

Carta Mensal

Abril 2025

“Nada é mais trágico do que uma pessoa que não aprende nem com os próprios fracassos.”

- Carl Jung

Deitado eternamente em berço não tão esplêndido

MERCADOS GLOBAIS:

Em nossa última carta, detalhamos mais profundamente o plano de voo do governo americano, que pode parecer caótico, e é de fato muito caótico, como os eventos recentes mostram. O mês de março nos mercados internacionais já nos deu uma amostra das mudanças que estão vindo. Um conceito muito importante que queremos deixar claro, se a mudança da ordem econômica virá ou não. O mundo pré 2020 tinha como lógica custo baixo e eficiência na cadeia produtiva. Isso não existe mais. **A lógica pós-covid, pós Ucrânia e pós Trump é a de segurança na produção de bens.** Não importa se a China produz um ventilador hospitalar mais barato, eu quero e vou produzir nos Estados Unidos, pois quando tivermos uma guerra ou uma pandemia, não posso depender da China. **Podemos argumentar em que velocidade o mundo vai mudar, se vai mudar ou não deixou de ser uma discussão, pois já estamos em processo de mudança.**

Enquanto o mundo dá saltos vertiginosos, seja na tecnologia, seja no ordenamento geopolítico e econômico, o Brasil parece viver em completo alheamento a tudo. Falta de compromisso com responsabilidade fiscal, insegurança jurídica, pautas já fracassadas como o retorno da indústria naval, são os ingredientes que tem produzido **o perigoso coquetel de inflação alta, juros altos e custo da dívida explosivo.** O mercado parece embarcar no “trade Tarcísio” e ignora uma dolorosa caminhada de quase 2 anos até janeiro de 2027. Já somos o eterno aluno nota 5, podemos nos dar ao luxo de esperar mais 2 anos por reformas?

O Brasil inaugurou em 1994, e aperfeiçoou em 1999, um modelo econômico baseado na responsabilidade fiscal, regime de metas de inflação e câmbio flutuante. O Plano Real foi a maior conquista da sociedade brasileira nestes 30 anos.

O orçamento é o contrato social de qualquer país, ele é a pactuação de quem paga (é tributado), quanto (alocação) paga e para quem (como gastamos). Com o orçamento praticamente todo carimbado em gastos obrigatórios, sobram poucos pontos percentuais para o governo gastar e investir livremente. Esses poucos pontos percentuais serão algo próximo de zero em 2027. Não à toa a Ministra Tebet diz que não escapamos de uma revisão constitucional orçamentária em 2027. Ela nos avisou que iremos bater no muro em 2027, mas que só devemos nos preocupar com isso depois das eleições. Agenda claramente política, pois o ajuste é impopular e recessivo (tira dinheiro da economia).

Contas públicas Medidas não vão tirar 'direitos de ninguém', já que há 'muita gordura para cortar', defende ministra do Planejamento

Ajuste fiscal 'robusto' será preciso pós-2026, diz Tebet

Estevão Talar
De Brasília

A ministra do Planejamento e Orçamento, Simone Tebet, afirmou ontem que "o Brasil está dando certo". Mas defendeu a importância da queda da inflação e da realização de ajustes fiscais "robustos" no futuro.

"O Brasil está dando certo. Fala alguém aqui que não é do PI, que é da frente ampla, que é de centro", disse em entrevista ao programa "Bom Dia, Ministra", transmitido pela Empresa Brasileira de Comunicação (EBC).

Entre os avanços, ela citou: saída do Mapa da Fome, crescimento do emprego e da massa salarial, aprovação da reforma tributária sobre consumo e desempenho da balança comercial e da safra agrícola.

Tebet afirmou que "não esperava números tão positivos em tão pouco tempo" e que não lem-

bra, nos últimos 25 anos, "de um momento em que todos os números da macroeconomia caminhavam tão bem".

Mas reconheceu que "o mercado está caro" e que "a inflação está alta".

