

Carta Mensal

Maio 2026

*"A verdadeira viagem de descobrimento
não consiste em buscar novas paisagens,
mas em ter novos olhos."*

- Marcel Proust

Diário de Viagem

Três Capitais, Três Mercados: Notas entre Washington, Nova York e Connecticut - do FMI aos gestores líquidos e ao venture capital

Passei duas semanas de abril fora do escritório. A primeira semana em Washington, durante as Reuniões de Primavera do FMI, com painéis fiscais, debates macro e conversas mais reservadas com a equipe econômica brasileira. A segunda semana entre Nova York e Connecticut, em rodada de reuniões com gestoras líquidas, fundos de venture capital, plataformas de alternativos e dois bancos globais. Saí de cada cidade com a sensação de que os dois mundos, o institucional e o de mercado, estavam, em abril de 2026, conversando entre si com um cordão umbilical curiosamente curto, mas cada um falando uma língua diferente sobre os mesmos fatos.

Em DC, o tom oficial era o de quem aceitou que a Era do gasto público expansivo terminou e ainda não sabe muito bem como administrar o luto. Em NY e CT, encontrei uma dicotomia mais aguda: gestores de líquidos predominantemente cautelosos, falando em P/E (*price-to-earnings*, ou seja, relação preço-lucro) de 25 vezes no S&P, prêmio de iliquidez do crédito privado evaporado e complacência geopolítica perigosa; e gestores de ílíquidos, sobretudo venture e MedTech, eufóricos, falando em *hardware* de defesa, robótica, energia descentralizada, mercado secundário de Anthropic a US\$ 600 bilhões / US\$ 800 bilhões e tokenização de tesouro americano.

Esta carta é uma tentativa de organizar o que ouvi, separando sinal de ruído, e o que disso vai virar posicionamento nas carteiras.

Uma guerra que dura mais do que o mercado quer admitir

O painel do FMI sobre as economias do Oriente Médio e Norte da África foi, dos públicos, o mais incômodo. A diretora-gerente da instituição vendeu um cenário-base administrável de crescimento global em 3,1% e um cenário pior de 2%. **O contraponto veio do ministro**

saudita das Finanças, em conversa de corredor: o preço de tela do Petróleo Brent em torno de US\$ 90 / US\$ 120 esconde um custo logístico real, com seguro e desvio de rotas, de US\$ 120 a US\$ 160 / US\$ 120 a US\$ 160 por barril físico entregue. A capacidade de armazenamento iraniana e do Golfo, segundo a leitura corrente, está a poucos dias do limite técnico, 5 a 6 dias mencionados por mais de uma fonte. Quando o tanque enche, poços são desligados, e religar leva trimestres.

O ponto que o *equity* ocidental ainda não digeriu é que o choque deixou de ser apenas energético. Pela rota afetada passam volumes relevantes de etilenoglicol, insumo crítico de embalagens e de construção civil, e ácido sulfúrico, essencial ao processamento de cobre. Cita-se que metade da oferta global de etilenoglicol e cerca de 48% do ácido sulfúrico ligado ao Estreito estariam represados. Se essas porcentagens estiverem mesmo na ordem certa, voltei convencido de que estão. Em 30 a 45 dias úteis veremos paradas pontuais em semicondutores, concreto e cobre.

O BCE (Banco Central Europeu), em fala explícita do governador francês, declarou que não combaterá os efeitos de primeira ordem. A combinação inflação alta + juros parados é repressão financeira na Europa, e os mercados estão, sim, passando o pano. Saí de DC com a convicção de que a guerra dura mais do que o consenso espera, e que a precificação atual confunde infarto logístico com crise de ansiedade financeira.

O FMI pede para gastar melhor – porque já não há espaço para gastar mais

O Monitor Fiscal de abril, na minha leitura, foi o mais relevante da década. **A mensagem institucional é clara: o teto do endividamento global foi atingido, agravado pelas guerras e pela militarização da macroeconomia, e o crescimento futuro virá de eficiência alocativa; infraestrutura, P&D, saúde e de construção institucional, não de mais gasto bruto.** Foi a primeira vez, em muitos anos, que ouvi a palavra "corrupção" tão presente em pauta institucional, com fluxos ilícitos e integridade tratados como tema de estabilidade financeira.

