

Carta Mensal

Fevereiro 2026

"Sou um escritor realista porque na América Latina tudo é possível, tudo é real."

- Gabriel Garcia Márquez

Macondo Tropical: Uma Crônica de Contradições

Em sua obra seminal, que lhe rendeu um Prêmio Nobel em 1982, “Gabo” nos retrata a surrealista Macondo, onde realidade e sonho se misturam. E em ano eleitoral, quando deveríamos nos olhar no espelho, é impossível não reconhecer o realismo fantástico que se abateu sobre o Brasil.

Assim como o personagem principal (Aureliano Buendia) de “*Cem Anos de Solidão*”, diante do pelotão de fuzilamento, o Brasil, diante de juros a 15% a.a., haveria de recordar aquela tarde remota dos anos 80 em que descobriu que poderia enriquecer plantando soja no Cerrado. Era um país jovem, de promessas infindas, onde cabiam três Franças de terra arável e jorrava petróleo do fundo do mar como nos contos árabes. Mas Macondo - porque assim havemos de chamá-lo - trazia em seu DNA uma maldição peculiar: transformar toda vitória em derrota, todo avanço em retrocesso, toda esperança em uma conta que não fecha.

Nas últimas duas décadas, nosso país realizou prodígios que fariam corar de inveja qualquer nação sensata. O Mato Grosso, sozinho, passou a produzir 100 milhões de toneladas de grãos - exatamente o que o Brasil inteiro produzia há vinte e cinco anos. A produção nacional saltou para 350 milhões de toneladas, transformando-nos em um gigante tecnológico disfarçado de fazendeiro. Viramos o baú de petróleo: de importadores com 6 bilhões de dólares negativos transformamo-nos em exportadores com 32 bilhões de dólares positivos. Nossos aeroportos, que envergonhavam até ditaduras tropicais, foram concessionados e viraram vitrines internacionais. O telefone deixou de ser item de herança declarado no imposto de renda para estar no bolso do mototáxi.

Houve até uma revolução cultural silenciosa. Em 2006, acusar um candidato de “privatista” era sentença de morte eleitoral. Hoje, o termo perdeu seu veneno. A sociedade aprendeu, lenta, dolorosamente, que o Estado brasileiro é um gestor incompetente de aeroportos, portos, telefones e energia. Aprovamos uma reforma da previdência que três décadas de debates não conseguiram parir. Fizemos, enfim, uma reforma tributária que promete ganhos de produtividade por vinte anos. Nenhum político sério propõe reverter essas conquistas. **Amadurecemos - e isso é inegável.**

Mas eis que surge o paradoxo macondiano: **enquanto a microeconomia florescia, o Estado apodreceu por dentro. A dívida pública, que em 2013 era uma senhora comportada de 50% do PIB, transformou-se numa megera insaciável de 85% por cento. Em apenas 4 anos do atual governo, 12 pontos percentuais de dívida foram adicionados.** Isso sem guerra, sem pandemia aguda, apenas pela simples impossibilidade de dizer "não".

O Brasil escolheu ser europeu nos direitos, latino-americano no trabalho e asiático nos sonhos de crescimento – uma santíssima trindade impossível por definição. **O salário-mínimo subiu 155% em termos reais nas últimas três décadas; a produtividade, apenas 25%. Indexamos tudo ao mínimo: previdência, assistência social, pisos de saúde e educação.** Criamos um Frankenstein orçamentário onde mais de 90% da despesa é obrigatória e cresce automaticamente cinco ou seis por cento ao ano, enquanto a economia rasteja a dois por cento. **Até 2027 o espaço livre no orçamento será algo perto de zero, bateremos no muro fiscal.**

O governo atual expandiu os gastos primários em 20% reais em quatro anos. O déficit nominal, aquele que inclui os juros da dívida, atingiu 8,5% do PIB, patamar que envergonharia até administradores desonestos de países em colapso. França e Estados Unidos, com todos os seus problemas, não ultrapassam 6%. **Mas em Macondo, onde a realidade sempre foi uma sugestão negociável, decidiu-se que as leis da aritmética não se aplicam.**

Há ainda o fator demográfico – essa guilhotina silenciosa. Em 15 anos, a população começará a encolher. Já gastamos 13% do PIB com previdência, padrão de país europeu idoso, sendo ainda relativamente jovens. **Envelheceremos pobres, sem ter acumulado a riqueza necessária para custear a velhice.** A Coreia do Sul enriqueceu antes de envelhecer. Nós envelheceremos assistindo novelas. Todas as escolhas têm consequências.

