

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**

NOVEMBRO 2024

# Redwood

---

REDWOOD ASSET MANAGEMENT

## **“Qualquer missão, em qualquer lugar, a qualquer hora, de qualquer maneira.” Lema dos “Kids Pretos” – Integrantes das Forças Especiais do Exército**

Novembro de 2024 será um mês que permanecerá em nossa memória pelos piores motivos. Um período marcado por contratemplos, infortúnios e deselegâncias, que expôs nossa pequenez e arrogância de forma escancarada. Começamos com a primeira-dama insultando o futuro ministro dos EUA, Elon Musk. Em seguida, o G20 terminou de forma melancólica, e logo depois veio a “revelação” de um suposto plano golpista, com Bolsonaro, claro, no centro das acusações. Para encerrar, o governo finalmente apresentou o tão atrasado pacote de cortes de gastos, resultando em um retumbante fracasso e mergulhando os mercados no caos. Cada episódio, à sua maneira, contribuiu para consolidar a imagem de um país atolado na vergonha, no desalento e na desesperança — condenado a patinar como pária, relegado à escória e ao ridículo no cenário global.

A frase “*fuck you, Elon Musk*” de Janja, escancara uma revolta visceral e carrega uma baixeza que destoa do papel de uma primeira-dama, marcando um episódio sem paralelo na história. Nunca antes, em qualquer tempo ou lugar, uma ocupante desse posto recorreu a uma grosseria tão explícita, abandonando a compostura tradicionalmente associada à posição. Como se não bastasse – obteve apoio de Ministros –, sua declaração chancela a já difícil situação do Brasil com o futuro governo Trump, afundando ainda mais na lama da incompetência e da incompatibilidade diplomática entre os países – tensões que poderiam ser tratadas com inteligência e estratégia.

Após a gafe da primeira-dama, a Declaração de Líderes do G20 enfrentou um terreno incerto. Temas como multilateralismo, igualdade de gênero, desenvolvimento sustentável, tributação de fortunas, clima e meio ambiente foram frontalmente rejeitados por Milei e agora reforçados pela reeleição de Trump. Embora o comunicado tenha sido emitido, a mensagem e os desencontros ao final, revelou uma completa desorganização e evidenciou o caráter meramente retórico do desfecho — palavras ao vento.

Com 37 pessoas indiciadas pela Polícia Federal, entre elas o ex-presidente Bolsonaro e diversos de seus ministros

e assessores, o relatório agora está nas mãos da PGR, que decidirá se dará prosseguimento ou não. A tentativa de orquestrar a permanência de Bolsonaro no poder não chegou a ser executada, principalmente pela ausência de apoio dos comandantes das Forças Armadas. Contudo, independentemente do desfecho, o fato inegável é que houve um planejamento para um possível golpe. Configurado crime ou não, expõe um completo desprezo pelo processo eleitoral, pela separação dos poderes e pelo estado de direito. Além disso, o episódio revelou uma combinação alarmante de brutalidade, falta de inteligência estratégica e incapacidade de aceitar a alternância de poder. Manchou a imagem do Exército, como também enfraqueceu

uma oposição que poderia exercer um papel essencial diante do cenário atual. Resultado: desgaste institucional e comprometimento da credibilidade democrática.

Por fim, encerrando um mês repleto de ideias, manifestações e planos que beiraram o excêntrico, foi apresentado o tão aguardado pacote de cortes de gastos. Foi um desastre absoluto aos olhos do mercado financeiro e de quem preza pela lógica econômica e pelo verdadeiro bem-estar de longo prazo. Contudo, é preciso reconhecer: o pacote foi perfeitamente coerente com o *mindset* do atual Executivo e alinhado ao mandato eleitoral que o sustenta. Cumprindo suas promessas de campanha, o país vai às cordas, escancara o despudor em suas escolhas e expõe a fragilidade do sistema. Como consequência, juros, câmbio, bolsa e risco-país – todos em níveis de estresse elevados. Resta, agora, a tentativa de conter os danos, “explicar melhor” suas intenções e sinalizar possíveis ajustes. Será que cola?

Assim, considerando tudo o que foi exposto — nossa inclinação ao fútil e ao escárnio, o desprezo pelas regras e pelo bom-senso, e, sobretudo, as atitudes destemidas que ignoram completamente as consequências —, fica evidente a representatividade que o lema dos *Kids Pretos* pode ter em outras áreas. A interpretação e adequação, claro, devidamente ajustadas. O Brasil sofre profundamente.



