

Carta Mensal

Outubro 2025

“Os mercados podem permanecer irracionais por mais tempo do que você pode permanecer solvente.”

- John Maynard Keynes

O chato e o forasteiro

Setembro de 2025 vai ficar na história como o mês em que dois bancos centrais resolveram ir para lados completamente opostos. De um lado, temos o Federal Reserve (FED, o banco central americano) começando a baixar os juros enquanto a economia americana está bombando, a inflação ainda acima da meta e o pessoal gastando como se não houvesse amanhã.

Do outro lado, o Banco Central (BC) do Brasil fazendo o papel de pai rigoroso, segurando a Selic (taxa básica de juros) em 15%a.a. e falando que vai ficar "por um período bastante prolongado" nessa pegada.

A ironia do FED "disfuncional". É meio irônico mesmo: você anda pelas ruas de Nova York e vê tudo lotado, as lojas cheias, desemprego baixíssimo há 30 anos e, mesmo assim, o FED resolve afrouxar (baixar os juros). O relatório deles prevê que o PIB (produto interno bruto - basicamente quanto o país produz) vai crescer 1,6% em 2025, a inflação vai ficar em 3% e os juros vão terminar o ano em 3,6%. **A lógica deles é: melhor evitar que o mercado de trabalho se deteriore, mesmo que isso signifique conviver com inflação acima da meta por mais tempo.** Os dados anedóticos têm sido confirmados por dados de atividade forte.

O Brasil, por sua vez, está fazendo o contrário. Por aqui, o Copom (Comitê de Política Monetária - equipe que decide os juros no Brasil) está pintando um cenário bem diferente. Para eles, lá fora tá tudo "mais adverso e incerto" por causa das políticas comerciais americanas e das tarifas que eles estão colocando no Brasil. Aqui dentro, a inflação teimosa continua acima da meta, e as expectativas do mercado (pesquisa Focus - onde economistas chutam para onde vai a inflação) estão desancoradas: 5,1% para 2025 e 4,4% para 2026. **Embora o modelo do Banco Central, esse que sempre subestima a inflação, esteja projetando inflação rodando em 3,4% no primeiro trimestre de 2027.**

A mensagem do BC brasileiro é clara: não é hora de relaxar, pessoal.

O descompasso global. Essa diferença toda cria uma tensão interessante no mundo. **Enquanto os Estados Unidos ativam o "modo festa" - dólar mais fraco, ativos de risco (investimentos mais arriscados) sendo premiados -, o Brasil aperta o freio, priorizando credibilidade e controle da inflação.**

Para o investidor gringo, fazer *carry trade* (pegar dinheiro barato lá fora e aplicar no Brasil com juros altos) ainda é tentador. Para o investidor brasileiro, a paciência só vai ser recompensada quando o BC se sentir seguro de que conseguiu ancorar as expectativas de inflação.

O que isso significa para cada tipo de investimento?

Renda Fixa Americana

A curva de juros americanos teve um "*bull steepening*" (movimento em que os juros de curto prazo caem mais que os de longo prazo). Os títulos de 2 a 5 anos ficaram mais atraentes, mas fica a pergunta: será que o FED não está se apressando se o consumo continua forte? A despeito de taxas nominais ainda atrativas, temos que a inflação é mais do que nunca uma dúvida e isso pode punir os retornos reais dos investidores. Nesta classe de ativos gostamos de crédito *high yield* (boas taxas e *duration* baixa) e títulos protegidos de inflação (TIPs).

Renda Fixa Brasileira

As NTN-B (títulos do governo que rendem IPCA + juros) de prazo médio têm prêmio alto, mas só vão entregar o que prometem se o governo se comportar fiscalmente. O Copom deixou claro que se a dívida pública continuar crescendo, pode ter que apertar ainda mais os juros. Aqui vemos mais prêmio no juro real do que no juro nominal, que já se ajustou a uma taxa Selic terminal de 12,5% em dezembro de 2026. Os juros nominais, para ganhos expressivos a partir daqui, dependem de uma vitória da oposição. Já os juros reais, a exemplo do que ocorreu na crise da Turquia, podem se valorizar ao servir de hedge inflacionário, caso a opção da política fiscal em 2027 seja a da irresponsabilidade.

Câmbio

O dólar global pode ficar meio de lado, mas os cortes do FED incentivam dinheiro a ir para países emergentes. O real, com juros reais altíssimos, se valoriza, desde que Brasília não faça populismo fiscal.

