

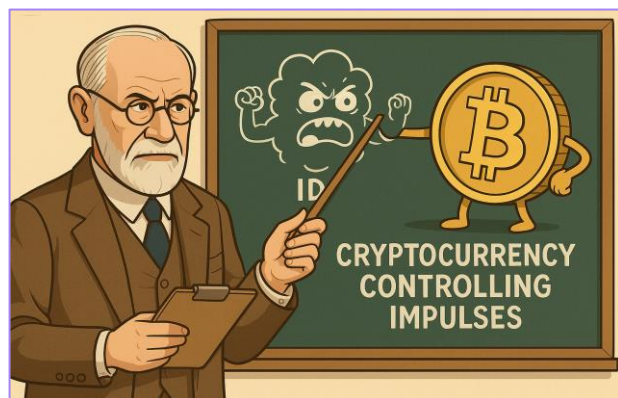
Carta Mensal

Julho 2025

"O ego não é mestre em sua própria casa."

- Sigmund Freud

Freud, nossa pulsão fiscal e o freio dos ativos reais



MERCADOS GLOBAIS:

Neste texto, vamos juntar três coisas que aparentemente não habitariam o mesmo papel: Freud, a tragédia fiscal brasileira e as criptomoedas (e os ativos reais). Porém as três coisas muito falam dos tempos atuais.

Primeiramente uma pequena revisão da estrutura da psique humana:

- O id é a instância do desejo bruto, das pulsões, da busca por prazer imediato. **Ele não planeja. Ele quer (a reeleição);**
- O ego é o negociador. **Ele tenta equilibrar os desejos** do id com as limitações do mundo real — ou do orçamento;
- O superego é o juiz severo. **A moral internalizada**, o “não pode”, o “vai dar ruim”. Ele é o responsável por aquela voz interna que diz “você já gastou demais esse mês” — geralmente ignorada.

Como eles interagem? O conflito é inevitável: o id quer prazer, o superego quer moralidade, e o ego precisa manter o sistema funcional. O ego usa mecanismos de defesa (como repressão, racionalização, projeção) para lidar com esse conflito.

Fazendo-se aqui justiça, este governo não é o último nem será o primeiro onde as pulsões gastadoras não encontram respaldo na realidade. A bem dizer da verdade, só tivemos um governo com características de “ego”, o governo Temer. Os outros recentes, Fernando Henrique, Bolsonaro, Dilma e Lula foram e são a mais pura expressão do “id”. Gastam como se não houvesse amanhã, sempre em prol de um projeto político. Os tetos e arcabouços fiscais são tentativas de um “ego” de gerenciar a bagunça, que porém sempre acabam mal.

Vamos olhar em detalhe o patético ponto em que chegamos, batendo no muro e na contagem regressiva para faltar papel higiênico nas repartições públicas. Abaixo um quadro da nossa situação fiscal para 2025.

Despesas Primárias do Governo Central

Rubrica	LOA			2ª Reavaliação		
	R\$bi	% Despesa	% PIB	R\$bi	% Despesa	% PIB
Receita Líquida	2.360,1	98,8%	18,5%	2.318,4	96,8%	18,2%
Despesas Primárias	2.389,6	100,0%	18,8%	2.394,7	100,0%	18,8%
Despesas Obrigatórias	2.168,5	90,7%	17,0%	2.204,8	92,1%	17,3%
Despesas Discricionárias do Executivo	221,1	9,3%	1,7%	189,9	7,9%	1,5%
Não sujeitas ao limite de despesas	2,1	0,1%	0,0%	2,9	0,1%	0,0%
Emendas Impositivas	38,9	1,6%	0,3%	31,7	1,3%	0,2%
Investimentos ex-emendas ¹	67,5	2,8%	0,5%	57,9	2,4%	0,5%
Demais Despesas	112,6	4,7%	0,9%	97,4	4,1%	0,8%
Emendas de Comissão (não impositivas)	11,1	0,5%	0,1%	11,1	0,5%	0,1%
Gastos adicionais válidos para o Mínimo de Saúde e Educação ²	41,9	1,8%	0,3%	35,9	1,5%	0,3%
Demais despesas (proxy para despesas com custeio totalmente livre) ³	59,6	2,5%	0,5%	50,4	2,1%	0,4%
	-29,55			-76,31		
PIB 2º RARDP (R\$ bilhões)	12.727					

Fonte: SIOP, Decreto 12.477/25, LOA, 2º RARDP. Elaboração: BRCCG.