"Não podemos aceitar, temos que mirar o centro da meta de inflação", disse. Embora tenha afirmado que "não vamos conseguir alcançar" no curto prazo o centro da meta, que é 3%, disse que a equipe econômica do governo federal vem trabalhando nessa direção. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 5,06% no acumulado de 12 meses até fevereiro.

Apesar da inflação pressionada, Tebet afirmou acreditar "que no segundo semestre poderemos começar a ter uma queda, ainda que mínima", da Selic. "Não na próxima [reunião do Comitê de Política Monetária], mas nas seguintes", disse. A taxa básica de juros está em



14,25% ao ano e analistas esperam que ela feche o ano em 15% —ela só recuará no início de 2026.

A ministra ainda disse que será necessário "fazer ajustes fiscais mais robustos no futuro", principalmente para o "pós-eleição de 2026". Apesar de robustos, eles poderão ser realizados "sem tirar direitos de ninguém", já que "tem muita gordura para cortar". Ela destacou, por exemplo, que os gastos tributários do governo federal estão na casa dos R\$ 500 bilhões.

"[Depois das eleições] vamos ter que sentar à mesa, enfrentar essas questões e colocar dinheiro nos cofres públicos, para fazer políticas necessárias, ou reduzir os parâmetros do arcabouço [fiscal]", disse, lembrando que "a partir de 2027 precisamos colocar algo em torno de R\$ 50 bilhões dentro do Orçamento" referentes a prescrições. Precedentes são dívidas do Poder Público reconhecidas pela Justiça.

"[Após a eleição] vamos ter que sentar à mesa e enfrentar essas questões"
Simone Tebet

O ritmo da música, de agora até as eleições é de mais gastos e mais estímulos à economia. A isenção de IR para quem ganha até R\$ 5 mil é um exemplo claro. Mesmo que tenhamos compensação fiscal com o andar de cima pagando mais (o que não cremos), o pacote ainda assim é estimulativo, pois aumenta a renda de uma parcela da população que a propensão ao consumo é praticamente 1:1. Como o mais provável é não termos a compensação, teremos na prática mais déficit e mais dinheiro em circulação.

Outro exemplo na direção de "mais bebida na festa" é o consignado para o setor privado, onde o detentor do FGTS usa o seu próprio dinheiro como garantia para pegar dinheiro emprestado. A estimativa é que teremos uma concessão de crédito entre R\$ 50 e R\$ 100 bilhões de reais.

Usando a surrada analogia automobilística, o Banco Central pisa no freio enquanto o governo, com lógica eleitoral, pisa no acelerador. Quem já dirigiu um automóvel sabe que essa combinação esquizofrênica de frear e acelerar ao mesmo tempo irá quebrar a máquina. Com a economia não é diferente.

O BC de Galípolo estreou surpreendentemente bem em sua primeira reunião sem o guidance de Roberto Campos Neto. Foi duro. **A pergunta é se ele se mantém no figurino de durão até o fim do ano?** Os modelos de inflação nos mostram que não há espaço para redução de juros tão cedo. Porém a lógica política do Planalto já no segundo semestre começará a cobrar uma redução de juros ainda em 2025, para surfarmos em 2026 os dividendos eleitorais de crescimento.

O mercado embarcou na seguinte tese: Bolsonaro não concorrerá, Lula talvez não dispute o pleito, e se disputar, perderia as eleições para algum candidato de centro-direita. Isso foi reforçado pelo derretimento da aprovação do governo em algumas pesquisas. Como o preço dos ativos locais estão baratos (estão mesmo), tem-se uma assimetria altamente positiva para este trade. Adicionando-se uma pitada de sofisticação à esta narrativa, temos estudos recentes mostrando o processo de conversão religiosa do brasileiro ao protestantismo, um público mais empreendedor, conservador e que deseja distância da esquerda.