Há, evidentemente, ingenuidade em parte do receituário. Recomendar realocação fiscal neutra, cortar despesas correntes rígidas para investir em pesquisa, em democracias ocidentais com 90% do orçamento engessado é, em certos casos, tese acadêmica. Mas o fato é que o prêmio de risco soberano vai passar a ser precificado por uma nova métrica: eficiência institucional. Países que digitalizarem suas finanças públicas e implementarem auditoria assistida por IA, vi os casos da Geórgia, Turquia e Moçambique nos painéis de GovTech, terão

spreads mais apertados. Países que continuarem na maquiagem fiscal, não. Para o Brasil, com déficit nominal próximo a 8,5% do PIB e despesa obrigatória crescendo a 5–6% reais ao ano, a leitura é desconfortável. **Há um copyright internacional sobre a frase "gastar melhor", e ele acabou de virar carimbo do FMI.**

Menos crescimento, mais inflação – mas quanto de cada?

Na leitura agregada do FMI, o conflito reduz crescimento e empurra inflação. A pergunta correta não é se, mas em que proporção. O cenário-base de 3,1% global parece-me otimista quando comparado às modelagens setoriais, agricultura asiática sob estresse de fertilizantes, manufatura europeia com gargalo químico, consumo americano apertado por gasolina e supermercado. **A história dos anos 70 mostra que cortes de oferta de 20%, no insumo basal energético, geraram crescimento nominal negativo, não 2% positivo. Diria que o piso institucional de 2% é provavelmente otimista por meio ponto.**

Sobre inflação, foi marcante a fala de Kevin Warsh (diretor do Federal Reserve entre 2006 e 2011, e recém indicado por Trump para presidir o FED) tratando a inflação como "escolha", a ideia de que o pico passado foi consequência direta de decisões fiscais e monetárias específicas, não de força da natureza. Concordo com a tese. Bancos centrais ocidentais saíram do *forward guidance*, o Banco Central do Brasil, por boca do diretor Paulo Picchetti em conversa no Itaú, foi explícito sobre isso: as expectativas para 2026, 2027 e 2028 desancoraram, com prêmio de meio ponto sobre a meta. A combinação de mercado de trabalho ainda gerando renda real sem produtividade nova, somada à inflação de serviços que não cede, garante juro neutro estrutural mais alto. Aqui no Brasil, o Copom cortou a Selic mais uma vez para 14,5% ao ano, . O Focus já reprecificou a Selic de 12,5% para 13% ao fim de 2026, com IPCA a 4,8%. A trégua dura o que durar o petróleo abaixo de US\$ 90 / US\$ 95.

IA, Claude Code e a pergunta sobre o moat

Esse foi o tema mais provocador da segunda semana, e o mais aderente à nossa própria experiência interna. A tese central, que ouvi com pequenas variações na Coatue, na Valor Capital, no MVP Fund, na Iconiq e na Anthropic em conversa lateral, é que o ciclo de produto em *software* encurtou de meses para dias. Equipes pequenas constroem aplicações antes presas a contratos *enterprise* milionários. Aqui na TAG fizemos exatamente isso: construímos um “Bloomberg lite” com Claude Code e com nossas próprias bases de dados, conectadas via MCP a fontes especializadas. Funciona. E funciona porque a barreira deixou de ser o algoritmo,

que comoditizou, e passou a ser três coisas distintas: dados proprietários, ingrainment com o cliente, e a camada física que sustenta o cálculo.

O moat agora, a vantagem competitiva, mora em três lugares. **O primeiro é o dado proprietário, não rastreável por LLMs (large language models) públicos: prontuários, contratos, escrituras, históricos transacionais.** Wrappers de GPT em verticais sem dado próprio têm prazo de validade - **wrappers de GPT** são produtos ou empresas que “embrulham” um modelo como GPT com uma *interface*, um *workflow* ou uma função específica – mas **sem ter um modelo proprietário realmente diferenciado por trás.** O segundo é *hardware* e energia: chips avançados (onde os EUA lideram) e gigawatts de geração elétrica (onde a China constrói 40 reatores e os EUA têm restrição estrutural). **O terceiro, mais sutil, é o contrato de longo prazo com o cliente e, o quanto o sistema está enraizado, o que o gestor da Coatue chamou de "enterprise backbone". A Anthropic foi descrita por mais de um interlocutor como a "nova Microsoft" desse ecossistema corporativo.** Nossa leitura prática: cortar exposição a SaaS clássico de margem alta, especialmente o *legacy app-layer* (sistemas que continuam operando, muitas vezes críticos, mas **tecnologicamente defasados ou pouco flexíveis**); aumentar exposição a *Picks-and-Shovels**, *utilities*, transmissão, nuclear, cobre – e a verticais de dados densos e regulados, como saúde, jurídico e agro.

