

# Carta Mensal

Maio 2025

*“A dispersão de forças em múltiplas direções, sem concentração adequada, levou ao enfraquecimento do esforço de guerra alemão.”*

- Erich von Manstein, general alemão, no livro *Vitórias Perdidas*

# Todo mundo odeia o Donald

## MERCADOS GLOBAIS:

As mudanças em curso são da mesma magnitude de Bretton Woods\* em 1944 e do fim do padrão ouro, em 1971. Elas, no entanto, não começaram em 2 de abril deste ano, quando Trump anunciou elevadas tarifas de importação para todos os países do mundo, aparentemente sem muita lógica. **Essas mudanças começaram anos atrás, elas apenas se aceleraram acentuadamente e se tornaram caóticas.**

Qual o pano de fundo?

- Uma potência emergente (em ascensão) desafiando uma potência incumbente (em declínio), em um ambiente de profundo entrelaçamento de países nas cadeias produtivas.
- A parte final de um grande ciclo de expansão de crédito, em escala global.
- Um divórcio, pouco amistoso, que dá origem a alguns ciclos de investimento pelo mundo.
- Tudo isso temperado pela (talvez) maior disrupção tecnológica da humanidade, a inteligência artificial e o crescimento exponencial da capacidade computacional.

*\*Bretton Woods foi um acordo econômico internacional, resultado de uma conferência realizada em 1944 na cidade de Bretton Woods, nos Estados Unidos. O objetivo principal do acordo era criar um novo sistema monetário internacional e institucional que ajudasse os países a se recuperarem da Segunda Guerra Mundial e a promover o crescimento econômico.*

Durante a COVID ficou claro para a elite dirigente americana que não se pode depender do seu principal rival para produção de coisas até simples, porém críticas, como máscaras e respiradores. Já no governo Biden, é lançada uma série de iniciativas com o objetivo de produzir a reindustrialização dos Estados Unidos. Iniciativas como o Ato de Redução de Inflação, com custos de USD 737 bilhões ao longo de anos, muito dinheiro a fundo perdido para empresas construírem plantas de setores estratégicos nos Estados Unidos.

**O problema com esse tipo de iniciativa, é que ele arrebenta as contas públicas, já esgarçadas pelo esforço de guerra durante a pandemia.** Com isso, o país rodou com déficits fiscais de quase 7% do PIB em anos de crescimento e desemprego nas mínimas. O país alcançou um endividamento de 125% do PIB, algo elevado até para países desenvolvidos que tem (ainda) a moeda reserva de valor. **No fim do dia, a eleição de Trump e a imposição de tarifas foi a admissão implícita de que o dinheiro acabou.** Outro exemplo desta admissão de fraqueza foi o corte da ajuda militar americana aos países europeus.

**Ao mesmo tempo, após décadas de globalização e aperfeiçoamento das cadeias produtivas onde a única lógica era “custo”, a nova ordem impõe uma nova lógica, a lógica da “segurança nacional”.** Mesmo que isso implique em maiores custos para todos.

**O problema dos divórcios é que eles são sempre muito caros.** Pegando como exemplo a cadeia produtiva do Iphone, uma das mais complexas do mundo, temos que um Iphone 15 contenha algo perto de 2 mil componentes. O projeto foi feito nos Estados Unidos, as principais peças vem de países como Taiwan, China, Coreia do Sul, Áustria, Japão, Suíça, Alemanha, Índia e Tailândia. O número total de países é estimado ao redor de 50.

Este singelo exemplo nos mostra que não podemos mais falar do antigo mercantilismo baseado em países, e sim em cadeias complexas, envolvendo dezenas de países. Não necessita ser gênio para entender o potencial destrutivo de altas tarifas em todos os países do mundo. Porém, embora o remédio escolhido tenha sido errado, cremos que o diagnóstico americano esteja correto. **Fica a questão original, como trazer a produção das coisas estratégicas para dentro dos Estados Unidos?**

**Além do remédio errado, a tática de ministração dele, atacando todo mundo ao mesmo tempo nos parece errada e arriscada.** Afinal a história das guerras nos mostra que o caminho mais rápido para a derrota é abrir várias frentes de batalha ao mesmo tempo. A China, que partiu de uma posição mais fraca (afinal, é ela que tem superávit de USD 1 trilhão), ganhou com o erro de Trump, pois conseguiu que Europa e outros países buscassem alianças com ela.

