

Carta Mensal

Dezembro 2025

“O sinal é a verdade. O ruído é o que nos distrai da verdade”

- Nate Silver

2025: Um Ano Ruidoso

O ano foi um vórtex de eventos e novidades, em todos os campos. Nesta carta vamos ver o que de relevante se passou em novembro e no ano e tentar **separar o que foi ruído do que realmente importa para os nossos investimentos.**

Se novembro fosse um filme, seria aquele *plot twist* (virada inesperada) que ninguém esperava: enquanto Hollywood (leia-se: Vale do Silício) questionava se a inteligência artificial era o novo “.com” dos anos 2000, o Brasil silenciosamente renovava máximas históricas na bolsa. Irônico, não?

O mês foi de contrastes dignos de um roteiro de Tarantino. Os EUA protagonizaram o *shutdown* mais longo da história (43 dias de governo fechado), a Nvidia entregou resultados estelares, mas viu suas ações caírem, e o Bitcoin — que havia tocado US\$ 126 mil, acordou num suposto *bear market*, ou seja, em queda livre.

Enquanto isso, o Ibovespa emplacava 14 pregões consecutivos de alta, a maior sequência desde 1994. Às vezes, ser emergente tem suas vantagens!

Lá Fora: O Circo Pegou Fogo

Imagine 900 mil funcionários federais mandados para casa e outros 2 milhões trabalhando de graça. Adicione 40 milhões de americanos sem auxílio alimentar e voos reduzidos em 10% porque faltavam controladores de tráfego. Bem-vindos ao *shutdown* de 43 dias — o mais longo da história dos EUA. Isto teve implicações na economia e na liquidez, USD 2 bilhões por dia deixaram de ser injetados na economia, na forma de salários e contratos governamentais.

O impasse entre Republicanos e Democratas sobre o Obamacare deixou o FED “voando às cegas”: o *Bureau of Labor Statistics* simplesmente não publicou dados econômicos por dois meses. Quando a poeira baixou em 12 de novembro, o mercado respirou aliviado, com os ativos de risco reagindo positivamente.

Federal Reserve: O Dilema do Pombo. O Fed cortou 25 pontos-base em outubro, levando os juros para 3,75%-4,00%, e encerrou o *Quantitative Tightening*. Mas a decisão não foi unânime: um diretor queria um corte de 50 pontos, outro, queria manter a taxa inalterada. Com a inflação em 2,7% (meta é 2%) e o desemprego em 4,4%, o Comitê segue dividido.

A despeito da falta de dados, as empresas americanas vêm em uma crescente de anúncios de cortes de vagas, sem fazer muita conta, já temos pelo menos 100 mil postos de trabalho fechados com o argumento de funções sendo automatizadas por inteligência artificial. Isto aqui é sinal e terá implicações relevantes em política fiscal e o que chamamos de economia em “K”. Voltaremos a isso mais tarde.

As atas do FOMC revelaram o dilema: alguns membros veem inflação "próxima" da meta; outros discordam veementemente. A probabilidade de novo corte em dezembro saltou de 30% para 80% após declarações *dovish* de membros do Fed. Dezembro promete emoções.

A Nvidia entregou US\$ 57 bilhões de receita (+62% ano contra ano), lucro por ação de US\$ 1,30 (+60%) e Jensen Huang declarou que as vendas do Blackwell estão "off the charts". O guidance para o próximo trimestre? US\$ 65 bilhões. Pipeline de pedidos? US\$ 500 bilhões. E o que fez o mercado? Derrubou as ações 3,15%. Michael Burry (sim, o cara interpretado por Christian Bale no filme "A Grande Apostila") está cético com o trade de IA. Hedge Funds como Thiel Macro e SoftBank zeraram posições. **A preocupação? Financiamento circular, a Nvidia vende GPUs para empresas de IA que são financiadas por investidores que apostam na... Nvidia. Um origami financeiro interessante.**

O Google lançou o Gemini 3 e, pela primeira vez, conseguiu liderar o ranking de modelos de IA. A Alphabet foi a única das "Magnificent 7" a subir nesta semana (+8%) em que Nvidia divulgou resultados. Enquanto Nvidia, Amazon e Microsoft caíam até 7%, o Google celebrava seu retorno ao jogo. A guerra da inteligência artificial está longe de acabar e isso é bom para quem investe em inovação. **O pulo do gato aqui foi que o Google conseguiu treinar um modelo de ponta (a disputa entre os “big four” está insana, Gemini, ChatGPT, Claude e Grok), porém usando os seus processadores TPUs, bem mais baratos do que os ultrassofisticados GPUs da Nvidia** (a empresa tem margem bruta de 70%). Isso muda a dinâmica competitiva e nos remete a um barateamento e à comoditização dos modelos.

