só sabem diminuir e dividir o dinheiro do contribuinte. A verdade é que a sequência de estabilizar, crescer e distribuir nunca foi "comprada" pela esquerda. Acham que deve ser tudo junto e ao mesmo tempo... não por menos temos um governo disfuncional... invocam: se não se preocupa com a justiça social, nada presta.

O fato é que perdemos o momento de aniquilar o charlatanismo econômico (vide Nova Matriz Macroeconômica), e temos agora figuras icônicas no BNDES, IBGE, etc.. O terraplanismo econômico (e especialmente

fiscal) parece voltar com toda força, apesar da voz solitária de Haddad, e de um PR que não se alinha com responsabilidade fiscal. Precisamos de uma metamorfose radical na condução político-



econômica, para se evitar a desordem social e voltarmos ao eixo da prosperidade. Essa tirania do dissenso, com *slogans* como *Gasto é Vida!*, contamina todo o ambiente e nos leva a uma situação de anomia, impactando Instituições e a (pouca) governança estabelecida, com falhas simultâneas. Fracasso total, sustentado com a tergiversação do PT e seus asseclas sobre as declarações absurdas do PR.

Assim como Gustavo Franco costuma lembrar, que o *problema da inflação não é o aumento generalizado de preços, mas sim uma doença da moeda, é a perda do poder aquisitivo da moeda*, talvez o problema do fiscal não seja efetivamente o gasto – este apenas a consequência. As Reformas, os marcos regulatórios, os indicadores (DB/PIB) a serem acompanhados e os limites (Gastos) são as atitudes a serem seguidas nesse mar turbulento com toda tripulação em devaneio e sem um bom Timoneiro. A nau Brasil está à deriva.

No mercado financeiro, as obscenidades que temos vivido da política brasileira ainda não fizeram preço ante suas potencialidades. Essa epopeia de desmandos, como esperado, tem afetado primeiramente os estrangeiros, com a perplexidade que parece não assustar tantos os nativos – ao menos o contato com investidores aponta para esse quadro. Será mesmo? A evolução dos indicadores de confiança não mostra boa coisa. Seja como for, o mercado está, sem dúvidas, muito apreensivo, cauteloso, mas também em uma torcida enorme para que – a vulgaridade rasteira da política e seus reflexos – não desande de vez o pouco que sobra de apetite para investimentos no país.

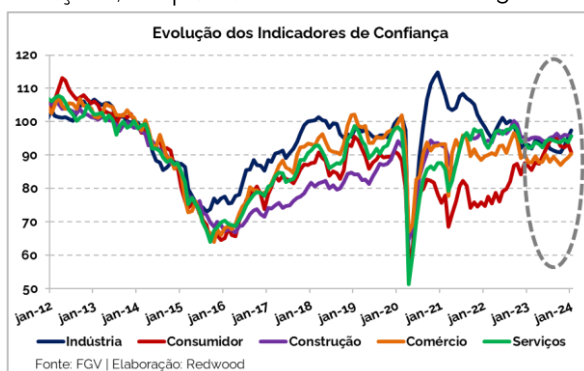
Nessa linha, o Ibovespa avançou nesse mês 0,99%, suavizando a queda de quase 5% do mês passado e fechou aos 129.020 pontos. No segmento das taxas de juros (ETTJ) o mercado apresentou pequenas oscilações, impactando “marginalmente” a estrutura de juros. O DI mais curto (DI-25) saiu de 9,985% para 9,955%, o com vértice para 2026 moveu dos 9,66% para 9,78%, e de 2031, subiu de 10,47% para 10,65%. Assim, como no mês passado, sem mudanças significativas, este mês as variações registradas foram de -0,03, +0,12 e +0,18, para os prazos de DIs 2025, 2026 e 2031, respectivamente. Continuamos firmes na avaliação da tendência de redução de juros, sempre muito cautelosos, mas cuja trajetória ainda não nos parece totalmente precificada no mercado. Esse fato, temos reiterado, merece atenção e, possivelmente, para os que podem assumir o risco, a necessidade de se reavaliar a carteira e rebalancear adequadamente. Apesar da volatilidade, 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 distante do comportamento dos demais ativos comentados, com “alguma” redução, encerrando o mês em 125,90 pontos, um recuo de 12,53 pontos, ou aproximadamente 9%. O Dólar, por sua vez, apresentou pequena variação, fechando o mês em R\$ 4,9833 – o que representou +0,60% no mês e +2,93 no ano.

No geral, são números “mornos”, sem grandes estresses e dentro dos Cenários vislumbrados para o período. Em muitos casos o compasso é de espera, ainda que a avaliação e o apetite dos gringos tenham secado. O *hemorrhaging* financeiro geral (perda substancial de recursos, dinheiro ou valor), contudo, espera-se, não virá (ou será equacionado) cessando o colóquio desastroso da política, impactando os mercados (e.g., falas do PR e Prates sobre Vale e Petrobras, dentre várias).

Na economia, o cenário externo segue como principal risco à nossa estabilidade econômica e financeira. Confirmado o PIB de 2023 (2,9%, somando R\$ 10,9Tri), rigorosamente em linha com nossas últimas projeções, reforça, pelo apresentado no 4º TRI23, as estimativas pífias de crescimento para 2024. A forte desaceleração do último trimestre 2023 tende a alguma reversão, mas nossas projeções apontam para crescimento um pouco abaixo do PIB potencial – sem o Agro como grande “estrela” em 2024, bem como ainda os efeitos defasados da Política Monetária. Os indicadores antecedentes – como o gráfico ao lado –, e a FBCF que não deslança (recuou 3% em 2023!), ditam o tom. A taxa de Investimento em 2023 foi de 16,5%, a menor desde 2019 (15,5%). O consumo das famílias, embora tenha crescido no ano, apresentou arrefecimento no último trimestre de 2023, motivo pelo qual acreditamos na ação do governo em “novas ideias” de transferências de renda e coisas da espécie. A taxa de desemprego surpreendeu e ficou em 7,6% no trimestre encerrado em JAN/24, o que indicou que o mercado segue forte, mas os dados corroboram uma expectativa de desaceleração gradual. Nossa avaliação é que os efeitos da reforma trabalhista podem ter mudado o nível da taxa neutra de desemprego estimada (9,5%). Motivos não faltam para avançarmos nas reformas.