Fica aqui a foto do momento, um caro divórcio, protagonizado por atores (China inclusive) que já estavam com níveis de endividamento altos o suficiente.

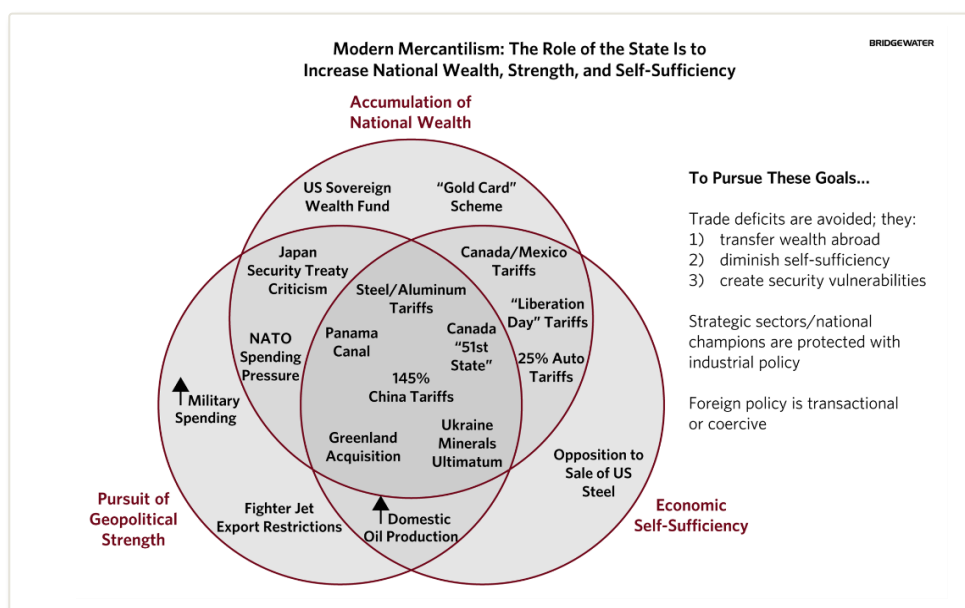
Porém, enquanto alguns choram, outros já correm para vender lenços. A mudança de paradigma global, já em curso, dá origem a alguns ciclos de investimentos pelo mundo, nominalmente falando:

- Reindustrialização dos Estados Unidos
- Inteligência Artificial e Eletrificação (Estados Unidos e China)
- Militarização e infraestrutura na Europa

Estes ciclos, naturalmente trazem algumas **consequências**, como a de que viveremos em um mundo mais **inflacionário**, não só pelas tarifas, mas pela **corrida às matérias-primas** necessárias para todos esses gastos de investimento. Gostamos particularmente das commodities ditas industriais: aço, carvão, alumínio, cobre, cimento, etc.

Isto tudo dentro do contexto da inteligência artificial, acelerando processos tecnológicos (combinação de moléculas para remédios, por exemplo), aumentando a produtividade, e sim, aumentando ainda mais a desigualdade de renda, afinal quem não conseguir usar essa nova tecnologia vai automaticamente perder valor.

*Este novo mercantilismo é bem representado no diagrama feito pela gestora Bridgewater.*



## E como tudo isso afeta diretamente os investimentos pessoais de vocês?

Primeiramente, entendemos que os portfólios atuais refletem os vencedores (micro e macro) da antiga ordem mundial. Em sua maioria ativos americanos, impulsionados por uma reciclagem de capital (superávits globais sendo investidos em ativos americanos), que deverão perder parte deste impulsionamento.

**Os vencedores da nova ordem não estão totalmente claros, porém temos algumas suspeitas.**

Quando o dono da reserva de valor (dólar) diz que não quer ser mais a reserva de valor, e as alternativas viáveis (em termos de tamanho), euro e yuan, não são atrativas (por motivos diferentes), **cria-se um vácuo de confiança em relação ao *fiat money*, a moeda fiduciária sem lastro em coisas reais.**

**Quando juntamos isso com um mundo mais inflacionário, suspeitamos que estamos entrando em um longo ciclo de predomínio de ativos reais em detrimento dos ativos nominais.**

Em ativos reais incluímos *commodities*, ativos imobiliários, infraestrutura e ações, estas últimas com muita dispersão geográfica e setorial. **O nome do jogo aqui é a combinação de escassez (ou oferta limitada) com a característica de proteção contra a inflação.**