Pois bem, vamos analisar se a narrativa “para de pé”. Primeiramente, a questão religiosa. Sim, isso é um fato e possivelmente até as eleições os evangélicos terão crescido mais uns pontinhos percentuais. Bolsonaro parece que tem preocupações mais de ordem carcerária do que de ordem política. Lula, esse personagem macunaímico e mitológico do povo brasileiro, parece não ser mais o Lula de outrora, não fala mais a língua das ruas, ruas essas que são menos industriais, mais digitais e mais empreendedoras. Muito do discurso e da ação do governo é pensando no metalúrgico da Ford, lá dos anos 80. O programador, produtor de conteúdo, tiktokker que tem o seu CNPJ, fica de fora desta *vibe* anos 80. Soma-se a isso a questão geracional de um presidente que comete gafes sequenciais. Os jovens e mulheres o vem como o tiozão inconveniente, perdeu bastante apoio nestes recortes.

Sim, temos elementos que dizem que a narrativa “para de pé”, porém não dá para assumir o jogo como terminado, o que estamos vendo é um governo que vai gastar o que tiver e o que não tiver para fazer benesses, colocar dinheiro no bolso do eleitorado e com isso recuperar a popularidade perdida. As próximas pesquisas de popularidade serão importantes, entender como o eleitor avalia as recentes medidas. Definitivamente, o que não se pode fazer é achar que um lutador no corner não vai partir para cima. Ele não só vai,

como já está partindo. E lembremos que esse lutador nos governou 18 dos últimos 24 anos, uma coisa que ele sabe é jogar bem o jogo das eleições.

Resumindo, cremos que a narrativa de um governo de centro-direita por 4 anos (talvez até 8) faz sentido sim, porém é muito cedo para irmos “all in” na tese, temos que ir Tateando o caminho, é um dia de cada vez. O governo está ferido, mas não está morto e o governo tem a caneta.

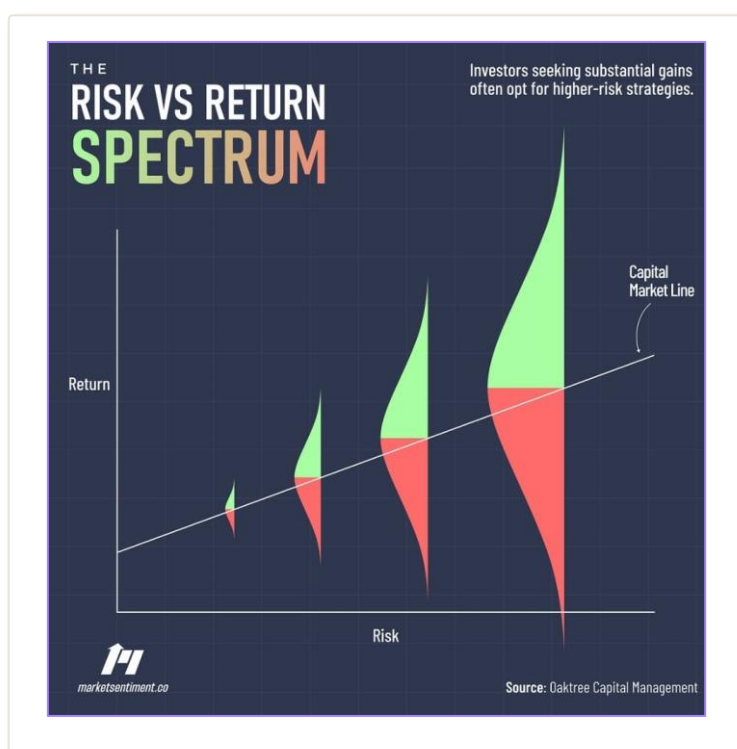
Um outro ponto, pensando um pouco mais longe, é imaginarmos se um governo de centro-direita consegue mesmo desaparelhar o estado de grupos de interesse, internos e externos. Afinal tivemos 6 anos de governos de centro-direita, e as estatais continuam aí, os subsídios da zona franca de Manaus, dentro outros, continuam aí também. A conversa orçamentária é séria em 2027, a população envelhece, a conta previdenciária não fecha, e diversos grupos se apropriam deste orçamento, de uma forma ou de outra. **Independente do mercado comemorar e termos um grande rally no preço de ativos, no caso da vitória da oposição, não é algo claro para nós se este governo conseguiria de fato implementar o que tem de ser implementado.**