LOA é a Lei Orçamentária, meio que o ponto de partida do orçamento de todo ano, que vai sendo revisado bimestralmente, de acordo com o andar das receitas e despesas. Bem, já estamos na segunda reavaliação do ano, o que tivemos?

Uma frustração de receitas (na verdade o abandono de alguns sonhos que não seriam realizados mesmo), um aumento de despesas, aqui tudo na conta de transferências sociais (seguridade) com maior demanda e concessão de benefícios. Somando-se as duas coisas, tivemos que R\$ 78 bilhões desapareceram do orçamento.

Bem, agora fica claro porque o governo veio com tanta voracidade para cima do nosso bolso, IOF aumentado em gastos no exterior, impostos em investimentos isentos, aumento de impostos em investimentos de uma forma geral e pasmem, a grosseria das grosserias, IOF de 5% em aportes na previdência (VGBL). **Uma verdadeira expropriação.** Não vamos aqui entrar nos detalhes do vai e vem político destas medidas, **aqui cabe apenas denunciarmos a intenção de um “id” descontrolado enfiando a mão no bolso de “ego” cansado das farras e extravagâncias do “id”.**

Antes de irmos nos detalhes sórdidos das contas do “id”, pedimos que anotem mentalmente que no dia em que o governo, ops, digo o “id”, veio com a invenção do IOF, **tivemos um volume de 700 mil conversões de reais em *stablecoins* (cripto), um recorde. Foi a tentativa do “superego” de se defender do “id” enlouquecido.**

Voltando à nossa tabela. As despesas obrigatórias são por definição obrigatórias e foram revisadas para cima. Como então se acomoda isso tudo? Comprimindo as despesas ditas discricionárias, que representam 9% do orçamento da união. Note que o “id” gasta ao todo R\$ 2,4 trilhões por ano. Nada mal, certo?

Aqui entramos em uma das bizarrices da lei orçamentária local, o que é tido como discricionário não é exatamente discricionário, como por exemplo as emendas impositivas parlamentares. **Quando dissecamos essa rubrica e chegamos no que sobra para o governo rodar a máquina (luz, água, salários, papel higiênico, gasolina etc.) temos algo como uns 3% que agora virou 2% (R\$ 50 bilhões, em vermelho).** É difícil saber em que nível o governo bate no muro, ou seja, entra em *shutdown* sem conseguir operar, porém estima-se que algo entre R\$ 35 e R\$ 45 bilhões. **Estamos quase lá. O muro se não chegar em 2025, com certeza chega em 2026.**

Isso é simples de se ver, a dinâmica de crescimento dos gastos obrigatórios é bem maior do que a dos gastos discricionários. **Coisas como um sistema de aposentadorias que dá ganho real ao aposentado (ganho real é ganho de produtividade) e uma demografia que nos coloca em rota de envelhecimento acelerado, vão nos colocando em um orçamento onde em breve todo ele será obrigatório.** Ou seja, tínhamos um orçamento onde o estado não conseguia mais investir (sim, aquela ponte que caiu matando gente está nessa conta) e **agora caminhamos para um estado que não tem papel higiênico.** A figura é esta, o “id” no fim da noite, desmaiado, deitado na sarjeta e sem dinheiro para voltar para casa.

E o que ocorre no Brasil não é exclusividade nossa, diversos países relevantes como Estados Unidos, China e o Bloco Europeu entraram no modo de expansão fiscal e monetária após a

pandemia, e não parecem que vão reparar isso no curto prazo. **Para se financiar, vão pintar papel, ou seja, imprimir dinheiro. E sabemos que pela lei de oferta e demanda, tudo que aumenta a oferta (dinheiro), perde o seu valor.**

Bem, com isso vamos ao nosso terceiro elemento, os ativos reais. **Aqui representados por ativos que não sofrem erosão inflacionária, imóveis, infraestrutura, ações (de empresas com *pricing power*), commodities (ouro) e até o bitcoin. A racional aqui é simples, são ativos que o preço acompanha historicamente a inflação, tem o poder de repassar a inflação em seus preços ou tem uma quantidade finita ou oferta limitada e conhecida.**