O Brasil de hoje é um paradoxo ambulante: empresas modernas que competem globalmente sustentam um Estado medieval que devora metade da riqueza gerada; um agronegócio de precisão milimétrica financiando aposentadorias aos cinquenta anos; infraestrutura concessionada de primeiro mundo coexistindo com tribunais que operam como cortes reais do século XVII, onde os juízes não se julgam e não prestam contas a ninguém.

Encerraremos este terceiro governo Lula com a dívida nas alturas, juros reais de sete por cento ao ano, inflação persistente e a certeza de que 2026 será consumido por jogos eleitorais. Todos rezam para que 2027 traga um ajuste fiscal. Mas como ajustar um país onde o Supremo Tribunal Federal, guardião da Constituição, tornou-se símbolo da própria deterioração institucional que deveria combater?

O apodrecimento institucional talvez seja a metástase mais grave. **O Supremo Tribunal Federal, que deveria ser o guardião imparcial da Constituição, transformou-se em personagem central de um romance de realismo fantástico que nem os mestres do gênero ousariam escrever.**

O Supremo Tribunal Federal tornou-se uma instituição que já não reconhecemos. Apenas 20% dos brasileiros confiam muito nele. **Nos últimos anos, 85% das decisões do STF foram monocráticas, o que contraria o seu próprio desenho colegiado.** Em mais uma decisão monocrática, um dos ministros alterou a interpretação da lei de impeachment de membros do STF, tornando ainda mais difícil responsabilizar os próprios integrantes da corte. É como se a raposa assumisse a guarda do galinheiro e ainda reescrevesse as regras para garantir sua impunidade perpétua.

Uma prestigiada revista britânica, o Financial Times, em reportagem devastadora, descreveu o escândalo bancário e concluiu: "Não há provas de que o ministro soubesse do assunto. No entanto, esses laços reforçam a impressão entre os eleitores brasileiros de que a Suprema Corte do país carece de imparcialidade."

E assim Macondo caminha para seu destino inevitável: **um país rico que escolheu ser pobre, moderno na produção e atrasado na gestão pública, vitorioso no campo e derrotado nos palácios de Brasília.** Os milagres convivem com os absurdos, e ninguém parece achar isso estranho. Plantamos recordes 350 milhões de toneladas enquanto colhemos déficits de 8,5% do PIB. Extraímos petróleo do pré-sal, enquanto ministros do Supremo frequentam cassinos em resorts construídos por suas famílias e vendidos a fundos de banqueiros fraudadores.

Como diria o patriarca da família Buendía, **estamos condenados a cem anos de mediocridade, não porque não saibamos o que fazer, mas porque, no fundo, escolhemos não fazer.** E porque aqueles que deveriam nos proteger da desordem tornaram-se, eles próprios, agentes do caos. Em Macondo tropical, a Justiça suprema virou personagem de romance fantástico. E o mais absurdo de tudo é que nada disso é ficção.