Bolsa Americana

Pode continuar subindo, mas todo mundo de olho aberto. O corte de juros alimenta setores já esticados, mas dá fôlego para *small caps* (empresas menores) e setores sensíveis ao crédito. Ativos de inovação (IA, data centers, energia verde) se destacam.

Bolsa Brasileira

O fluxo do gringo sustenta uma alta de cerca de 20% no ano. A bolsa brasileira é uma bolsa barata que se beneficia de um fluxo marginal de realocação do investidor global. Como não temos setores tido como quentes, tecnologia por exemplo, qualquer movimento de alta mais perene obrigatoriamente terá de vir de uma reprecificação da taxa de desconto, e isso virá forçosamente de um resultado tido como fiscalmente responsável nas eleições de 2026.

Commodities

Dólar mais fraco favorece petróleo e metais. Para o Brasil é faca de dois gumes: melhora os termos de troca (vendemos mais caro), mas pode pressionar a inflação através de combustíveis e alimentos, a depender de quem predomina, real mais forte ou commodities mais valorizadas.

Alternativos e Criptos

O mercado de "liquidez frouxa" nos EUA reanima o argumento dos ativos escassos. Bitcoin, que normalmente responde bem à expectativa de juros reais em queda, pode ter terreno fértil, especialmente se o FED seguir cortando gradualmente. O mesmo se aplica ao ouro, aos ativos reais como infraestrutura, ações e commodities industriais.

E agora vem o tema que é recorrente, **a crise que o dinheiro FIAT* (sem lastro), enfrenta**. Tudo começou, pode-se dizer, na crise de 2008, e foi violentamente aprofundado na pandemia, com a expansão da base monetária para acomodar choques de demanda. Abaixo temos a tabela da base monetária M2 dos Estados Unidos.

** Dinheiro **FIAT** é a moeda emitida por um governo, que **não tem lastro físico** em um bem (como ouro ou prata). Seu valor vem da **confiança** das pessoas e do fato de ser aceito como meio de pagamento pelo Estado e pela sociedade.*

M2 Money Supply - Estados Unidos (2005-2025)

Ano	M2 (bilhões de USD)	Variação Anual
2005	6.688,0 Table Data - M2 FRED St. ...	-
2006	7.080,4 Table Data - M2 FRED St. ...	+5,9%
2007	7.484,2 Table Data - M2 FRED St. ...	+5,7%
2008	8.205,0 Table Data - M2 FRED St. ...	+9,6%
2009	8.512,5 Table Data - M2 FRED St. ...	+3,7%
2010	8.822,9 Table Data - M2 FRED St. ...	+3,6%
2011	9.677,4 Table Data - M2 FRED St. ...	+9,7%
2012	10.474,4 Table Data - M2 FRED St. ...	+8,2%
2013	11.047,8 Table Data - M2 FRED St. ...	+5,5%
2014	11.701,9 Table Data - M2 FRED St. ...	+5,9%
2015	12.368,7 Table Data - M2 FRED St. ...	+5,7%
2016	13.226,1 Table Data - M2 FRED St. ...	+6,9%
2017	13.873,8 Table Data - M2 FRED St. ...	+4,9%
2018	14.382,6 Table Data - M2 FRED St. ...	+3,7%
2019	15.348,0 Table Data - M2 FRED St. ...	+6,7%
2020	19.133,2 Table Data - M2 FRED St. ...	+24,7%
2021	21.471,1 Table Data - M2 FRED St. ...	+12,2%
2022	21.218,9 Table Data - M2 FRED St. ...	-1,2%
2023	20.701,2 Table Data - M2 FRED St. ...	-2,4%
2024	21.441,8 Table Data - M2 FRED St. ...	+3,6%
2025	22.020,8 Table Data - M2 FRED St. ... *	+2,7%**

* Valor de junho de 2025 (mais recente disponível)

** Variação anualizada baseada nos primeiro  meses

Olhando para algumas classes de ativos, base monetária e inflação desde 2009 (pós crise), o que temos;

Comparação: M2 vs. Inflação vs. Ativos (2009-2025)

Período pós-crise financeira de 2008

Métrica	Taxa Anualizada	Crescimento Total
S&P 500	+12,9% a.a.	+637% (septuplicou)
M2 Money Supply	+6,1% a.a.	+159%
Imóveis (Case-Shiller)	+5,2% a.a.	+121%
Inflação (CPI)	+2,5% a.a.	+50%