Bitcoin. De US\$ 126 mil a US\$ 80 mil. Queda de mais de 30%. *Bear market* oficial. O Bitcoin foi arrastado pela aversão a risco que atingiu todo o setor de tecnologia. Mas antes de entrar em pânico: Harvard triplicou sua posição em ETFs de Bitcoin (US\$ 443M), BlackRock e Fidelity continuam com entradas líquidas, e a MicroStrategy comprou mais 8 mil BTC em novembro. A volatilidade assusta, mas os institucionais estão acumulando. **Aqui entendemos que a soma do estrangulamento de liquidez pelo *shutdown*, com um mercado extremamente alavancado com *stops* curtos, levou a uma liquidação sem precedentes.** Mais à frente veremos se as condições fundamentais mudaram nesta classe de ativos.

Brasil: O Patinho Feio Virou Cisne

Selic mantida em 15%a.a., o maior nível desde 2006. Mas a novidade está na comunicação: o BC mudou de "avaliando se seria suficiente" para "é suficiente". Traduzindo do economês: estamos confiantes de que a dose cavalar de juros vai funcionar, mas não vamos baixar a guarda.

As projeções do BC apontam IPCA de 4,6% para 2026 e 3,3% para 2027. O Focus já especifica cortes graduais ao longo de 2026, com a Selic terminando o ano que vem entre 12%a.a. e 12,25%a.a.. Paciência é uma virtude, especialmente quando rende 15% ao ano.

O IPCA-15 de novembro veio em 4,50% em 12 meses, exatamente no teto da meta pela primeira vez desde janeiro. Os serviços ainda preocupam (+0,66% no mês), mas a média móvel de serviços subjacentes caiu de 4,76% para 4,44%. A política monetária restritiva está funcionando. Doloroso? Sim. Necessário? Também. **Aqui cabe ressaltar que o nosso fiscal, piorou em 2025, bem como nossos números de contas externas. Temos uma economia rodando ainda em aquecimento, sem nenhuma capacidade ociosa.** Quando decompomos a inflação, vemos muito mais uma desaceleração em alguns bolsões de preços, do que um processo generalizado de desinflação. O BC corretamente tem se mantido com uma postura firme e conservadora. Cremos que o processo de corte de juros é mais uma história do começo do segundo trimestre de 2026, do que do começo do ano.

O Ibovespa emplacou 14 pregões consecutivos de alta – a maior sequência desde maio/junho de 1994, quando o Real estava nascendo. Rompeu 155 mil pontos, depois 157 mil, e fechou novembro flertando com 159 mil. Motivos não faltaram: expectativa de corte de Selic em 2026, inflação convergindo, fim do *shutdown* americano e remoção de tarifas sobre produtos brasileiros. Bancos lideraram as altas, beneficiados pelo spread entre captação e empréstimo.

Commodities surfaram a estabilização do câmbio. E a temporada de balanços foi positiva: 82% das empresas do S&P bateram estimativas de lucro.

De R\$ 5,40 para R\$ 5,33. O real se beneficiou do diferencial de juros absurdo (15% vs 4%) e do fluxo estrangeiro para nossa renda fixa e bolsa. O Focus projeta dólar em R\$ 5,40 no fim de 2025 e R\$ 5,50 em 2026. Nada de euforias, mas também nada de pânico.

Aqui cabe um sinal de 2025, os ativos brasileiros não se valorizaram por mérito próprio. Os fundamentos econômicos, na verdade, até pioraram. O Brasil apenas aproveitou um ciclo de fraqueza do dólar, com realocação global de ativos e temperado com um bom humor para mercados emergentes. Apenas pegamos uma carona na festa.

Trump removeu a tarifa de 40% sobre produtos agrícolas brasileiros. Carne bovina, café, frutas, cacau, tudo de volta ao normal. O Brasil fornece um terço do café consumido nos EUA e é o principal fornecedor de carne para hambúrgueres. Às vezes, a geopolítica cede à lógica do mercado. Produtos industriais (aço, alumínio) ainda estão sob tarifa de 50%, mas é um começo. Aqui também outra diferenciação, após um ruidoso abril, em que Trump taxou até o país que não existia, tivemos na verdade uma moderação, com acordos comerciais sendo fechados, tarifas sendo amenizadas, e um efeito sobre a economia bem menor do que inicialmente esperado. A recessão virou uma leve desaceleração.

O que foi ruído em 2025?