E já alertamos neste espaço algumas vezes, quando a sociedade não consegue arbitrar de forma responsável o conflito distributivo (orçamento), a saída que sempre usamos no passado e que países emergentes de qualidade duvidosa sempre usam é o mesmo, emissão de moeda e inflação. Ninguém dá calote em dívida interna (detida por seus eleitores), o ajuste é sempre via inflação. Que não deixa de ser um calote suave e espalhado no tempo, mas ninguém percebe, o dinheiro da população perde o seu poder de compra.

Ao contrário de outras crises, 1999 na desvalorização, 2008 que foi uma crise externa, 2014-16 com Dilma, agora estamos indo para 90% de relação dívida/PIB, o espaço de manobra é bem reduzido, se é que temos algum. **Os próximos 3 anos serão muito, muito importantes para entendermos se teremos um novo ordenamento econômico saudável (como foi após 1994) ou se será disfuncionalmente inflacionário.**

Um ambiente complexo para investimentos. Por ora, o CDI nos dá uma folga razoável em relação a inflação projetada para 2025, ao redor de 6%. Assim como temos um mix econômico que não é sustentável, também temos preços de ativos financeiros que não são de equilíbrio. **Ao mesmo tempo que estar abrigado no pós fixado nos dá um conforto espiritual no curto prazo, não estar alocado em algumas classes de ativos (muito baratas) pode cobrar o seu preço no futuro, em especial quando o pior cenário possível é um descolamento inflacionário.**

Um aspecto que temos de considerar na alocação de recursos, é o nosso real apetite para o risco. Os últimos anos, com desempenho sofrível dos ativos brasileiros, fez com que muitos investidores, pessoas físicas e também institucionais, migrassem para o espectro conservador dos investimentos. O fato é quando o mercado é de alta, todos querem ter mais risco, tem medo de perder a festa, assim como nos mercados de baixa todos tem medo de perder dinheiro. A figura abaixo, expressa melhor a curva de risco retorno, o investidor que almeja maiores retornos tem de estar preparado para uma variância maior de resultados.