Curioso como a expansão monetária não se traduziu diretamente em inflação, e isso tem alguma explicação. Primeiramente, a grande terceirização que os Estados Unidos implementou, produzindo na Ásia, fez com que os produtos acabados entrassem em casa com preços cada vez menores. Segundo, experimentamos uma inflação de ativos, ou seja, as classes mais altas, que têm menor propensão ao consumo, alocaram o seu excesso de liquidez em ativos como bolsa e imóveis. O americano comum, que vive de contracheque em contracheque, não teve excesso de renda para pressionar o consumo. **No fundo, a desigualdade de renda exponenciou nos anos após 2008.** Isso se traduz no mal-estar deste americano, que não participou desta festa. Ninguém melhor que Donald Trump soube capitalizar essa insatisfação.

Já são quase 20 anos deste processo de erosão da credibilidade da moeda fiduciária. O que temos pela frente? Uma correção de rumos? Não. Temos mais déficit fiscal nos Estados Unidos, na Europa e na China. **Temos uma política monetária nos Estados Unidos onde o objetivo deixa de ser inflação e parece começar a ser a erosão da grande dívida americana, deixando a inflação e o juro real baixo, fazerem o trabalho sujo.**

Três Conclusões Importantes:

O FED se politizou - pelo menos na percepção dos céticos. Baixar juros com economia resistente levanta suspeitas de que o controle monetário americano perdeu o tom puramente técnico. Isso em um contexto de expansão monetária e desancoragem da moeda.

O BC brasileiro virou cão de guarda solitário - mantendo a Selic em patamar historicamente contracionista, mesmo enfrentando críticas. É o compromisso com a credibilidade, e convenhamos com uma inflação ainda longe da meta. A dúvida é se esse rigor sobrevive a uma temporada eleitoral.

Segue o jogo - exposição aos ativos reais dos EUA, carry trade no real e nada indica uma reversão das tendências de mercado que temos observado.

E Agora, José?

Se o FED acelerar os cortes, o dólar pode perder força, beneficiando emergentes, mas a inflação pode voltar em 2026. Se o COPOM mantiver a dureza, o Brasil ganha o raro prêmio global de juros reais altos, mas corre o risco de continuar com o crédito estagnado e economia desacelerando.

No curto prazo, é um jogo simples: Estados Unidos pisa no acelerador, Brasil mantém o pé no freio. Lá na frente, essas duas forças vão se chocar - e aí os preços dos ativos vão nos dizer se estamos numa nova festa ou numa ressaca prolongada.

No campo político local, sabemos que o assunto eleições será praticamente o único tema para os ativos brasileiros em 2026, porém ainda é cedo para apostas mais contundentes.

Sabemos que o mercado financeiro padece do mal de viver ensimesmado em sua bolha, e isso pode pagar o seu preço. No domingo, 21 de setembro, tivemos uma prova de força e mobilização do eleitorado de esquerda, que colocou milhares de pessoas nas ruas de várias capitais, com o mote de protestar contra a PEC da Blindagem. Temos um importante marco, que é a definição das candidaturas para 2026, em 15 de agosto de 2026. Abaixo a linha do tempo;



