

Carta Mensal

Março 2025

"O caos é apenas uma ordem que ainda não compreendemos."

- José Saramago

Abraçando o Caos

MERCADOS GLOBAIS:

O ano nem completou o seu primeiro trimestre, porém a sensação é de que já estamos no segundo semestre. A quantidade de mudanças que estamos presenciando, em especial no cenário internacional, nos faz crer que estamos vivendo um processo caótico. **Sim, estamos presenciando grandes alterações na ordem econômica e na ordem geopolítica que terão consequências razoáveis na ordem financeira e no cenário de investimentos.** Naturalmente, isso terá impactos no Brasil, que mesmo sendo insignificante no xadrez global e uma economia relativamente fechada, ainda assim passará pelos efeitos dessas mudanças. Mais adiante no texto, analisaremos se o governo atual entende o que está acontecendo e se temos chances de nos aproveitar das oportunidades que sempre aparecem em períodos de grandes mudanças.

Temos um pano de fundo, que é um bom começo para entendermos o que está havendo:

- Os Estados Unidos são o **grande consumidor** do mundo. **Em 2024 o déficit americano foi de USD 918 bilhões**, sendo que os maiores gaps foram com China (USD 295 bilhões), EU – União Europeia (USD 235 bilhões), México (USD 171 bilhões) e Vietnã (USD 124 bilhões). Para todos os efeitos, Vietnã pode ser considerado como um puppet da China, triangulando suas exportações.
- A China é a **grande fábrica** do mundo. **Em 2024 o seu superávit comercial foi de cerca de USD 992 bilhões**. Já o saldo comercial da EU é basicamente equilibrado. O Japão roda com um déficit comercial, porém fora da ordem de grandeza dos números de China e Estados Unidos, que são os atores principais desse jogo.
- O Brasil, embora tenha uma corrente de comércio superavitária da ordem de USD 70/80 bilhões por ano, em ordem de grandeza fica bem aquém dos grandes atores, **participa do trade global como fornecedor de produtos básicos (agro, petróleo e minério).**

Não é difícil visualizar que China e Estados são polos opostos, um verdadeiro espelho. Porém a nova administração americana disse em alto e bom som, **o grande comprador vai reduzir suas compras e vai fabricar mais em casa.** Ponto. Se virem.

Além do enorme déficit comercial, os americanos têm outro enorme déficit, o fiscal. Ambos são chamados de déficits gêmeos. **Aqui também o Tio Sam também já deu a letra, o déficit fiscal tem de ser reduzido dos atuais 7% do PIB para algo como 3% do PIB.**

O bolso fechou e isso tem implicações que vão além da economia. Por exemplo, os Estados Unidos já avisaram que não vão mais financiar os gastos militares da OTAN. Esse subsídio é uma espécie de Plano Marshall já com 80 anos de duração. Logo, Ucrânia não é meu problema, Rússia não é meu problema. **A Europa que lute! A Europa que pague a sua conta militar.** Os 32 países que são membros da OTAN gastam algo como USD 1,5 trilhão por ano em defesa. Em 2019 apenas 9 países alcançavam a meta de gastar 2% ou mais do PIB em defesa. Desta conta, os Estados Unidos financiavam 22%. Só de tropas estacionadas em solo europeu, temos cerca de 100 mil americanos.

Os primeiros números falam que **a Europa terá um gasto adicional de 300 bilhões de euros por ano** e terá de adicionar algo como 300 mil soldados no curto prazo, para se defender de uma eventual ameaça russa. Pois é, esse gasto fiscal tem animado a bolsa europeia e também provocado abertura em suas taxas de juros. As finanças europeias não são exatamente um primor de estoicismo, com grande endividamento e o financiamento de um generoso bem-estar social, ao mesmo tempo que o envelhecimento populacional piora ainda mais as coisas.

