



CARTA MENSAL

ABRIL 2024

Redwood

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

**"But principles matter more than profit." Elon Musk, dono do X (ex-Twitter)
"Mas os princípios são mais importantes do que o lucro." (Tradução Livre)**

Frase recorrente no mercado financeiro é que o *"fluxo de caixa resolve tudo"*. Por mais abjeta que tal afirmação possa parecer – dado o escopo e circunstâncias que se aplicam –, ela reflete bem condutas finais em vários segmentos da sociedade, incluindo Governos. É claro que todos podem ter "um preço" sim, não necessariamente monetário, mas aqui, neste recente episódio envolvendo o empresário Elon Musk, o assunto é dinheiro mesmo. Neste caso, o empresário fez ameaças diversas e disse poderia fechar a empresa no país. Trouxe à tona uma possível ruptura que levantou "ânimos e esperanças" de que alguém finalmente iria enfrentar, com coragem e resignação de seu próprio negócio, decisões que beiram ao cerceamento da liberdade de expressão. Ledo engano.

Sim, pelo menos até o momento as promessas de Musk de desafiar as decisões de Alexandre de Moraes não serão cumpridas, e o jurídico do X assim avisou ao STF e ao TSE. Fosse mais um caso pontual da personalidade empresarial brasileira estaria "tudo bem", mas não o é. Com o que se entende ser necessário combater uma *instrumentalização criminosa das redes sociais*, afundamos nas arbitrariedades do STF, que representa a verdadeira pecha de limitações de liberdades e censura sobre todos nós.

Assim, cabe a reflexão: o STF está acima das leis? E o Congresso Nacional, tem sido mesmo, uma caixa de ressonância da sociedade brasileira? E o Executivo, com sua postura claudicante, fala anódinas e ataques bestiais que quando não são um deboche, trata questões sérias com demagogia? Precisamos ver as coisas com profundidade, sair desse vácuo absoluto e de verdadeira insanidade institucional. Já estamos pagando um preço muito alto por essa vertente tão nefasta que avassaladoramente tomou conta do país nos últimos tempos... e os prognósticos não são bons, basta ver os indicadores socioeconômicos. Estamos no caminho do "desaperfeiçoamento" do capital institucional. A massa polarizada, e em boa parte idiotizada, não parece enxergar que a ruptura democrática já aconteceu. A cegueira

coletiva, eclipsada por movimentos curto-prazistas populistas, não alcançam a inutilidade e futilidade como especialidades máximas desse governo. Tudo pode e tudo faz. E como falávamos na Carta do mês passado sobre nosso estamento político, é bom lembrar que a imunidade absoluta pode levar a absoluta tirania.

A perfídia das ações de nosso estamento político atual não pode passar incólume. Não faz muito tempo vivenciamos escândalos, corrupção estelares e profunda recessão econômica. Já vimos esse filme, de terror. A trajetória, dessa vez, infelizmente, tem potencial e contornos ainda mais contundentes. Além da insegurança jurídica crescente em meio a tudo que estamos testemunhando, o ambiente internacional, conforme antecipávamos, não ajuda, mas conseguimos ser ainda piores. Nossa principal bolsa cai no ano 6%, enquanto o S&P e o DAX caem, respectivamente, 4% e 3%. Nossa moeda se desvaloriza quase 7% no ano, e a nossa curva de juros abre vários pontos, nos curto e longo prazos, indicando problemas de inflação e fiscal. Não é pouca coisa, a percepção do risco Brasil aumenta, e não precisa somente olhar para o CDS, conversas com investidores internacionais corroboram a análise.

Como todo caso tem ao menos três lados (de um, de outro e o verdadeiro – que sempre se mostra adiante), temos a agência classificadora de risco Moody's (não podemos esquecer o comportamento das agências de risco em 2008!) que veio não somente confirmar o nível de risco do Brasil, mas também colocar como positivo o *outlook* da dívida soberana para médio e longo prazos do país. Neste caso, fazemos coro a afirmação do economista Alex Agostini da Austin Rating: *"Sinceramente não sei o que a Moody's viu para adotar a ação que tomou."*

De um jeito ou de outro, a realidade se impõe, e estamos aqui para avaliar todos os cenários (políticos e macroeconômicos) e oferecer o melhor para os investidores... e fazemos isso defendendo princípios e lucros. Necessariamente nesta ordem.