Na Política Monetária, a economia mais resiliente no ano passado não interfere, em nossa opinião, a sequência de cortes de juros para este ano, justamente porque a atividade em 2024 estará em ritmo bem menor. É claro que o



"desemprego baixo e salários em alta" implicam em alerta para inflação, em especial a de serviços. Não por menos, casas importantes já sinalizam a taxa terminal da Selic em DEZ/24 para 10%, coisa que o BACEN se recusa a fazer neste momento, acertadamente. Também importante, como mencionado, tem o exterior, e aqui a atuação do FED e seus cortes de juros podem mudar os rumos das atitudes de nosso BACEN. Diferente de boa parte do mercado, sempre precificamos muito menos cortes da FED Funds, e mesmo assim nossos cenários apontam para uma Selic na casa de 9,25% e 9%, embasadas em nossas projeções para a inflação em 3,56% para 2024 e 3,30% para 2025, respectivamente.

Na Política Cambial, os caminhos do FED podem também ter impactos no câmbio. De fato, juros americanos caindo associado aos problemas geopolíticos com impactos nas *commodities*, em regra gera pressão no câmbio. Neste ponto, consideramos ainda muito cedo para maiores prognósticos na política cambial para além do que de fato já é o *modus operandi* do BACEN. Ademais, importa lembrar que o próprio diretor da área declara ser temerário fazer mudanças significativas na política cambial no meio de um ciclo de corte de juros. Correto, pois poderia trazer "risco de gerar mais ruído", dificultando o devido entendimento do que é efeito da política monetária e o que vem do câmbio. De toda sorte, o mesmo diretor diz que não vê necessidade de mudança do estoque de *swaps* atual... hoje na casa de USD 100bi... porque o estresse no cupom cambial está dentro da normalidade e o mercado tem se ajustado sozinho. Veja você!... mas completou: "Não significa que a gente não vá atuar, mas que também vai ser 'data dependent' nesse quesito." É o BACEN coerente com sua filosofia!

Do lado fiscal, o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas (previsto para final de março) parece ser o ponto focal e data para reavaliação da Meta para o ano. Contudo, não são poucos que acreditam que o governo poderá empurrar para mais adiante essa decisão. Difícil. Sustentar o discurso do déficit zero precisa vir acompanhado de argumentos e soluções práticas, que não parecem existir.

Sem receitas suficientes (esqueça melhora momentânea da arrecadação), sem contingenciamentos (palavrão para políticos) e sem nenhum controle adicional de despesas (ninguém no Executivo endossa), sem dúvidas haverá uma deterioração das expectativas para o déficit primário e crescimento da dívida. "Maquiar" o relatório de avaliação das contas do governo – com receitas que não se sustentarão – não seria na verdade uma surpresa, agradaria muitos e "ganharia" algum tempo. Se isso acontece, entretanto, todo o racional dos Cenários probabilísticos para o país colapsa. O ideal: metas críveis, sobre-esforço rumo a estabilização e superávits primários. Enfrentar a despesa! Quase utopia.

Mundo afora, três assuntos dominam os noticiários: as Guerras (Rússia x Ucrânia e Israel x Hamas), o comportamento dos BCs e a eleição presidencial nos EUA.

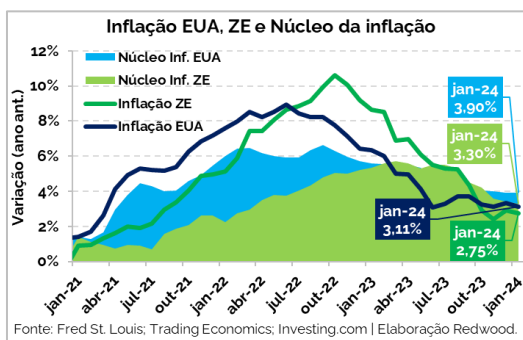
Neste mês, o presidente da Rússia acusou o ocidente de "provocar uma guerra nuclear" ao sugerir o envio de

tropas da OTAN para a Ucrânia. Foi uma resposta direta ao presidente francês em discurso à Assembleia Federal russa: "(O Ocidente) deve perceber que também temos armas que podem atingir alvos em seu território. Tudo isso ameaça realmente um conflito com a utilização de armas

nucleares e a destruição da civilização". Não fica mais sério do que isso. Sem avanço positivo, o conflito Israel x Hamas, também não se chega nem mesmo a um cessar-fogo momentâneo – todas tentativas frustradas, e os EUA como mediador não tem conseguido muito sucesso.

Quanto aos BCs, o foco, sempre, no FED, mas o BCE não foge muito do *script*. Todos têm sido muito cautelosos na condução de suas políticas, mas a convergência é mesmo de não antecipar qualquer movimento antes de uma certeza maior no combate à inflação. Assim, reiteramos, somos mais céticos quanto ao início de cortes, mas também de sua intensidade, com os devidos reflexos nos investimentos.

Por fim e não menos importante, tudo indica, apesar dos inúmeros processos e tentativas de inviabilização da candidatura de Trump, que teremos uma revanche Trump x Biden. Neste momento Trump leva com 5% de vantagem.



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