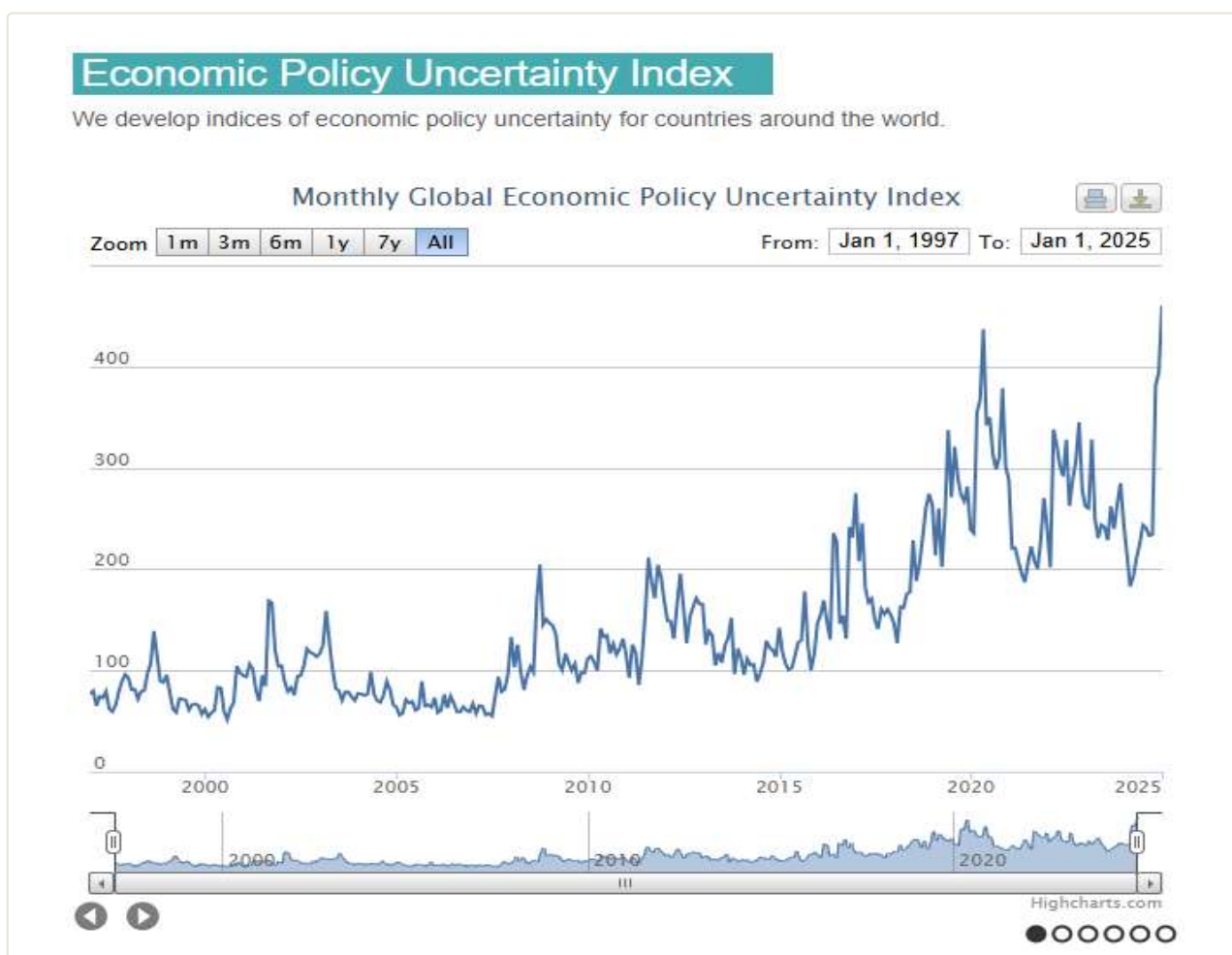
Voltando aos números americanos. Eles pretendem efetuar um corte de gastos, mirando ineficiência e corrupção, com o DOGE (Departamento de Eficiência Governamental) comandado por Elon Musk. Porém, quando olhamos o orçamento americano, temos que 75% são despesas mandatórias, em tese mais difíceis de cortar. Sobram então 25% de despesas discricionárias, onde temos grosso modo USD 1 trilhão em diversos e USD 850 bilhões em gastos de defesa. Ou seja, para obter um ajuste de 1% do PIB no déficit (USD 300 bilhões) o governo teria que cortar 17% dos gastos discricionários. **Com isso, fica claro o corte de mesada para a Europa. Aliás de todas as mesadas, os americanos não são mais a polícia e o benemérito do mundo.**

Uma outra forma de se alcançar este objetivo é naturalmente aumentando a arrecadação, porém é promessa de campanha de Trump a redução de impostos corporativos e também no nível de pessoa física (como por exemplo os impostos sobre as gorjetas dos garçons).

Por exclusão, sobra que o aumento de tarifas de importação não só tem que cobrir a redução de impostos, como tem de deixar um troco ainda. **Logo, devemos levar muito a sério a questão tarifária, que enganosamente começou tranquila nos primeiros dias de governo Trump, porém ganhou tração nas últimas semanas. Tarifas de importação aumentam as receitas.**

Temos algumas implicações macroeconômicas realmente sérias com todas estas mudanças:

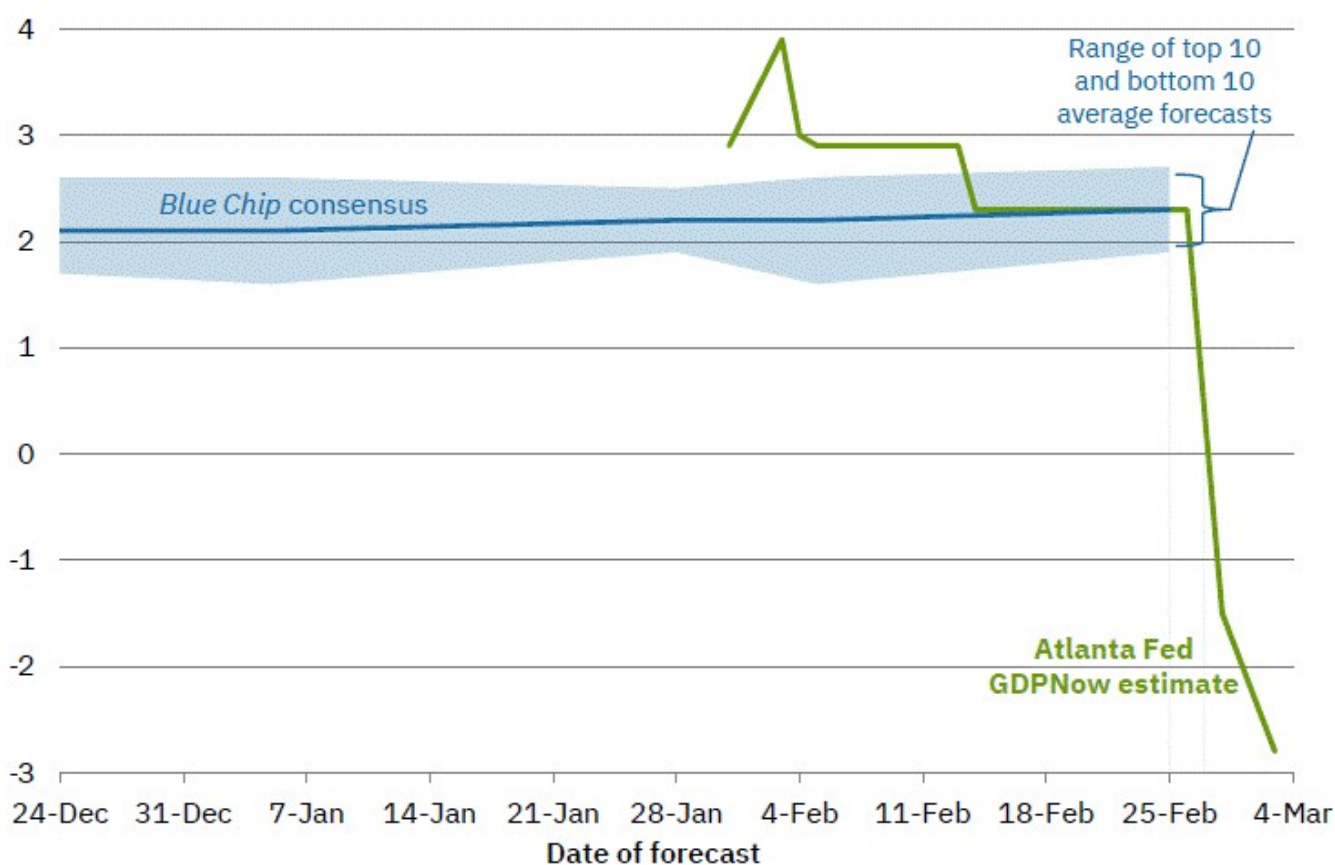
- Primeiramente, ao adotar a política de reciprocidade na tarifação de importações, ou seja, uma abordagem de igualar cada tarifa, de cada produto, país a país, significa que a lista de tarifas dos Estados Unidos subiria das atuais 15 mil linhas para algo acima de 3 milhões de linhas. Além de complicado do ponto de vista prático, isso provocaria uma enorme mudança de preços relativos no mundo. **Não sem motivo, o índice de incerteza de políticas econômicas (nível global) está no seu maior ponto nos últimos 30 anos. E isso já começa a cobrar o seu preço em uma atividade econômica que começou bem o ano, mas já começa a virar.**



- A incerteza quando sobe, freia o espírito animal de empresários e investidores, presente na economia. O mesmo pode ser dito da redução de gastos governamentais, nos últimos anos cerca de 50% do crescimento do PIB nominal americano não foi nada além da enorme farra fiscal durante e depois da pandemia. Aliás, o mesmo se aplica ao Brasil, cabe ressaltar. O medidor de PIB do FED de Atlanta, de alta frequência, começou o ano com crescimento de 3% e agora aponta para uma contração de mesma magnitude, um grande movimento. Sim, sabemos que é um medidor volátil por natureza, porém a direção das coisas e rapidez da mudança nos dizem que Trump está mudando muita coisa ao mesmo tempo. Atualmente 70% do crescimento do número de empregos tem sido governo e setores quase governamentais como saúde e educação. Com o facão que Musk está passando no setor público, vamos começar a ver destruição e não criação de vagas. Isso em uma economia que 2/3 do PIB é consumo.