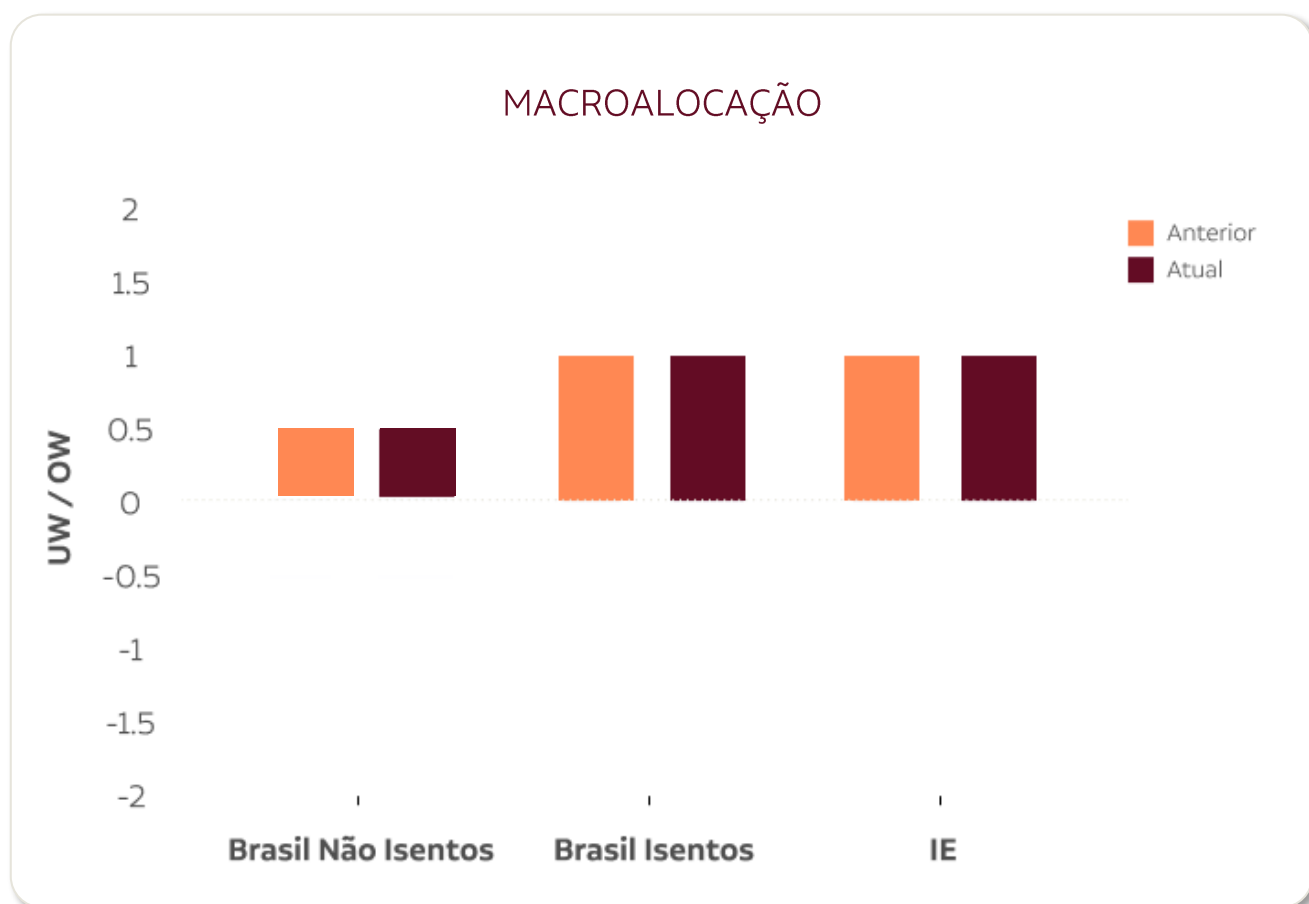
Principais datas das Eleições 2026

Data	Prazo / Evento	
4 de maio de 2026	Fechamento do cadastro eleitoral — é o último dia para alistamento eleitoral, transferência de domicílio eleitoral, revisão de dados etc. Justiça Eleitoral +2	
20 de julho a 5 de agosto de 2026	Convenções partidárias — os partidos/federações realizam convenções para escolher candidatos e vice, deliberar coligações etc. Wikipédia +2	
15 de agosto de 2026	Último dia para registro de candidaturas (presidente e vice; governadores e vices; senadores; deputados federais, estaduais ou distritais). Depois disso, não há mais possibilidade de lançar novos candidatos, exceto em casos de morte, renúncia ou indeferimento. Justiça Eleitoral +2	
Início da propaganda eleitoral	A propaganda (eleitoral) pode começar após o registro, já definido, normalmente começa 16 de agosto de 2026 para alguns estaduais, conforme modelos regionais observados. Wikipédia	
4 de outubro de 2026	Primeiro turno das eleições gerais (Presidente, Governadores, Senado, Deputados, etc.). Wikipédia +1	
25 de outubro de 2026	Segundo turno (nos casos em que for necessário, para cargos majoritários que não foram decididos no primeiro). Wikipedia	
Até 19 de dezembro de 2026	Diplomação dos eleitos (prazo para Justiça Eleitoral oficializar quem foi eleito). Esse prazo aparece em cronograma estadual (Paraíba) como referência, mas condiz com o prazo legal para diplomação no âmbito onal também. Wikipédia +1	

Até que a primeira data relevante seja cumprida, 15 de agosto de 2026, temos ainda 11 longos meses, com muitas pesquisas, muitas reviravoltas na economia e na popularidade de ambos os lados. **Por ora, a prudência recomenda que sigamos conservadores e, tendo a história como guia, nas eleições que Lula disputou contra um candidato de direita, ele teve bons resultados, em pleitos disputados.** Com a máquina na mão e a direita dando tiros no pé (a questão das sanções americanas e da PEC da Blindagem), nada parece desautorizar uma candidatura competitiva de Lula.