No mercado financeiro, a reprecificação do Brasil está em curso. Não parece ser algo pontual, e as fichas vão caindo cada vez mais, sobretudo no quesito fiscal. Difícil acreditar apenas no "mau humor" e o ambiente externo, que sim importa, mas verdadeiramente na conturbada dinâmica política, na dissociação da realidade e nas péssimas pautas e endereçamento das "soluções" aos nossos problemas estruturais. Nada reage mais rápido a tudo isso do que o mercado financeiro, e nem mesmo "melhoras" em nosso *rating* ou mesmo informações como o "maior" Investimento Estrangeiro Direto (IED) desde 2012 sensibilizam a grande fotografia e o filme que estamos assistindo. O governo "abandona" a narrativa e parte efetivamente para interferências diretas em empresas estatais e privadas – próximos passos poderão ser em "desenhos, incentivos e regulações" de setores. Isso mexe com expectativas e eventuais

rebalanceamentos de carteiras que, no mínimo, sugere aumentar a cautela e evitar maiores riscos.

Nessa linha, o Ibovespa recuou mais uma vez nesse mês: 1,70%, fechando aos 125.924 pontos, ou -6,16% no ano. No segmento das taxas de juros (ETTJ) os vértices que sempre analisamos deslocaram positivamente, em claro movimento de deterioração de expectativas. O DI mais curto (DI-25) saiu de 9,92% para 10,315%, o com vértice para 2026 moveu dos 9,80% para 10,65%, e de 2031, subiu de 10,92% para 11,78%. Não foi um movimento qualquer: as mudanças nesse mês representam variações de +0,395, +0,75 e +0,86 pontos, para os prazos de DIs 2025, 2026 e 2031, respectivamente. Neste momento, inúmeras casas importantes de pesquisa não apostam mais em uma Selic de um dígito em 2024. Continuamos firmes na avaliação da tendência de redução de juros, mas possivelmente não mais nas mesmas magnitudes previstas em nosso último Cenários (taxa terminal SELIC em 9,25%), mas ainda abaixo dos 10%. Assim, aumentamos a avaliação do nível de riscos e, portanto, ainda mais cautela no rebalanceamento dos portfólios. A

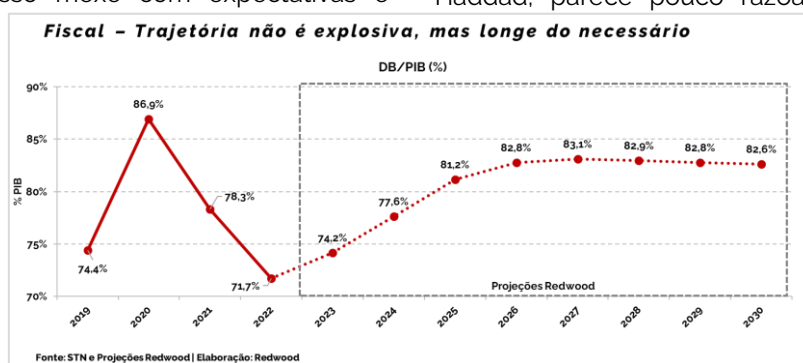
oportunidade de se reavaliar e eventualmente ajustar a carteira (com mais riscos) toma contornos mais dramáticos.

Quanto ao risco Brasil, precificado pelo principal indicador, o CDS de 5 anos, um novo "salto" foi verificado, com avanço significativo aos 150,51 pontos. Trata-se de uma variação de aproximadamente 10%, ou 13,8 pontos. O Dólar, por sua vez, também avançou, fechando o mês em R\$ 5,1718 – o que representou +3,51% no mês e +6,83% no ano. Estamos diante de um quadro "uníssono" de deterioração de "todas" as variáveis, mas ainda não se espera que as probabilidades do médio-longo prazos de nossos Cenários tenham se alterado significativamente... mas sim, acende o sinal de alerta. Embora o DNA de todos os integrantes dos cargos mais altos do governo seja rigorosamente o mesmo, o capital institucional menor e o enorme "fogo amigo" no Ministro Haddad, parece pouco razoável imaginar um mergulho

nessa tendência sem algum alívio, ainda que momentâneo – será a oportunidade de nova reavaliação dos Cenários.

Na economia, a grande presença do governo fará a diferença:

maiores gastos e muito crédito, essas as "ferramentas" de sempre e sem nenhuma surpresa. Os riscos macroeconômicos, contudo, não são poucos e, embora o crescimento do país já esteja, para maior parte dos economistas de mercado, na casa dos 2% (acima do que consideramos o PIB potencial), a qualidade desse crescimento não se fundamenta em bases sólidas. Investimento baixo, nível de endividamento alto e crescente, desemprego em alta e índice de confiança (indicador antecedente) que não avança consistentemente. Afora nossos problemas domésticos, o ambiente externo continua como grande risco à nossa realidade já bastante desafiadora. Assim, questões internas e externas podem frustrar a longevidade desse ciclo, fazendo-o apenas um "voo de galinha" (se de fato avançarmos acima do PIB Potencial), sem nos desvencilhar dessa terrível armadilha de baixo crescimento.