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q1

Quarterly percent change (SAAR)



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

- Tanto o processo de reindustrialização dos Estados Unidos, como o rearmamento da Europa e também a tendência secular de investimentos em AI e eletrificação, **nos empurram para um mundo onde investimentos massivos em infraestrutura terão de serem feitos no ocidente**. Um ocidente com pouca oferta de engenheiros e de empresas que coloquem de pé estradas de ferro, geração de energia, linhas de transmissão, data centers, pontes, estradas, refinarias, aeroportos, portos e plantas industriais. Tudo isso estará em alta demanda nos próximos 10 anos, ao menos. A identidade econômica nos diz que **I (investimentos) = S (savings ou poupança)**. Para que a poupança alcance os níveis desejados para investimentos, o nível de juros reais na economia global terá que subir. Na verdade, já estamos nesse processo. **Anote isso, a era de juros reais altos veio para ficar**.
- Agora que a maré baixou países com déficits ou com seu excesso de poupança investido fora de suas fronteiras terão de fazer ajustes. No segundo caso deverão optar por duas opções (ou uma mistura delas); aumento de juros reais (para repatriar sua poupança) ou simplesmente liquidar o seu portfólio investido no exterior (aqui sabemos que as ações americanas foram o grande destino deste dinheiro). **Já os países rodando com déficits, como os Estados Unidos, terão de cortar os seus gastos e também os seus déficits comerciais**. Na verdade, os Estados Unidos já começaram o processo.
- Aqui abrimos um parênteses para o Brasil, enquadrado na categoria de país muito endividado em moeda local, e que gera déficits estruturais em moeda local (10% do PIB, ou BRL 1 trilhão). O processo racional para este mundo em mutação seria um responsável corte de gastos. Não é o que estamos vendo, nem o que parece que vamos ver. Os analistas políticos, alguns até próximos do Partido dos Trabalhadores, se queixam de um presidente isolado em seu palácio, sem entender o que ocorre no país e sem nem desconfiar do que ocorre no mundo, apenas escutando um quadro róseo de seus bajuladores mais próximos. **Governos com esse nível de dissonância cognitiva apelam para a criação de dinheiro, para mascarar a ausência de poupança local**. Isso, naturalmente nos leva à movimentos grandes de depreciação de moeda, inflação e **que resultam em insatisfação popular**. Não à toa, os índices de aprovação do governo baixaram para menos de 30%. Com 19 meses ainda para as eleições, a tentação do governo de apertar todos os botões de gasto para reverter a popularidade será simplesmente grande demais para ser ignorada. **O Brasil irá piorar antes de melhorar**. A nomeação de Gleise Hoffmann para a coordenação política não é um bom sinal diante do cenário.

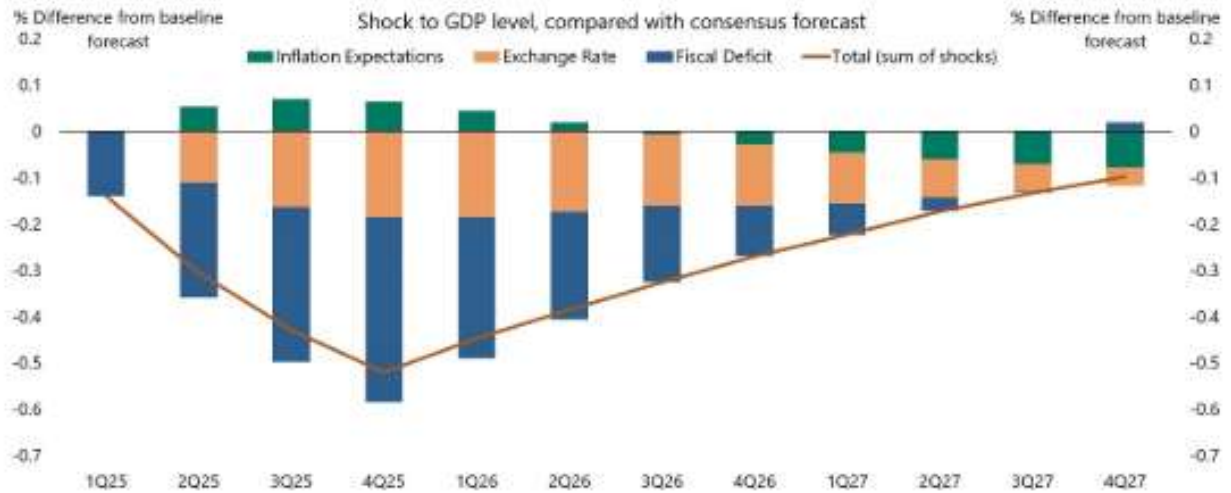
Bem, estamos chegando em nossas conclusões. Alguns analistas se apressam em dizer que a *outperformance* das ações americanas terminou, porque estamos saindo de um ciclo de tecnologia e entrando em um ciclo industrial. Alto lá com o andor, que o santo é de barro. Achamos essa conclusão precipitada, afinal podemos sem problema algum conviver com um ciclo industrial se juntando à um ciclo de tecnologia (que com AI, está apenas na sua infância). Podemos ter algumas boas oportunidades de rotação e diversificação, mas decretar a morte das ações americanas nos parece muito exagero. **Afinal, os problemas estruturais da Europa; envelhecimento, uma população não muito afeita ao trabalho duro, burocracia e falta de competitividade, continuam. Não é um estímulo fiscal que irá reverter isso. Aliás, o estímulo fiscal está mais para um voo de galinha, aproveite enquanto dura.**