No mercado financeiro, a frustração com o pacote de contenção de gastos foi significativa, transferindo a pressão (responsabilidade) para o BACEN. A precificação dos juros futuros reflete uma percepção clara: as taxas subiram de forma generalizada e expressiva em todos os vencimentos, indicando que os agentes econômicos internalizaram o baixo compromisso do governo com a disciplina fiscal. Essa percepção é corroborada pelo enfoque preferencial na ampliação da arrecadação e estímulo à atividade econômica, em detrimento de uma agenda robusta de controle de despesas. Com a credibilidade da política fiscal comprometida, o receio agora é que isso, de alguma forma, alcance também a política monetária, o que exigirá do BACEN firmeza e independência – características demonstradas nos últimos dois anos com RCN e que serão postas à prova, especialmente sob a liderança de Galípolo a partir de JAN/25. O cenário, portanto, apresenta desafios substanciais para a autoridade monetária.

Nesse sentido, o Ibovespa encerrou novembro com o pior desempenho para o mês nos últimos sete anos, e isso porque o derradeiro pregão do mês reagiu frente as inúmeras declarações para se tentar contornar um anúncio de corte de gastos, que trouxe renúncia fiscal, podendo, inclusive, desidratar significativamente o plano desejado. Ajudaram bastante as afirmações dos presidentes da Câmara e do Senado com o compromisso do CN com a meta fiscal e nessa linha afastar que aumentos de impostos (neutralizar a renúncia fiscal) não seriam avaliados neste momento. Assim, o índice fechou nos 125.668 pontos com variação de -3,12% no mês e um acumulado no ano de -6,35%. No segmento das taxas de juros (ETTJ) o estrago foi ainda maior: todos os vértices sob análise avançaram, sendo o DI mais curto (DI-25) cotado a 11,662% de 11,29%, o com vértice para 2026, a 13,89% de 12,825%, e de 2031, nos 13,60% de 12,94%. Nesse mês, portanto, os ajustes representam variações de +0,372 (3,29%), +1,065 (8,30%) e +0,66 (5,10%) pontos para os prazos de DIs 2025, 2026 e 2031, respectivamente. Esse avanço mostra claramente o tamanho do estresse provocado diante da

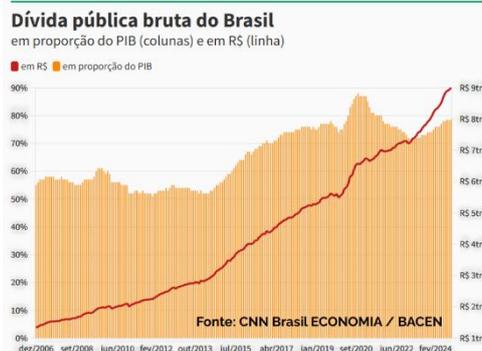
absoluta quebra de confiança na responsabilidade fiscal do governo. Assim, o mercado aguarda com atenção a resposta do BACEN à nova configuração da curva de juros.

Quanto ao risco Brasil, precificado pelo principal indicador, o CDS de 5 anos, também se observou aumento importante nesse mês, fechando em 163,13 pontos ou +3,05% - de fato, um incremento relativamente contido frente à magnitude do estresse geral, mas que sinaliza um risco crescente. O Dólar, na mesma linha, rompeu a linha dos R\$ 6,00 e fechou nos R\$ 6,0535, vindo de uma cotação já pressionada do mês anterior de R\$ 5,77, o que representou uma variação de 4,77% no mês e estonteantes 25,04% no ano. Esses movimentos nos preços dos ativos refletem, de forma

contudente, a deterioração das expectativas, desprezam *mea culpas* e aguardam alguma correção e/ou ajustes mais concretos.

Na economia, o PIB de 2024 permanece surpreendendo diante do impulso fiscal expansionista desde 2023, conforme demonstrado no gráfico ao

lado. Na margem, o PIB pelo lado da oferta cresceu 0,9% (Agro -0,9%, Indústria 0,6%, Serviços 0,9%) e, comparado ao 3º TRI 23 apresentou alta de 4%. O desempenho superou ligeiramente a mediana das projeções de mercado (0,8%) e dentro do intervalo esperado (0,5% a 1,2%), porém bastante distante das nossas expectativas. De toda sorte, recalibrados os números, a economia não crescerá menos de 3% em 2024, substancialmente acima das projeções iniciais estimadas nessa época do ano passado. Justifica tamanho desvio, exatamente o impulso fiscal expansionista calculado pelo FMI na casa dos 2,2%, um dos maiores do mundo. Com a economia bastante aquecida, a taxa de desemprego também apresenta números exuberantes, com a taxa em 6,2% no último trimestre encerrado outubro. Embora seja um número do passado e exista obviamente um limite desse impulso fiscal, o desempenho desse ano terá um componente de carregamento estatístico relevante para 2025. Assim, mesmo com esse efeito, projeta-se uma desaceleração em 2025, com crescimento em torno de 2% – próximo ao PIB potencial – e uma provável deterioração nos indicadores de emprego.