Na Política Monetária, a combinação dos efeitos das pressões políticas, *misallocations* e o Arcabouço Fiscal natimorto, certamente selou um compasso menor de reduções da taxa Selic. Continuamos com nossa opinião a respeito dos cortes de juros para este ano – em mesmo ritmo, mas possivelmente em intensidade menor. Embora vejamos alguma “desancoragem” da inflação, essa magnitude ainda não se acelerou e, somado a um desemprego crescente e uma economia (em nossa opinião) que não passa muito do PIB Potencial, a trajetória da Selic permanecerá a mesma com talvez 0,25% ou 0,5% a menos de corte do originalmente previsto. Isso porque ainda temos, na composição atual BACEN, RCN, pois, com a nova Diretoria em 2025, não descartamos interferência política.

Na Política Cambial, as questões fiscais também afetam a dinâmica do câmbio. Neste caso sem nenhuma condição, no médio-longo prazos, apesar da enorme reserva, de controle do BACEN. Aqui a situação é ainda pior, porque além de não termos um mecanismo realmente de câmbio flutuante, também não temos “qualquer garantia” de nível de intervenções (com aval do Colegiado, pode-se muito!). Assim, neste segmento o futuro continua extremamente incerto, mas acreditamos que o BACEN, com ou sem RCN, fará tantas quantas intervenções forem necessárias para controlar a volatilidade do câmbio e o seu nível. O câmbio afeta diretamente a vida de cada cidadão – é um preço fundamental.

Do lado fiscal, o “caldo” entornou de vez, e contaminou todo o resto. Narrativas e ações do governo escancaram o descompromisso com o fiscal do país. No último dia 15 de abril a grande dúvida se o governo iria tentar surpreender (levando adiante a meta original) ou frustrar (alterando a meta) – qual seria a melhor decisão e aceitação do mercado – chegou ao fim, com a alteração da meta do resultado primário. Esta decisão representa uma consolidação importante da realidade fática, da ideologia e mecanismo que acreditam ser o melhor para o país. Do ponto

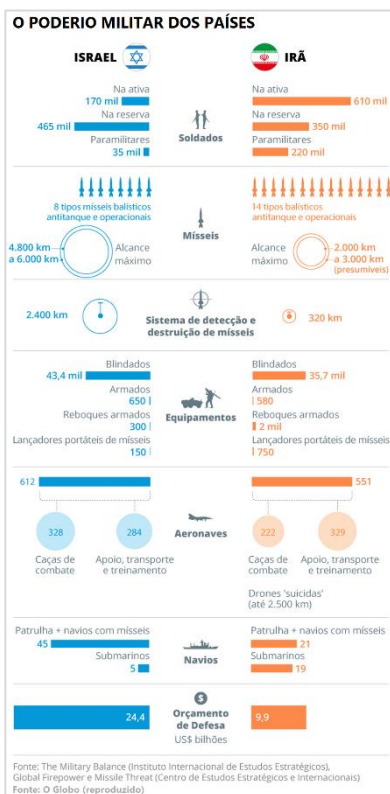
de vista fiscal a situação, em nossa opinião, só piorou. Não se entende, de fato, a “chave interpretativa” para explicar por que a Moody’s elevou o *outlook* de nossa dívida soberana – era para ter sido reduzida! O arcabouço fiscal definitivamente não está funcionando, não tem credibilidade e resta saber quanto tempo levará para de fato o abandonarmos e arrumarmos algo mais “gerenciável” – talvez uma banda indicativa DB/PIB, ou qualquer outro indicador que privilegie a variável que está realmente ao alcance do governo: gastos. Mais do que uma estabilização da DB/PIB, precisamos de superávits para iniciarmos uma trajetória de queda rumo aos 60%, quando, então, frente a outros avanços, poderemos almejar ter o Grau de Investimentos novamente. Como estamos, parece utópico.

Mundo afora, as Guerras (Rússia x Ucrânia e Israel x Hamas), escalam e tomam novos e mais preocupantes contornos. Depois dos exercícios militares da OTAN, a Rússia realiza a simulação do uso de armas nucleares táticas em suas movimentações militares. De outro lado, a guerra Israel x Hamas avança e pode de fato se espalhar na região, em especial com o Irã. As consequências dessa escalada podem afetar não somente as economias regionais, mas também todo o planeta.

Na Europa, o BCE avalia que a inflação na Zona do Euro pode estar a caminho dos 2% a.a. com riscos mitigados, alcançando a meta em meados de 2025. Este é um cenário absolutamente em linha com nossas expectativas, corroborado com

declarações de Philip Lane, que os juros permanecerão elevados, pois têm auxiliado no processo de desinflação. Na China, aumentam os rumores de uma maxidesvalorização cambial. As especulações decorrem das recentes movimentações do PBoC quando fixou a cotação do Yuan acima de 7,10 por Dólar.

Nos EUA, a política domina todos os noticiários, fazendo qualquer assunto (Israel, fronteira, economia etc.) motivo de comparações de Trump com Biden. Alta tensão!



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