Outros analistas já pegam essa azedada recente nos dados de alta frequência e vaticinam que os Estados Unidos entrarão em recessão ainda em 2025. **Toda mudança de política econômica vem com um custo associado.** Estamos vendo estes custos. A ação do DOGE, em conjunção com mais tarifas e um freio na imigração **são um moderado choque estagflacionário.** Nada indica ser uma recessão. Com os dados que temos, e usando modelagem do próprio FED, a gestora Apollo estima que nos próximos trimestres veremos a inflação 0,2% acima e o PIB 0,5% abaixo. É claro que um processo caótico pode sair dos trilhos e termos resultados inesperados, mas por ora não é o que temos. **Afinal, quando o choque passar, o que restará é um Estados Unidos em melhor forma fiscal, com impostos menores (mais competitivo), em pleno processo de investimento (AI, eletrificação e reindustrialização). Ou seja, mais PIB e maior produtividade da economia.** Justamente por esse custo inflacionário de curto prazo é que não gostamos ainda de posições aplicadas em juros longos americanos, ainda temos um caminho até sairmos do outro lado dos ajustes.

Naturalmente uma pergunta que fica após esse ajuste é o que a China fará com esse **excedente de produção que não vai chegar no consumidor americano?** Duas opções aqui; não excludentes, inundar o resto do mundo com produtos mais baratos ainda ou transicionar para uma economia de consumo, ou seja, sua população tem que reduzir a poupança e começar a gastar. Mas esse tema de China fica para uma outra hora, com mais detalhe, afinal é uma peça-chave deste quebra cabeça.

Resumindo, estamos no meio de uma transição de modelo econômico global, no momento parece que estamos no meio de um caos, porém deste caos emergirá uma nova ordem, é bom que estejamos preparados, como país e como investidores.

