

Abril de 2025

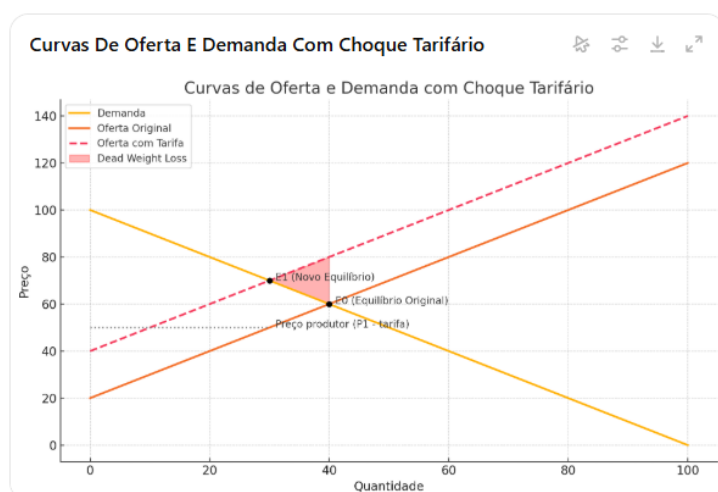
Estamos vivendo um choque nos mercados internacionais, vamos tentar resumir em uma breve nota, as causas disso, os grandes deslocamentos e oportunidades nos mercados e os cenários possíveis.

Existe uma enorme diferença entre o mérito em uma questão e a maneira que uma pessoa encontra para resolver esta questão.

Trump tem razão quando diz que os Estados Unidos sofrem com práticas injustas de comércio, tarifas altas, manipulação cambial e toda sorte de barreiras não tarifárias. Os números mostram que os US tem um déficit de USD 1 trilhão, a China é o espelho disso com um superávit de USD 1 trilhão. Trump tem razão quando diz que os US passaram por um grande processo de desindustrialização. Trump tem um ponto quando diz que estrategicamente nenhum país pode depender do exterior em quase tudo que consome. Sua razão acaba aqui.

Como ele escolhe resolver o problema? Tal qual o pombo que bagunça o tabuleiro de xadrez na praça, **Trump se armou de uma fórmula tosca e de um pedaço de cartolina e taxou o mundo todo com taxas que vão de 10% até perto de 50%.**

Abaixo na figura, a representação de um choque de oferta tarifário, onde a curva de oferta com a tarifa é deslocada para cima, havendo uma **primeira estabilização em um nível de preço maior e produção menor (estagflação)**. Naturalmente temos depois um ajuste também da curva de demanda, porém paramos por aqui no exemplo, por simplicidade.



Quando Trump começou a falar, os mercados até subiram enquanto ele falava de tarifas recíprocas, mostrando que isso estava no preço, porém quando sacou a cartolina mágica, os ativos globais despencaram.

A estratégia adotada por Trump é clássica e amplamente explorada no seu livro *"The Art of the Deal"*. Trump pede a lua, e depois negocia para obter algo no meio do caminho. Ele mesmo falou na entrevista que estava esperando os países para negociarem com ele. Fazendo uma analogia com o dilema do prisioneiro, ele assume que as pessoas irão para o caminho racional e colaborativo, para que ambos ganhem, ou percam pouco. **Porém somos humanos e nem sempre somos racionais, e tem a questão política.** Imagina se a China já vai correr para negociar no primeiro momento? Nunca. Vai parecer fraca diante de sua população. Ela simplesmente devolveu a tarifa de 34%. Alguns países, no entanto, como Vietnã e Coreia já sinalizaram que irão negociar.

O problema de Trump, é que sua estratégia, se der errado tem um impacto nuclear, jogando o mundo em recessão e seu país em um choque inflacionário. Este choque pode ser comparado a uma mini Covid, no sentido em que é uma disrupção na cadeia de suprimentos. Porém não uma Covid completa, pois não temos a incerteza do dano humano e de quando teremos uma reabertura. É um choque do tipo *one-off*, ou seja, uma vez só.

Abril de 2025

Com isso podemos tentar entender onde estamos, em termos relativos e absolutos.

Primeiramente, vamos ver o *draw down* do S&P 500

Crise de 2008	50%
Covid em 2020	35%
Choque Tarifário (até agora)	20%

Não temos quebradeira de banco nem risco sistêmico como em 2008, a Covid era um choque sem previsão de término e o choque atual, no pior cenário (tarifas ficam como estão) é um choque que ocorre só uma vez. **Logo entendemos que a bolsa americana deve ter, em tese, uma queda menor do que no Covid.** Como já tivemos 20%, nos parece que maior parte da dor já foi sentida, a despeito da volatilidade estar longe de ter acabado.