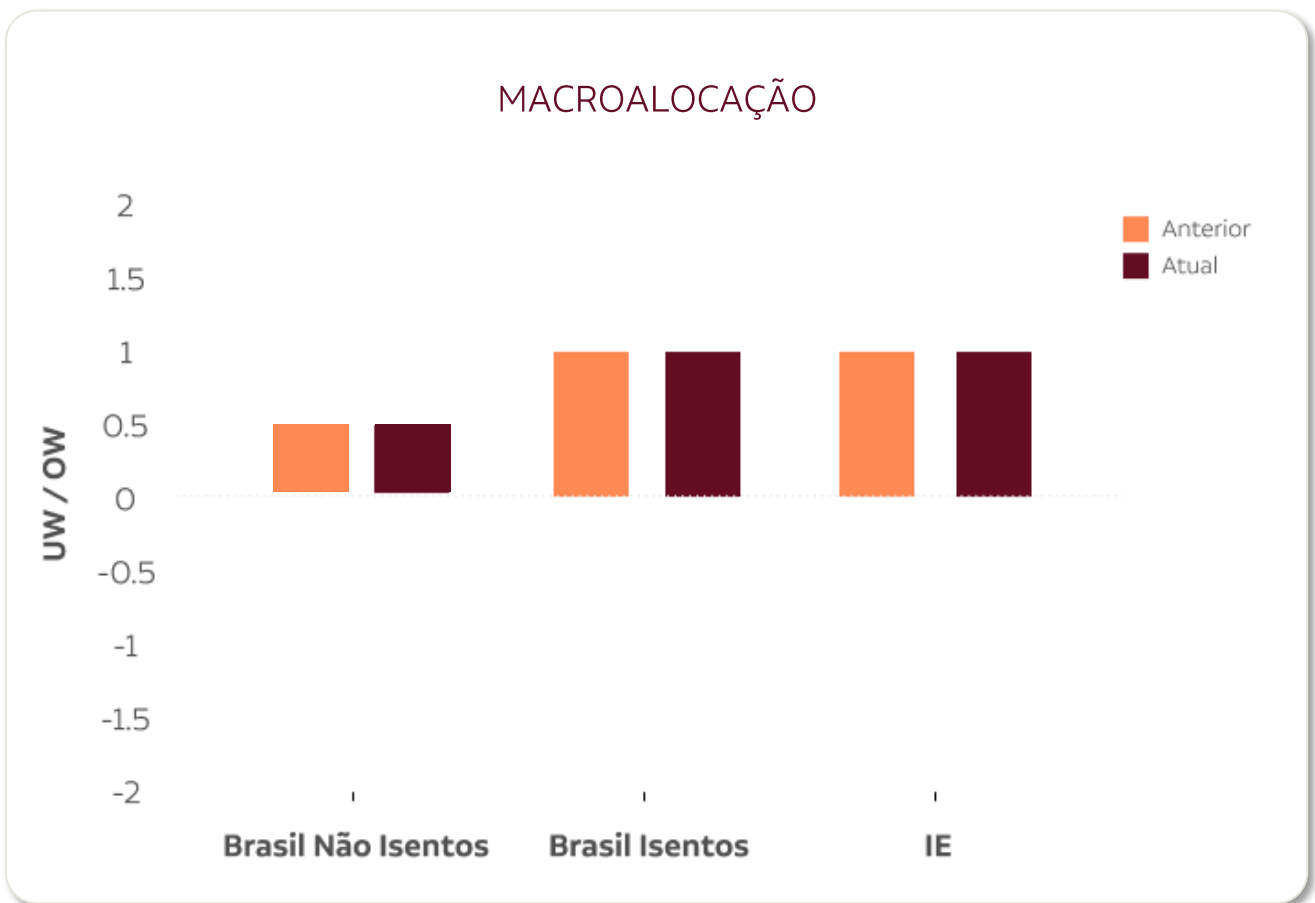


E o eterno ciclo de ganância-compra na máxima e medo-vende na mínima é uma das coisas que mais destrói o portfólio de qualquer investidor no longo prazo. O investidor, idealmente, deveria conhecer honestamente o seu perfil de risco e oscilar em pequenas bandas. Foco no longo prazo. Exemplo, um investidor moderado, resolve alocar 60% do capital na liquidez, pós fixado, e 40% no risco. Pois bem, ele idealmente poderia trabalhar na faixa de 30-50% no risco, sem mudanças súbitas e emotivas.

Uma outra forma de ver a construção de portfólio são as caixinhas, uma coisa é o dinheiro de curto prazo, a reserva de emergência, que você trata muito conservadoramente, outra coisa é o dinheiro previdenciário, onde você mira sua aposentadoria, pode e deve ser tratado com mais paciência e mais risco. E para alguns, temos ainda a caixinha do legado, que você pretende passar para a próxima geração, naturalmente um enfoque diferente dos dois primeiros.

Concluindo, ao não entender o seu perfil de risco e tratar todos os dinheiros dentro de uma mesma caixinha mental, o investidor acaba deixando se trair pelas emoções e perde com isso. Nosso papel, como alocadores e conselheiros, é ajudá-lo a entender o seu perfil de risco (aqui é mais um processo do que algo discreto no tempo), entender suas necessidades e projetos nas caixinhas mentais, e com isso ajudar na construção de um futuro sólido e tranquilo. E claro, sempre levando em conta as necessidades e características que lhe são únicas.