Impact on GDP of tariffs and DOGE savings



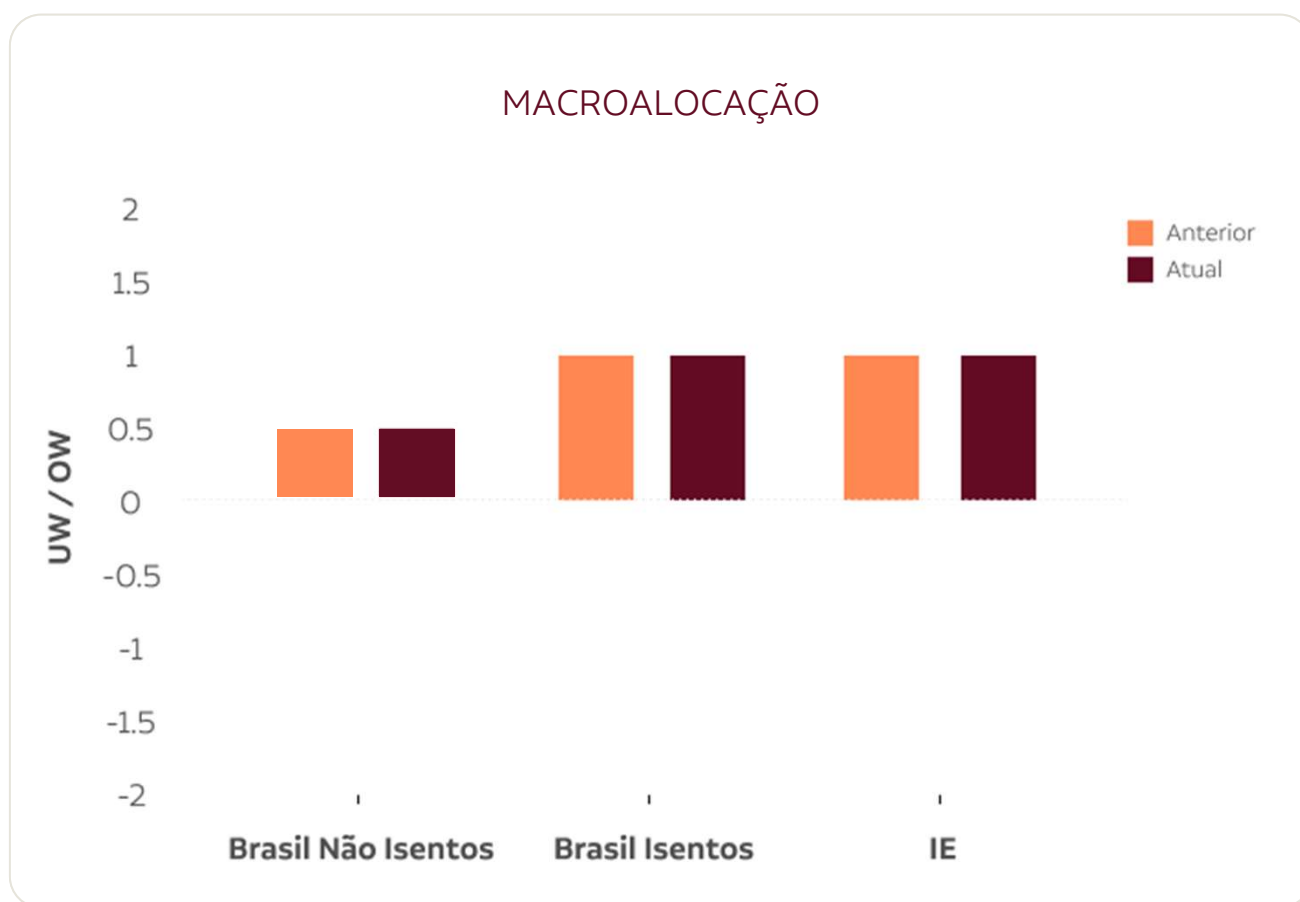
Note: Assuming \$100bn in DOGE savings resulting in 0.4% reduction in fiscal deficit, 5% appreciation of exchange rate, and 0.5% pt increase in inflation expectations shocks applied in Q1 2025. Source: Bloomberg SHOK model, Apollo Chief Economist

Expand ↕

Impact on inflation of tariffs and DOGE savings



Termômetro de Alocação



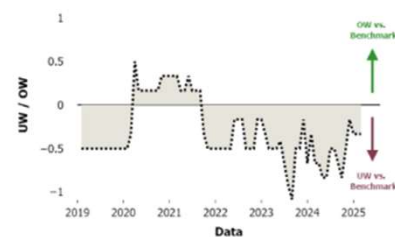
O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e LCAs, entre outros), ativos brasileiros não-isentos, e ativos de Investimento no Exterior.

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

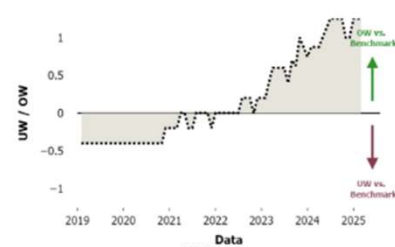
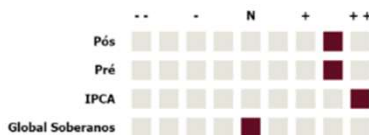
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

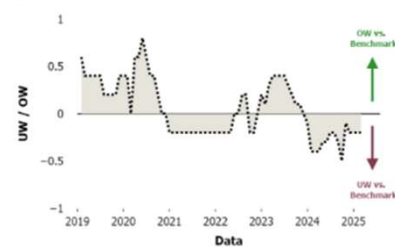
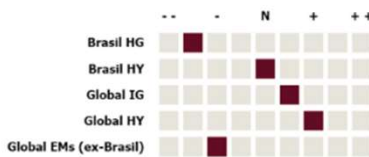
ALOC. AÇÕES



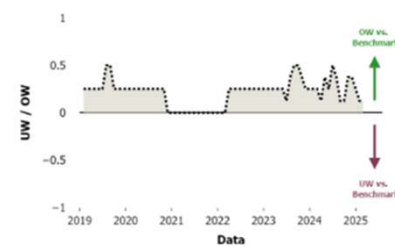
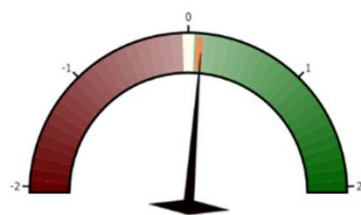
ALOC. RENDA FIXA