Em termos de renda fixa, naturalmente não gostamos de juros nominais, pois em um ambiente inflacionário com baixo crescimento (estagflação), os bancos centrais ficam com opções limitadas. E, dado que estamos em um fim de ciclo de dívida, há a tentação de alguns bancos centrais trabalharem com juros reais artificialmente baixos (repressão financeira), com objetivo de fazer com que a inflação “coma” a dívida interna destes países. **Aqui, naturalmente gostamos de papéis atrelados à variação da inflação.**

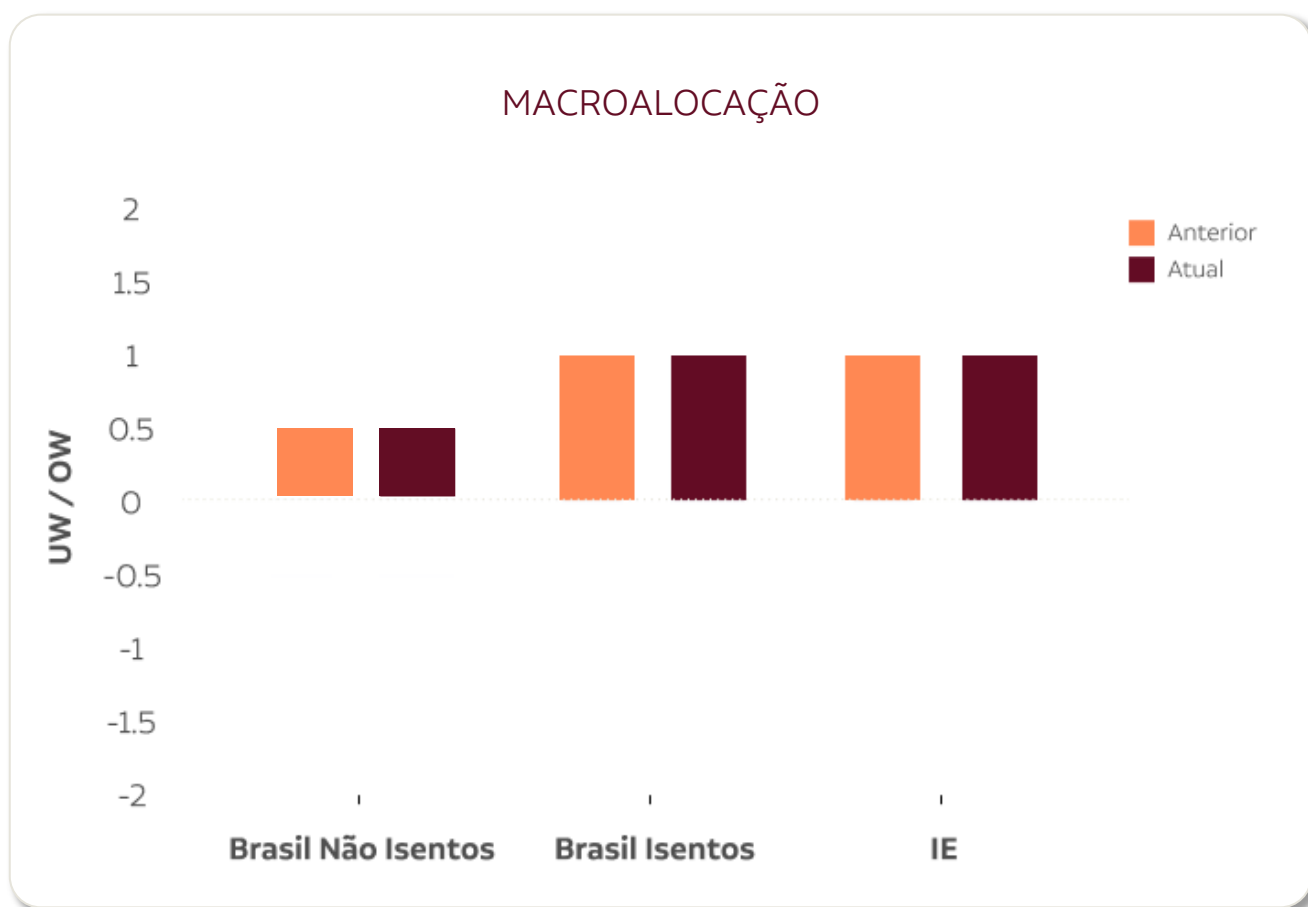
Em termos de moedas fiduciárias, temos alguns claros vencedores entre os países arrumados e superavitários, como o **franco suíço**, uma das moedas que mais se apreciou após o 2 de abril. Porém, o franco é uma moeda relativamente pequena e não aguenta todo o fluxo que poderia ir para ela. **De resto, o que temos é uma disputa entre moedas para ver quem é a menos feia, e não a mais bonita.** Aqui, podemos ter uma valorização do bitcoin, pois tem oferta finita. Ouro então, umas das nossas posições mais relevantes lá fora, continua muito demandado. Novamente aqui o fator escassez.