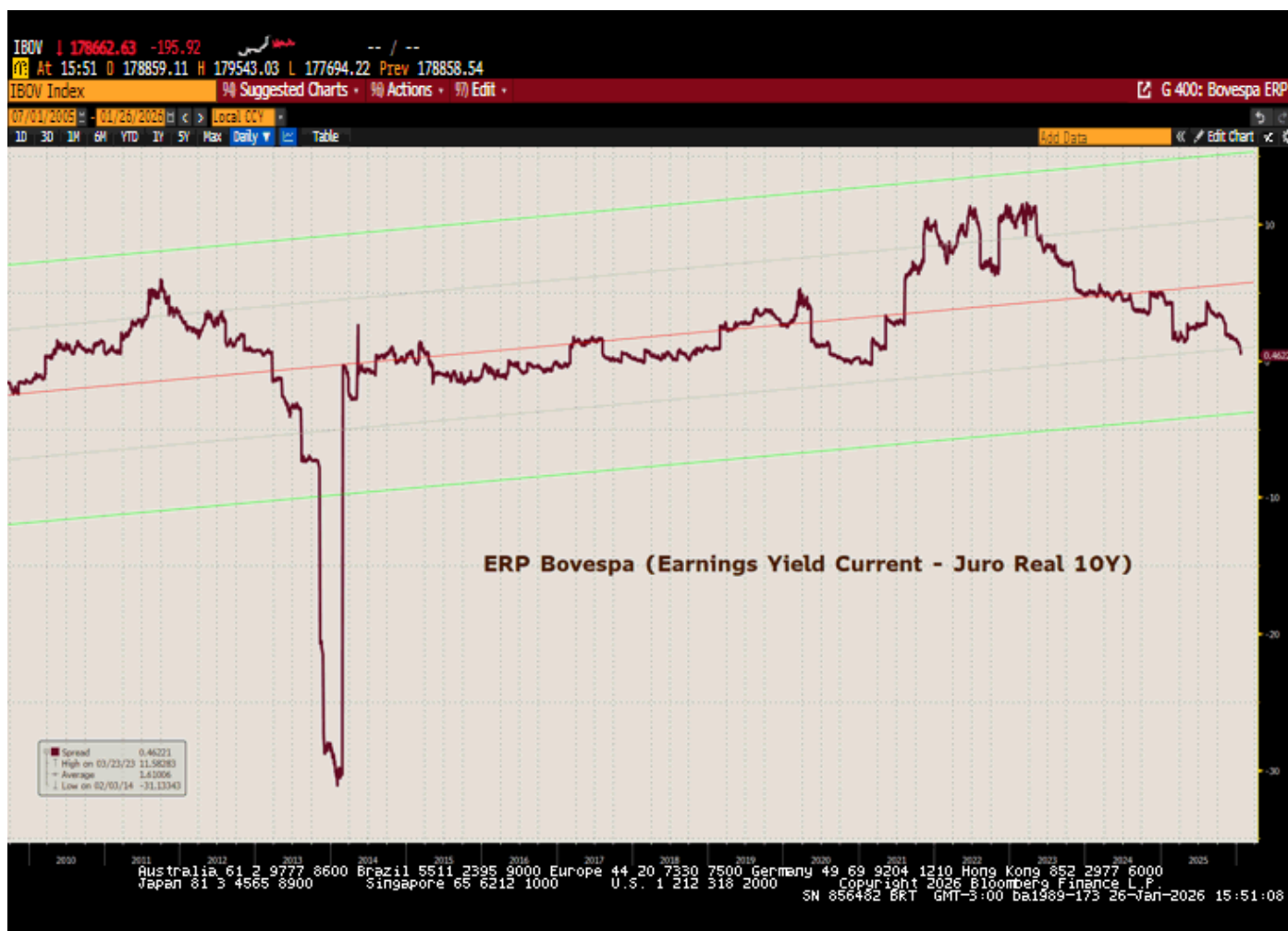
Mercados e Investimentos

Este paradoxo em forma de país, eficiente no privado e medieval no público, passa por um momento curioso quando o assunto são os ativos brasileiros. Tivemos um 2025 onde a maior parte dos ativos obteve retornos superiores ao já elevado CDI e 2026 parece que começa de mesma forma.