Na Política Monetária, a deterioração das expectativas inflacionárias para o período de 2024 a 2026 eleva significativamente o nível de responsabilidade do BACEN, que agora opera com uma meta contínua de 3%. Contudo, nossas estimativas iniciais, após os impactos do pacote fiscal, indicam que a inflação ultrapassará o teto da meta já em 2025 e, em 2026 – horizonte relevante da política monetária –, estará ainda distante do objetivo central. A inflação implícita no período de 2025 e 2026 passa dos 6% e, embora possa parecer moderado no contexto histórico brasileiro, em um regime com meta de 3%, o esforço exigido do BACEN será considerável. Por razões óbvias da nova composição do COPOM (JAN/25), é improvável que ocorra um choque de juros significativo, mesmo diante de compromissos técnicos declarados. Assim, a estratégia deverá caminhar para um cenário de taxas elevadas por um período prolongado (*"higher for longer"*), similar ao observado nos EUA, mas com uma SELIC inferior ao nível que um choque exigiria. A razão é simples para quem tem duplo mandato: precisa-se atentar também para a atividade econômica que, como comentamos, estará arrefecida nos próximos anos. Assim, uma convergência da inflação à meta parece viável apenas no próximo governo, e isso, na melhor das hipóteses.

Na Política Cambial, o BACEN merece reconhecimento por sua condução recente. Outrora, em situações semelhantes, intervenções no mercado eram frequentes; a atual contenção representa um avanço significativo, certamente um desafio ao *status quo*. Entretanto, como os mecanismos "naturais" de sinalização para um Dólar mais "estável" não estão ao seu alcance, a ausência de ações concretas por parte do governo agrava o cenário. O impacto do câmbio sobre os preços domésticos (*pass-through*) permanece uma preocupação relevante, especialmente considerando as consequências de um Dólar consolidado acima de R\$ 6,00, que remete à cobiça política irresponsável para uso das reservas, etc. Assim, projeções para DEZ/24 foram revisadas diante do reconhecimento, pelo mercado, do descompromisso fiscal do governo, e de uma política monetária possivelmente menos restritiva do que o

necessário. Parece certo que parte do ajuste econômico deverá ocorrer via câmbio, dado o espaço limitado para outras alternativas.

Do lado fiscal, o empenho do governo parece mais em tentar "viabilizar" o natimorto Arcabouço do que demonstrar um engajamento sólido com a responsabilidade fiscal. Esse pacote fiscal apresentado não deveria ser levado adiante, pois, embora existam esperanças de que o processo legislativo melhore a proposta, a experiência sugere que é mais provável que ela seja enfraquecida. A torcida é que se proponham avanços significativos não contemplados e se eliminem os devaneios... quase utopia. De toda sorte, como desenhado, a trajetória da DB/PIB não se altera e em 2026 estaremos com uma relação de 86%+. Um aumento de 14 pp durante este governo.

Mundo afora, Trump nem mesmo assumiu e todos acompanham a composição de seus principais assessores e suas promessas e "ameaças". O que para os Republicanos parece um *Dream Team*, para os Democratas e simpatizantes trata-se de um verdadeiro pesadelo. Alguns mal foram indicados e já estão fora diante do histórico, mas a maioria até o momento é muito representativa e capaz de auxiliar Trump a levar adiante suas promessas de campanha. Exemplos de suas "ameaças" vão desde a "intromissão" na guerra Israel x Hamas, passando por aumentos tarifários na China e críticas a eventual "nova moeda" nos BRICS para substituir o Dólar. Certo ou errado, o *avant-première* tem surtido algum efeito.

Na Europa, os riscos globais elevados, em especial as tensões geopolíticas, continuam a impactar a perspectiva econômica da região. Com o crescimento econômico muito fraco e a taxa de desemprego com tendência de alta na ZE, será provável uma política monetária mais frouxa nos próximos meses. Na China, o PBoC reafirmou seu compromisso em sustentar a recuperação econômica do país, utilizando ferramentas de política monetária para fortalecer os ajustes anticíclicos e assegurar liquidez.

Com o retorno de Trump, o cenário global exigirá esforços intensificados de todas as nações e em diversas frentes. O mundo será bem diferente a partir de 20 JAN 2025.



## 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)