Termômetro de Alocação



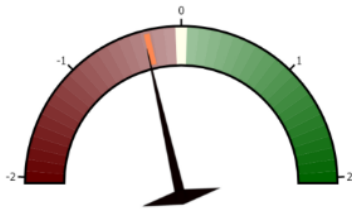
O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e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

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

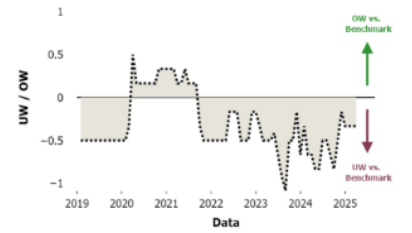
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

ALOC. AÇÕES



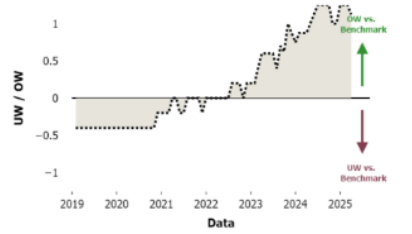
	--	-	N	+	++
Brasil			■		
DMs			■		
EMs (ex-Brasil)		■			



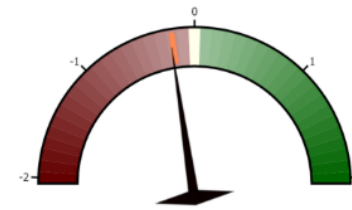
ALOC. RENDA FIXA



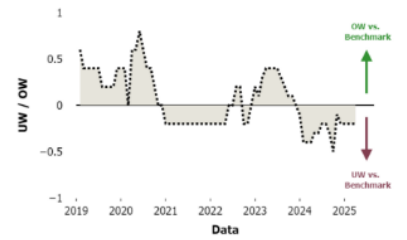
	--	-	N	+	++
Pós				■	
Pré				■	■
IPCA					■
Global Soberanos			■		



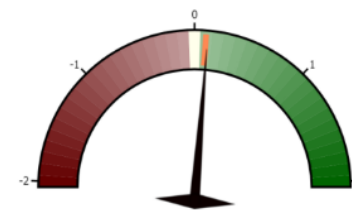
ALOC. CRÉDITO



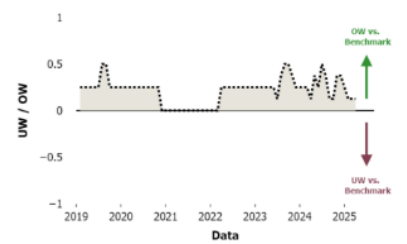
	--	-	N	+	++
Brasil HG		■			
Brasil HY			■		
Global IG				■	
Global HY					■
Global EMs (ex-Brasil)		■			



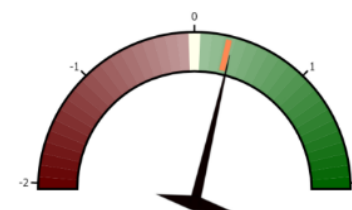
ALOC. FX



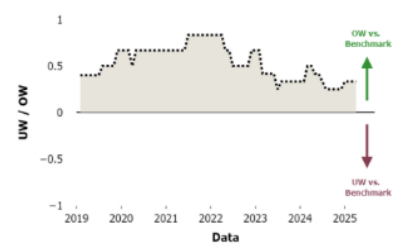
	--	-	N	+	++
USD/DXY				■	
EUR/USD		■			
BRL/USD			■		
Ouro/USD					■



ALOC. ALTERNATIVOS



	--	-	N	+	++
Brasil MM			■		
Brasil Imobiliário				■	
PE / VC					■
Special Sits				■	
HFIs					■
Global Imobiliário			■		



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.