Isso em um momento em que o fundamento fiscal piorou, o fundamento externo piorou e a institucionalidade do país piorou. **A que se deve isso? Simples, quando o fluxo fala, o fundamento sai da sala.** Em 2025 o estrangeiro colocou R\$ 25 bilhões na B3. Apenas em janeiro, o gringo comprou mais R\$ 20 bilhões

Isso inclusive explica a divergência de comportamento entre classes de ativos, o estrangeiro é 50% do movimento da bolsa, enquanto nos títulos públicos não é mais do que 10%. **Não é à toa que vemos talvez uma das maiores divergências de valor relativo entre a bolsa brasileira e o juro real, as NTNBS.**

A bolsa local, quando medimos pelo prêmio de risco para carregar ações, está mais do que 1 desvio padrão abaixo da média dos últimos 15 anos, **um dos menores níveis de remuneração.**

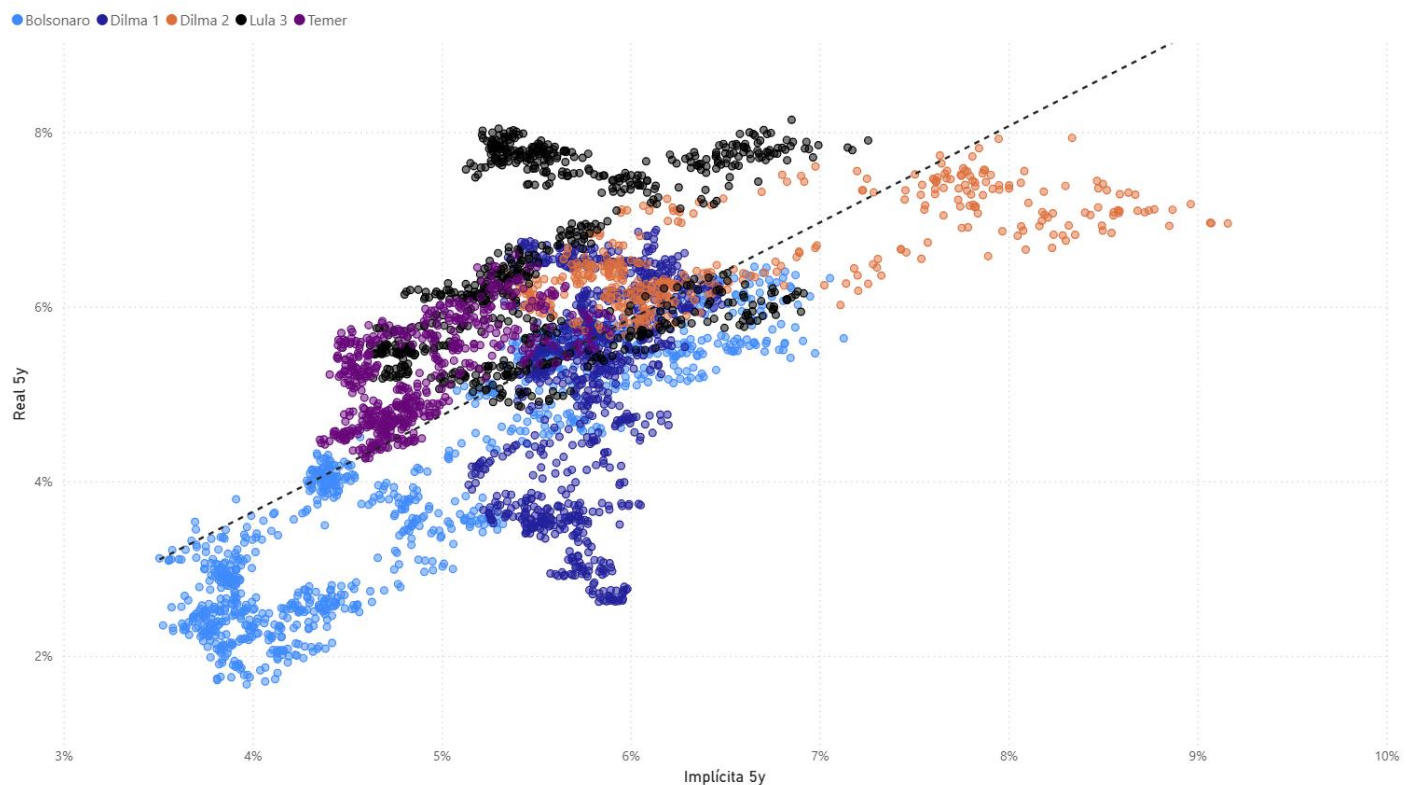


Já as NTNBS, aqui olhamos as de 5 anos de prazo, tem a melhor relação entre juro real x inflação implícita desde o primeiro governo Dilma. Em termos simplificados:

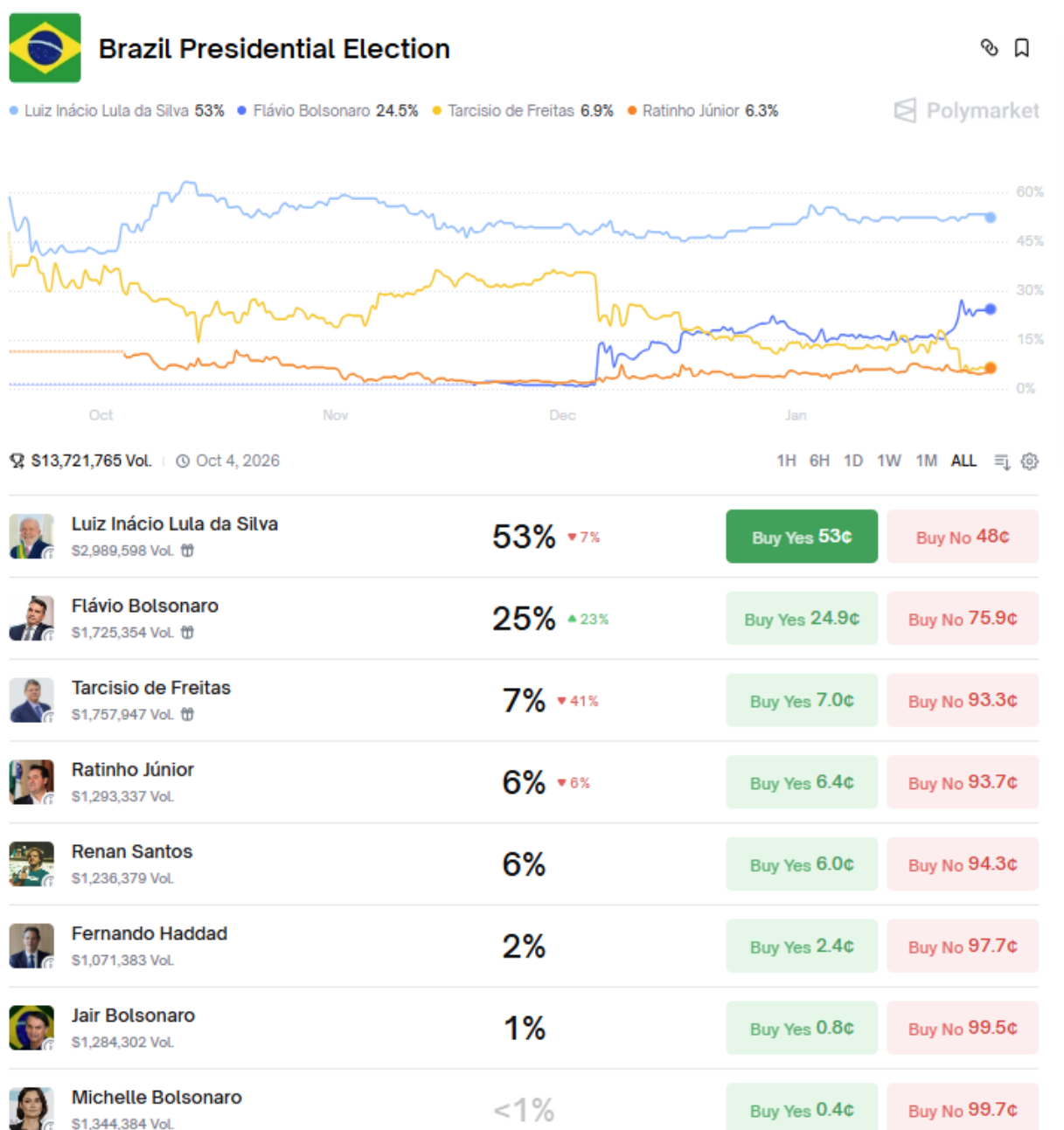
Juro Real = Juro Nominal - Inflação Implícita