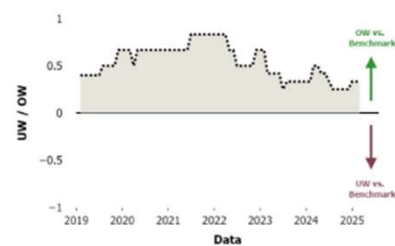
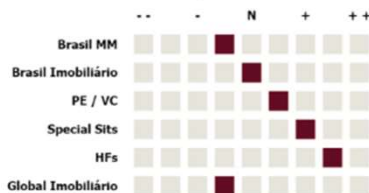
ALOC. CRÉDITO



ALOC. FX



ALOC. ALTERNATIVOS



Glossário

Termômetro de Alocação

Inclinação

Cada painel da série "Inclinação" reflete as perspectivas TAG sobre uma certa classe de ativos e suas componentes. Em nossa construção de cenário, dividimos o universo em 5 classes: Ações, Juros, Crédito, FX (ie. Moedas/Câmbio e Ouro), e Alternativos (ie. Ilíquidos, Imobiliário, e outros).

Dentro de cada classe, vamos além, e segmentamos o universo TAG em um segundo nível.

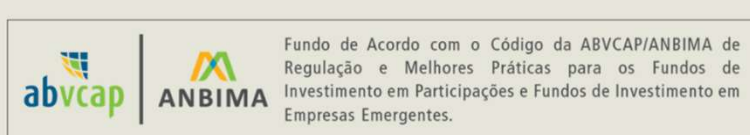
- Para Ações, temos 5 países/regiões: Brasil, Estados Unidos, Europa, China, e Países Emergentes (ie. ex-China e ex-Brasil).
- Para "Ações", onde antes tínhamos 5 países/regiões discriminados - "Brasil", "Estados Unidos", "Europa", "China", e "Países Emergentes" (ie. ex-China e ex-Brasil) - hoje, temos "Brasil", "DMs" (ie. Developed Markets, que contempla as nossas perspectivas para os EUA e Europa, entre outros países desenvolvidos), e "EMs (ex-Brasil)" (ie. Emerging Markets, que reflete a nossa visão sobre países em desenvolvimento como China e outros, exceto Brasil).
- Em "Renda Fixa" - a popular classe de Juros - nos guiamos por ativos "Pós" e "Pré" (ie. ativos Brasil pós-fixados e pré-fixados), além de títulos atrelados ao IPCA, e "Global Soberanos" (ie. renda fixa e títulos de dívida soberana ex-Brasil).
- Quanto à parcela de Crédito, dividimos da seguinte forma: ativos brasileiros High Grade e High Yield, ativos globais Investment Grade e High Yield (ie. onde o foco são os papéis de regiões desenvolvidas, os DMs), e os "Global EMs (ex-Brasil)" (ie. ativos de Crédito de países emergentes).
- Em FX, pontuamos as nossas perspectivas para a apreciação/depreciação de alguns pares/moedas. Onde antes discriminamos essas perspectivas como Dólar, Euro, Ouro, e Real, hoje resolvemos pontuar os pares que olhamos diretamente de forma explícita: "USD/DXY" (ie. a DXY é uma cesta de moedas globais, na qual balizamos as nossas perspectivas para o Dólar), "USD/EUR", "BRL/USD", "Ouro/USD".



TAG | 20

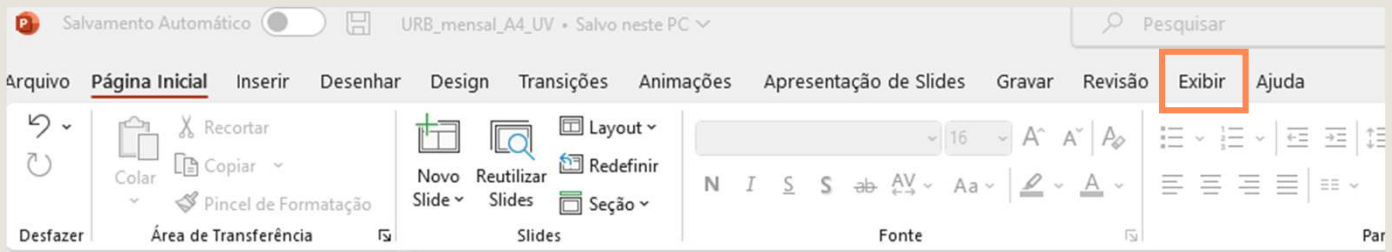
INVESTIMENTOS ANOS

Este material não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.