Em termos relativos, a bolsa americana, depois de muito tempo cara em relação à renda fixa, começa a ficar atrativa, vide abaixo a relação entre o SPY e o TLT, ETF's de bolsa e renda fixa, respectivamente. Na relação saímos de +2 desvios para -2 desvios. A bolsa americana ficou barata vis a vis a renda fixa.



Ainda em termos relativos, só que comparando a relação preço lucro dos US com o resto do mundo, aqui também saímos de algo +2 desvios para -2 desvios. A bolsa americana vis a vis as ações do resto do mundo, ficou mais atrativa.



Abril de 2025

Ou seja, as ações americanas, finalmente começam a parecer baratas, tanto em relação à renda fixa americana, quanto em relação as ações do resto do mundo. O que não impede que fiquem ainda mais baratas, é sempre bom observar.

O que assistimos foi um ajuste técnico violento, no dia 04/04/25 a bolsa americana teve o seu maior número de ações negociadas na história, algo como 30 bilhões de ações. Notícias dão conta que os *hedge funds* sofreram a maior chamada de margem da história. **O que é natural, afinal o mercado mais investido, mais caro e mais alavancado é o que mais sofre em um choque de VaR.**

Alguns cenários possíveis para os próximos dias;

- Dado que o resto do mundo, em se mantendo as tarifas, sofre mais que os Estados Unidos, se o *stress* continuar, **é provável que veremos o resto do mundo com desempenho pior do que os Estados Unidos, que reagiu na frente, por motivos técnicos.**
- Alguns cálculos indicam que a linha de produtos da Apple, com essas tarifas, teria um aumento de preços da ordem de 45%. **O choque no consumidor americano seria brutal, assim como o desagrado político deste eleitor com Trump.** Já temos notícias de políticos republicanos, aliados a Trump, preocupados e zangados com o evento.
- O quadro de manutenção de tarifas é muito prejudicial a todos, não há vencedores. Trump fez como o paciente que foi no hospital, escutou que sua perna tinha um problema, que necessitaria de anos de remédio e fisioterapia. O paciente, tomado pela irracionalidade, resolve amputar sua perna para resolver o problema. **Na hora de pegar a serra e fazer o serviço, ele vai em frente?**
- Entendemos que o cenário é fluido, Trump se meteu em uma enrascada que o retrocesso poderá sinalizar fraqueza. Ele já disse que deseja negociar, China já devolveu a tarifa e não falou mais nada. A bola está com a Europa, que está quieta. O risco naturalmente existe, afinal de a humanidade fosse sempre racional, não teríamos tido duas guerras mundiais, **porém cremos que no fim do dia os adultos na sala prevalecerão e uma solução de compromisso será alcançada.** Isso pode variar desde uma tarifa comum menor, uns 10%-15% (o mercado reagiria positivamente) até uma pouco apreciada chance de redução global de tarifas, onde os países, diante da ameaça, reduzem suas tarifas (o mercado reagiria muito positivamente). Argentina e Vietnã já falaram que topam zerar as suas tarifas de importação.

Em termos de investimentos, cremos que a relação da bolsa americana com sua renda fixa e até mesmo o seu fundamento, onde relação preço lucro veio de 22 para 18 e o prêmio de risco de ações ficou positivo, **indicam que os preços estão atrativos para um incremento gradual de posições** (para quem está pouco alocado), podendo-se financiar isso vendendo-se posições em renda fixa americana (soberanos) que se valorizaram e indicam um número de corte de juros (quatro) que talvez o FED não tenha como entregar.

Em termos de Brasil, tivemos um fechamento grande da curva nominal, também colocando uma trajetória de juros (teto em 14,75% e começo dos cortes na virada do ano) que não são condizentes com nossa dinâmica inflacionária e fiscal. Os títulos IPCA, por outro lado, tiveram um fechamento tímido, provocando uma redução interessante na inflação implícita, o que torna os papéis IPCA mais atrativos do que os papéis pré-fixados.

O momento é de manter a cabeça fria, não liquidarmos bons ativos com preços baixos na emoção e ir fazendo movimentos incrementais. **Não é uma situação de resolução imediata, será um dia de cada vez.**