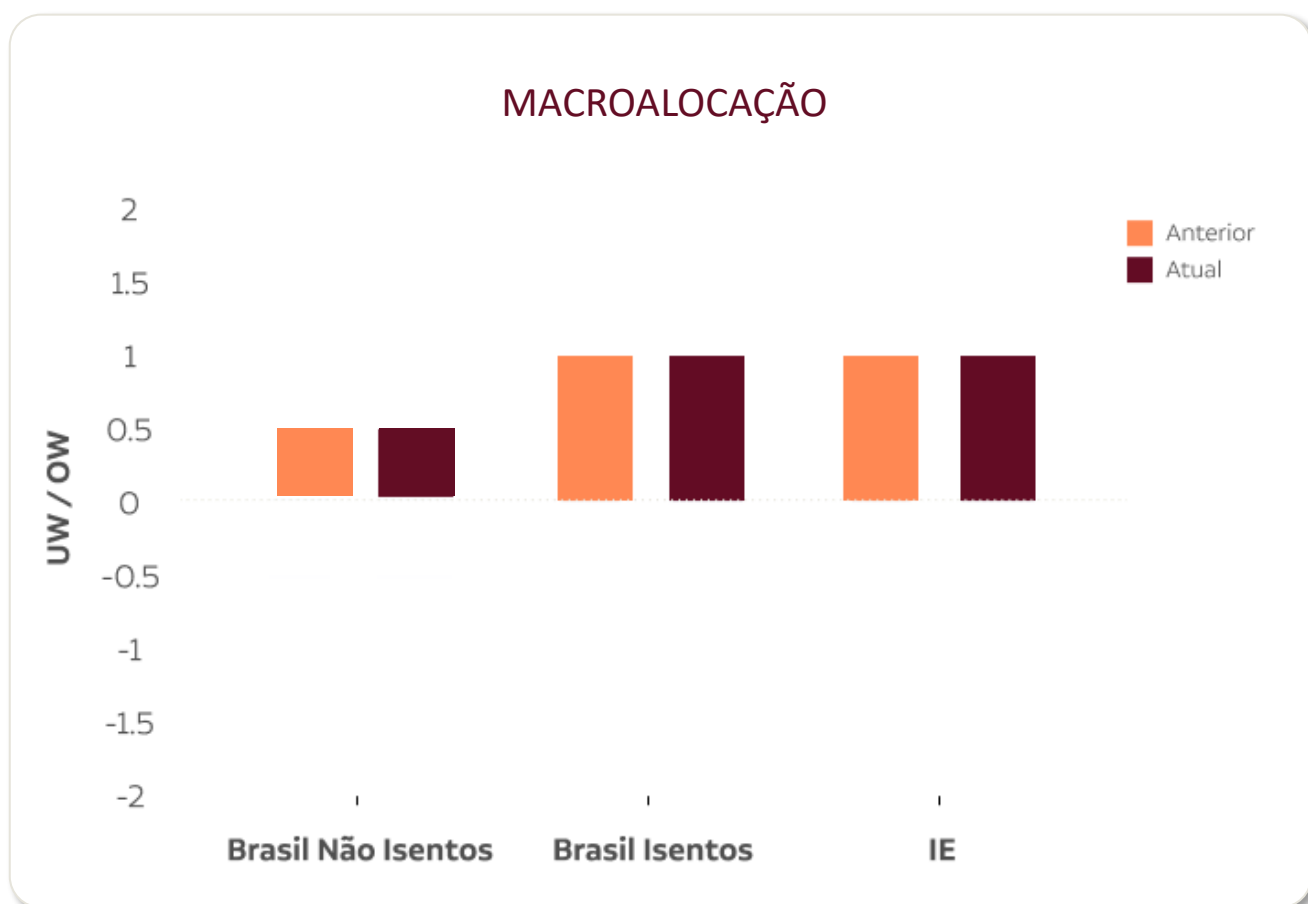
Pegando aqui o estranho exemplo do bitcoin, ele não gera fluxo de caixa, tem apenas a função de ser um meio de pagamento descentralizado (*peer-to-peer*) de extrema eficiência e segurança. Porém, tem uma característica única, a sua emissão está programada por algoritmo para ser finalizada em 21.000.000 de unidades (hoje temos 93% disso em circulação), ou seja, é algo neutro (no sentido de que não é controlado por nenhum governo), não é inflacionário (na verdade é deflacionário), é anônimo e um eventual governo autoritário não pode congelar ou confiscar. **O blockchain não fura o teto de gastos, não faz um arcabouço fiscal para meses depois jogá-lo no lixo. O bitcoin é o próprio “superego”, disciplinado, exato e colocando ordem na bagunça inflacionário das pulsões do “id”.**

O mundo fiscal vive em uma neurose coletiva: deseja gastar, mas teme o colapso. Reprime o déficit, mas depois imprime. Muda a meta, mas jura que respeita o teto. É uma oscilação eterna entre pulsão e moral, desejo e limite, id e blockchain.