Em resumo, nos Estados Unidos, preços que não podem ser chamados de baratos, dentro de uma tendência secular de queda da moeda fiduciária e de revolução tecnológica, e no Brasil, preços que podem ser chamados de baratos em um quadro de anomia política, deterioração fiscal e eleições disputadas. O bonitinho carinho ou o feinho baratinho?

Termômetro de Alocação



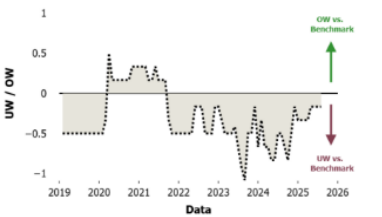
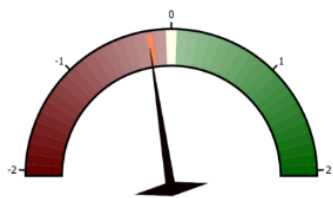
O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e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

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

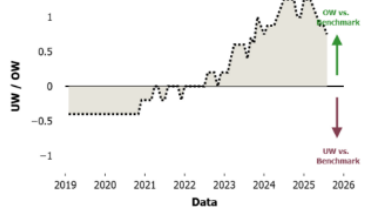
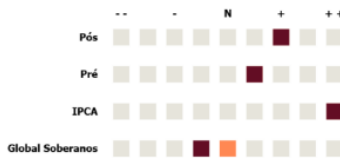
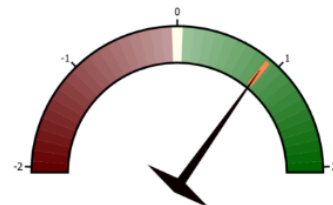
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO
DE RISCO

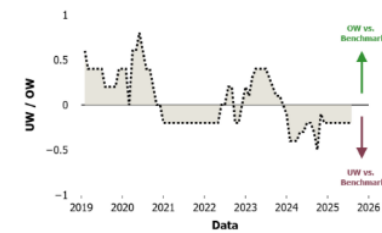
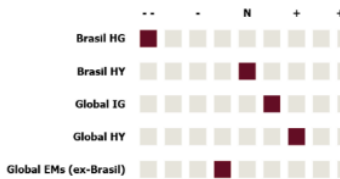
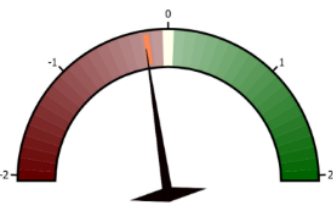
AÇÕES



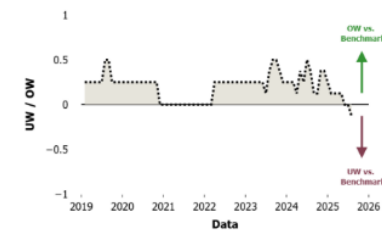
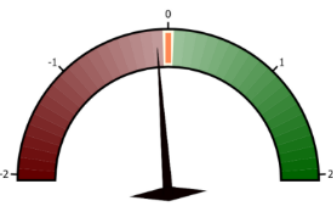
RENTA FIXA



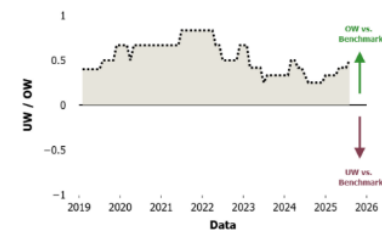
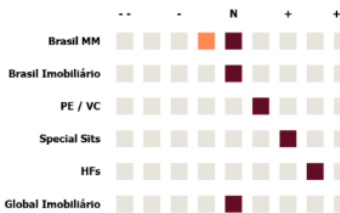
CRÉDITO



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

INVESTIMENTOS

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.