O crash de abril foi ruído. Sim, perdemos 10% em dois dias. Mas quem manteve a calma recuperou tudo em semanas. Correções violentas seguidas de recuperações rápidas não mudam tendências de longo prazo, apenas testam nervos.

Manchetes sobre "bolha de IA" foram prematuras. Valuations esticados não são bolha se os lucros acompanharem. A Nvidia triplicou a receita em dois anos. Críticos comparando com 1999 ignoram que desta vez há fluxo de caixa real.

O shutdown foi teatro político. 43 dias de paralisia, dados atrasados, incerteza máxima. E depois? Mercados subiram. O impacto no PIB foi temporário. Shutdowns são disfuncionais, não catastróficos.

Volatilidade diária virou commodity. Em um ano com tantos eventos, oscilações de 2-3% se tornaram normais. O investidor que reagiu a cada manchete provavelmente *underperformou* quem simplesmente manteve posições.

O que permanece como sinal para 2026?

IA é infraestrutura, não modismo. O avanço de 2025 não foi incremental, foi transformacional. Modelos que operam autonomamente por 30+ horas, contextos de milhões de tokens, custos caindo 50-90%. Empresas que não adotarem ficarão para trás. Isso é secular, não cíclico.

As empresas (americanas) começam a usar IA para otimizar e automatizar processos, com isso, os cortes de vagas começam, especialmente entre os mais jovens. O primeiro efeito imediato disto é um aumento de margem das empresas; a previsão de crescimento dos lucros do S&P 500 para 2026 é de 16%, o dobro da média histórica. O segundo é o aumento do desemprego, com o lado tradicional da economia piorando pela redução do consumo, porém o lado tecnológico segue firme e forte, é o que chamamos de economia em “K”.

Mais insatisfação e populismo. O prefeito socialista de NY foi eleito com um único tema, os jovens não conseguem mais pagar pela sua moradia. Com IA, teremos a situação econômica piorando para os mais jovens, e isso em ano de eleições legislativas nos Estados Unidos. Podemos esperar mais auxílios como “renda mínima” e mais expansão fiscal e monetária. A impressora de dinheiro e liquidez vai fazer hora extra em 2026.

Desglobalização seletiva é real. As tarifas de 2025 não vão desaparecer completamente. A tendência de *reshoring*, *friendshoring* e diversificação de cadeias é estrutural. China já diversificou: ASEAN ultrapassou EUA como maior mercado de exportação. China acumula toneladas de ouro, um novo sistema financeiro, desacoplado do dólar, se forma. Isso reconfigura fluxos de investimento por anos. Eventuais tréguas como um acordo de paz entre Rússia e Ucrânia não mudam a tendência de um mundo partido.

Bitcoin virou ativo institucional. ETFs, tesourarias corporativas, fundos soberanos. O JPMorgan, o maior cético histórico, agora permite que clientes comprem. Isso não volta atrás. Volatilidade permanece, mas legitimidade está consolidada. Neste processo, é importante notar que o ativo tem se comportado bem mais como um ativo de risco e liquidez do que como uma reserva de valor, como o ouro. As correlações mudam sempre, por definição, mas agora a correlação do bitcoin é com o Nasdaq e com a liquidez na economia global.

Blockchain como tecnologia predominante no mercado financeiro. No começo do ano que vem a regulamentação do universo crypto será votada no Congresso dos Estados Unidos. JP Morgan já testa a sua *blockchain* e a sua *stablecoin*, para remessas digitais. A Blackrock já avisou que assim que for permitido, todos os seus ETFs serão tokenizados. É um mundo rodando 24/7, com liquidação instantânea e com custos bem menores de *back office*, auditoria, contabilidade.

Economia prateada, o mundo envelhece em ritmo acelerado, as pessoas viverão mais, afinal, IA irá melhorar e baratear o diagnóstico, e também, a descoberta de novos medicamentos. Com isso, as previdências, que já estão arregaçadas, ficarão ainda mais estranguladas. Qual a solução? Roda, roda, a maquininha de fazer dinheiro, meu amor...

Juros reais elevados funcionam, mas têm limite. O Brasil provou que política monetária restritiva, aplicada com consistência, entrega resultados. Inflação cedeu, câmbio estabilizou, bolsa subiu. É a receita antiga que nunca sai de moda. Porém, o custo disso é uma trajetória explosiva de dívida. Países desenvolvidos como os Estados Unidos ensaiam uma queda artificial dos juros reais como forma de reduzir o seu tamanho de dívida, dado que o corte de gastos não é algo que nem os eleitores, nem os políticos desejam.