Quando o juro real é alto, porém a inflação implícita também é alta, podemos ter o juro real se mantendo constante apenas com juro nominal e inflação implícita caindo de forma igual, como foi em 2025. Um vez que inflação implícita atinge certos pisos, em um cenário positivo a probabilidade do juro real se comprimir aumenta muito. **No gráfico abaixo, há uma relação clara entre juro real e inflação implícita, logo quando compramos as NTNBS em pontos acima da reta, estamos comprando com uma maior taxa de sucesso, como agora, nos pontos pretos, que representam o governo Lula 3.**

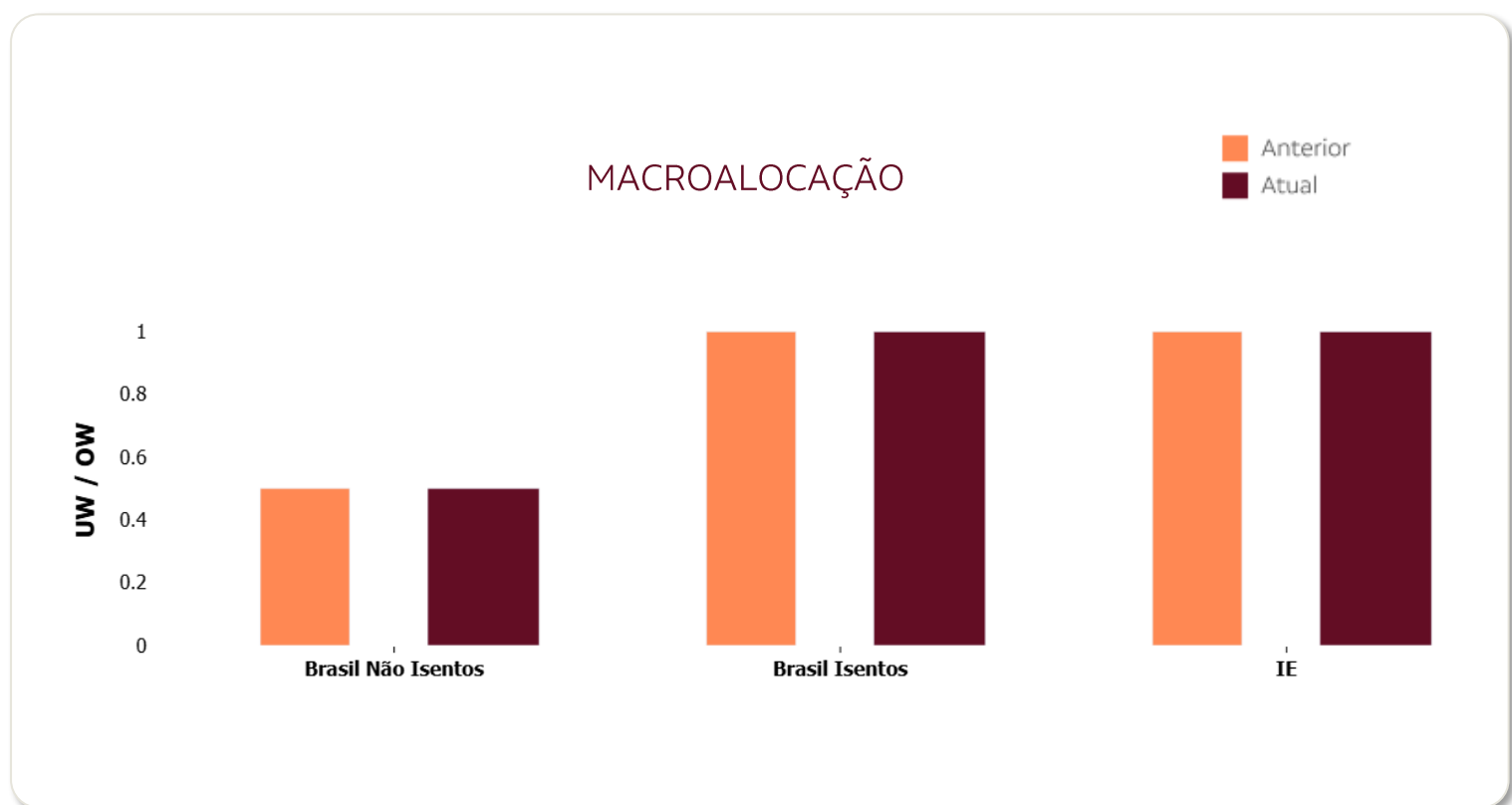
Com isso, cremos que **bolsa e a moeda (BRL) oferecem uma assimetria negativa**, enquanto o **juro real oferece uma assimetria positiva**, tem mais para ganhar no cenário positivo do que para perder no cenário negativo.