Freud talvez não entendesse o código do Bitcoin. Mas certamente entenderia seu propósito: criar um mundo onde as regras existem antes do desejo, onde o prazer imediato tem custo real e onde o superego, mesmo que seja uma linha de código, diga com firmeza: **“Não, você não vai emitir mais.”**

Pegamos aqui o exemplo do bitcoin, por ser algo extremo, complexo e que independe da fé das pessoas. **As moedas fiduciárias têm sido tão maltratadas, que até mesmo experimentos digitais (de ótima qualidade) se impõe como uma alternativa viável. Seria cômico, se não fosse trágico. Isso vale, também, para ativos reais, que tem sido já há algum tempo parte fundamental e de longo prazo nos portfólios de nossos clientes. A ordem é se proteger do “id” ensandecido, que controla as impressoras dos bancos centrais.**

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

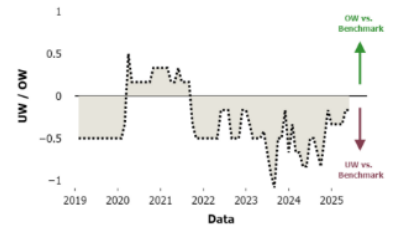
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

AÇÕES



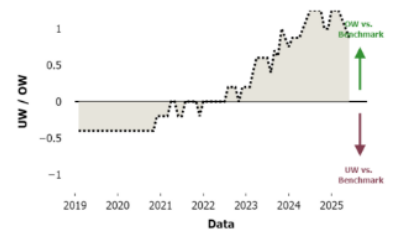
	--	-	N	+	++
Brasil			■		
DMs			■		
EMs (ex-Brasil)		■			



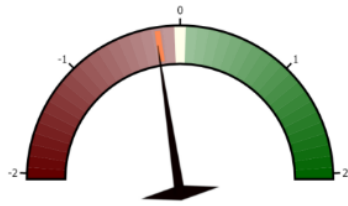
RENDA FIXA



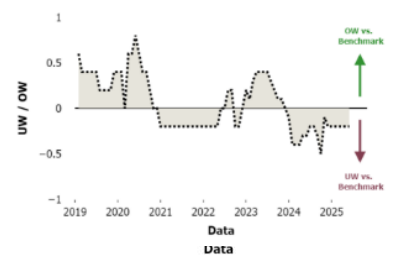
	--	-	N	+	++
Pós				■	■
Pré				■	
IPCA					■
Global Soberanos			■		



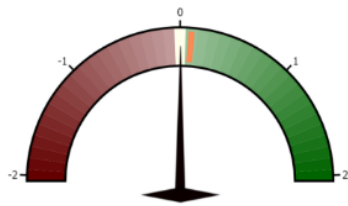
CRÉDITO



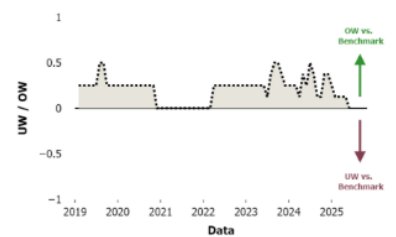
	--	-	N	+	++
Brasil HG	■				
Brasil HY			■		
Global IG				■	
Global HY					■
Global EMs (ex-Brasil)		■			



FX



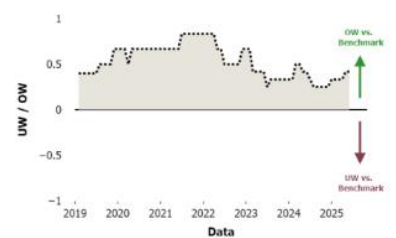
	--	-	N	+	++
USD/DXY			■	■	
EUR/USD		■			
BRL/USD		■			
Ouro/USD				■	



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.