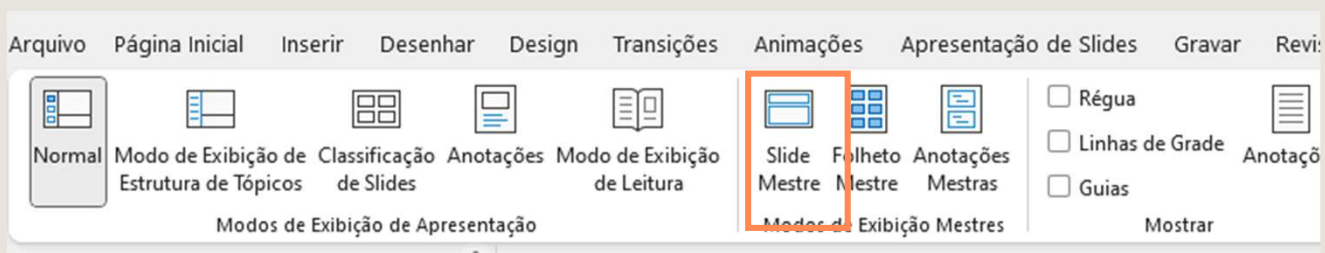


Como editar os cabeçalhos:

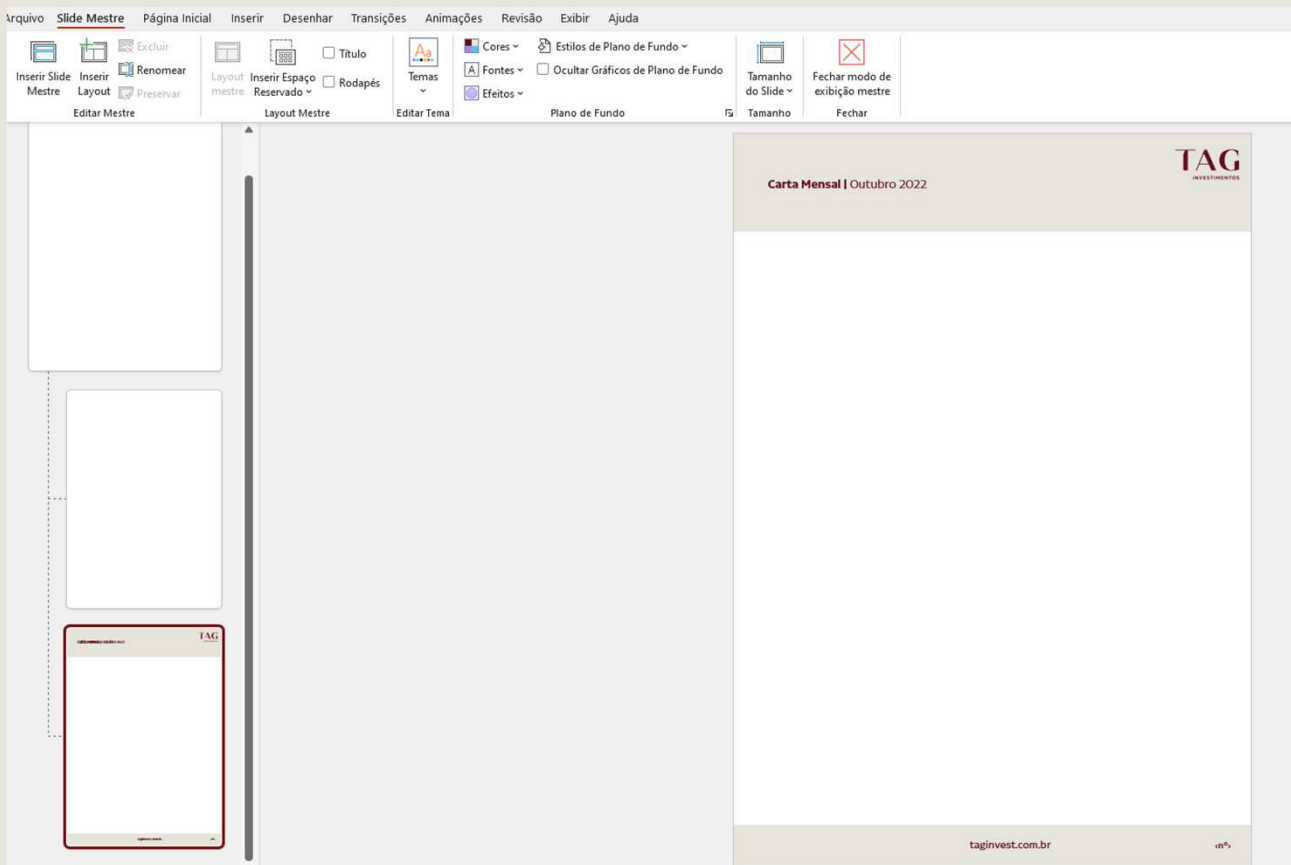
1. Vá em exibir



2. Selecione slide mestre



2. Clique no slide mestre e edite apenas o texto desejado



ATENÇÃO: ao editar um slide mestre, cuidado para não deslocar as caixas de texto