E para concluir, um conceito que cremos que será útil nos próximos anos. Os Estados Unidos não perderão a sua proeminência como economia mais forte, força militar, riqueza,

demografia positiva, tecnologia e instituições jurídicas sólidas. Porém, estamos vindo de um período que investidores, de todos os tipos e tamanhos, estão superaplicados em ativos americanos. **Qualquer movimento de rebalanceamento em direção ao resto do mundo, dado o tamanho destes mercados, pode provocar movimentos expressivos.**

O mundo mudou, ainda não sabemos em quanto tempo nem onde esse trem vai chegar, porém ele já saiu da estação e não volta mais. Boa viagem!

# Termômetro de Alocação



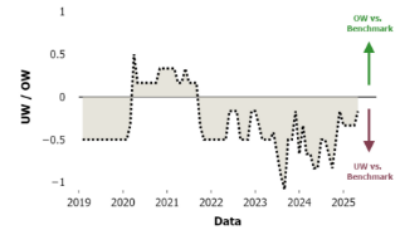
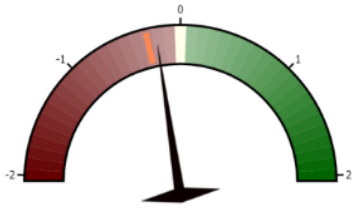
O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e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

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

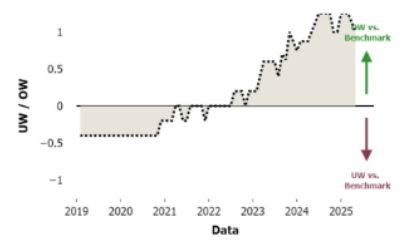
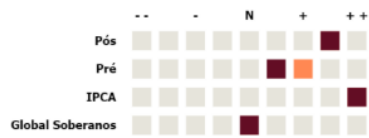
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

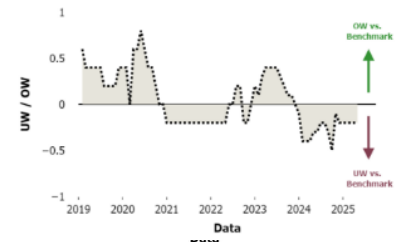
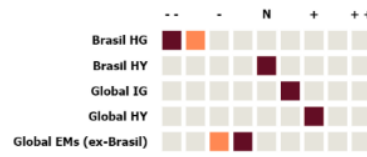
ACÇÕES



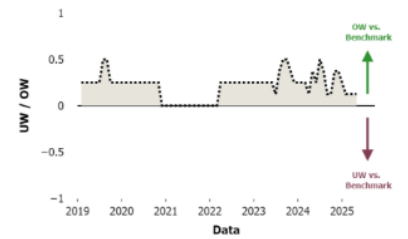
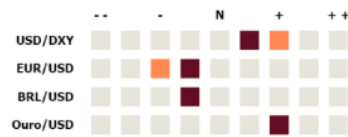
RENDA FIXA



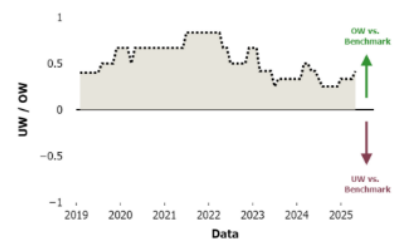
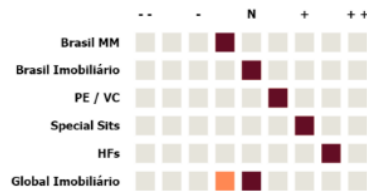
CRÉDITO



FX



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.