E para encerrar, teremos uma corrida eleitoral acirrada, com o candidato Lula dominando com maestria a arte das eleições e uma oposição dividida e batendo cabeça. Por ora, as chances do mercado de apostas blockchain Polymarket estão com Lula tendo em 53% de chance de vitória. **Não nos parece ser uma boa proposição de risco estar com o pé fincado no acelerador do risco Brasil, tendo como única premissa que o gringo vai continuar a financiar essa festa.**



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.

AÇÕES

ALOCÇÃO ESTRATÉGICA



INCLINAÇÃO



HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO



RENTA FIXA

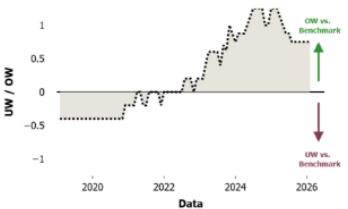
Alocação Estratégica em Renda Fixa



Inclinação em Renda Fixa

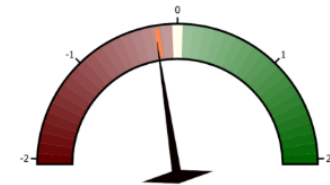


Histórico de Alocação de Risco em Renda Fixa

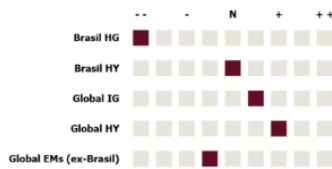


CRÉDITO

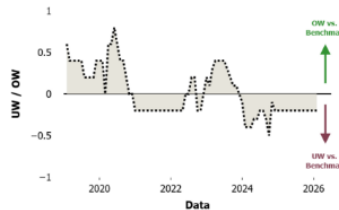
Alocação Estratégica em Crédito



Inclinação em Crédito

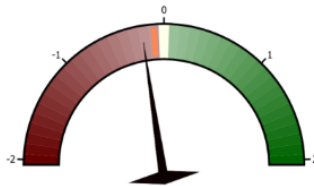


Histórico de Alocação de Risco em Crédito



FX

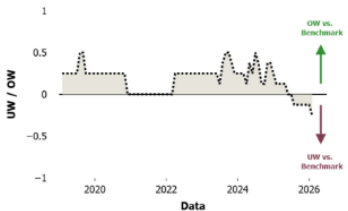
Alocação Estratégica em FX



Inclinação em FX

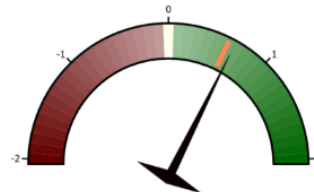


Histórico de Alocação de Risco em FX

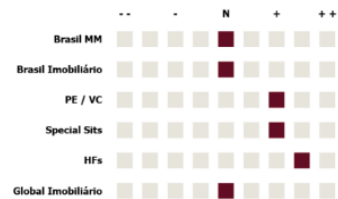


ALTERNATIVOS

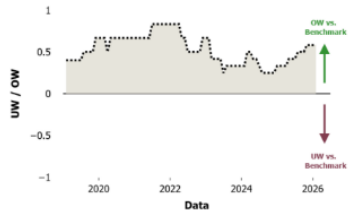
Alocação Estratégica em Alternativos



Inclinação em Alternativos



Histórico de Alocação de Risco em 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.