Para Encerrar

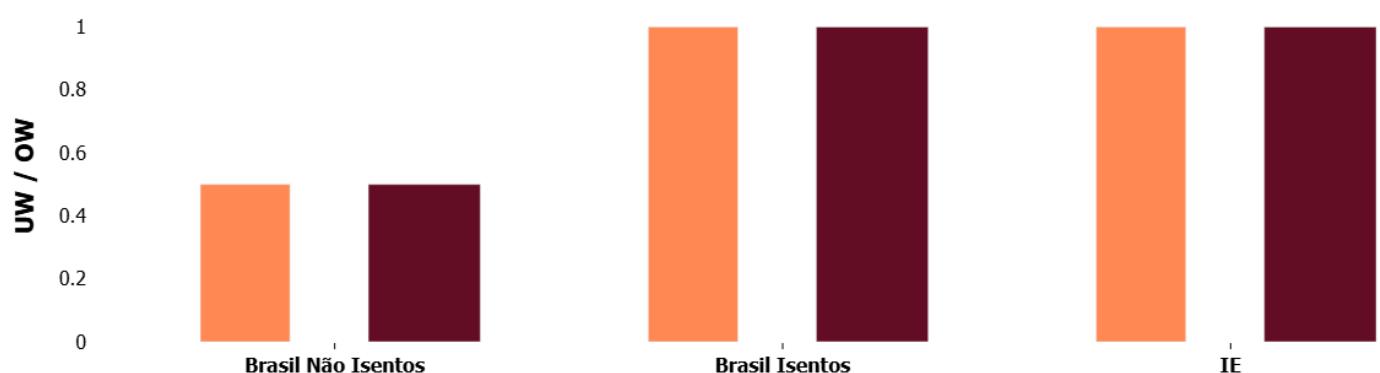
O mundo entra em 2026 com menos juros e mais liquidez, o dono da festa mandou servir mais bebida. Com isso, as tendências de 2025, seguem;

- Ativos de risco, a liquidez vai aumentar
- Ativos reais, o dinheiro fiduciário vai perder mais valor
- Tecnologia, IA, estamos só no começo da maior transformação desde a revolução industrial
- Tecnologia, segurança de dados, isso aqui agora é questão de vida ou morte
- Tecnologia, blockchain, o mercado financeiro 2.0 vem com tudo
- Defesa, especialmente empresas usando IA nos armamentos do século 21
- Isso tudo, com mais proteções e fazendo uso de caixa, afinal, **é um cenário positivo, porém com mais volatilidade e com caudas gordas** na distribuição de resultados.

Termômetro de Alocação

MACROALOCAÇÃO

Anterior
Atual



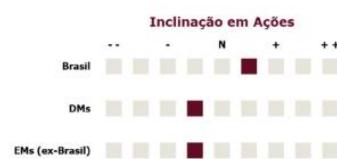
O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIIs, LCIs, e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

AÇÕES

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA



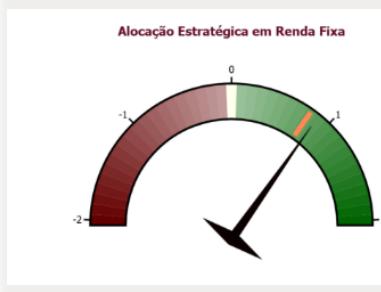
INCLINAÇÃO



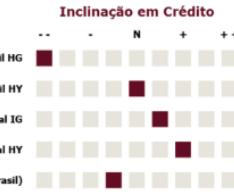
HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO DE RISCO



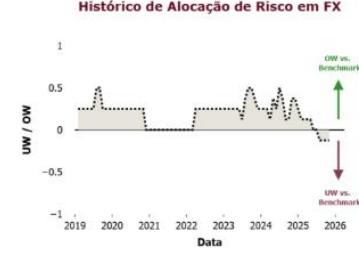
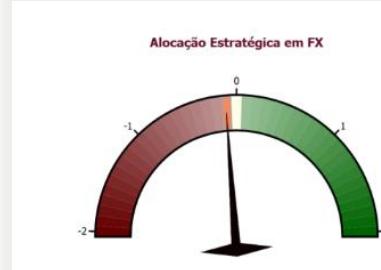
RENDA FIXA



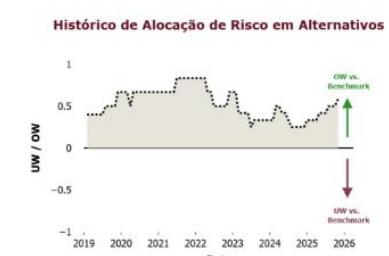
CRÉDITO



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

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.