Há um ponto que não pode escapar: a IA é, no curto prazo, mais inflacionária do que deflacionária. *Token spend* de US\$ 3 mil / US\$ 6 mil por pessoa em equipes técnicas, US\$ 650 bilhões de capex previsto, 2.800 data centers em planejamento. **O ganho de produtividade chega depois. Curto prazo: mais investimento, mais energia, mais inflação. Médio prazo: deflação salarial em camadas cognitivas e desemprego setorial. As cartas de fevereiro e março já trataram do tema; a viagem reforçou a leitura.**

Cripto: depois da correção, onde está a oportunidade

Visitei dois fundos de cripto, o 50T de Dan Tapiero e o A16Z Crypto. As leituras convergiram em pontos importantes.

A correção pós-outubro foi técnica, não sistêmica: uma rotação de capital institucional para ETFs de IA e para MicroStrategy drenou liquidez de altcoins, e desenvolvedores migraram para inteligência artificial. O que sobreviveu, e cresceu silenciosamente, foi a infraestrutura, tokenização de Real World Assets (o BUIDL da BlackRock como exemplo), *stablecoins* B2B em

**"Picks-and-shovels" é uma expressão clássica do mercado que vem da corrida do ouro: quem mais ganhou dinheiro não foi (só) quem procurou ouro, mas quem vendia pás e picaretas.

liquidação *cross-border*, e ferramentas de compliance e rastreamento (TRM, CertiK). É a tese de *picks-and-shovels* aplicada à cripto: comprar o trilho, não a moeda meme.

A próxima curva será a economia agêntica. Agentes de IA não abrem conta em banco; precisam de trilho de pagamento programável e nativo, e stablecoins emergem como infraestrutura natural. O Genius Act americano aprovado dá legitimidade institucional ao espaço, e o Clarity Market Structure Bill, ainda em votação, pode destravar a adoção corporativa massiva. **A regra que aprendi com o Tapiero é simples e disciplinada: limite estrito de 10x receita, mesma régua da Coinbase no público; foco em empresas próximas do break-even (>US\$ 50 milhões de receita); e ceticismo com tokens puros sem captura legal de valor. Subscrevo. O "ouro" da próxima fase está em compliance e em liquidação B2B, não em apostas de varejo.**

A dicotomia entre os cautelosos e os eufóricos

Esse foi o ponto que me deixou mais desconfortável. Os gestores de líquidos com quem conversei, Oaktree, Silver Point, AQR, Point72, JPM Uncorrelated, BlackRock, estão, com matizes, na mesma página: o S&P a 25 vezes lucro, com dados desde 1985, projeta retorno de 10 anos entre +2% e -2% reais; o prêmio de iliquidez do private credit despencou de 400 bps históricos para 50–75 bps; o caso First Brands é exemplo de fraude e padrão de *underwriting* deteriorando; safras 2021–2022 carregam *vintage risk* relevante; o setor de *software* dentro do *direct lending* atingiu 20–25% de concentração. A receita comum: subir qualidade de crédito, reduzir *duration*, ficar confortável com 5–10% de caixa, evitar BDCs (*Business Development Companies*) sob saturação de *software*, dar preferência a RMBS (*Residential Mortgage-Backed Securities*) protegidos pelas "algemas de ouro" das hipotecas legadas a 3% nos EUA, e a *senior secured loans* líquidos com *yield* em torno de 7,5–8%.

Os gestores de ilíquidos que ouvi, Coatue, Valor Capital, MVP, A16Z Crypto, Iconiq Health, falavam outra língua.

Hard tech com economia de *software*, defesa autônoma com US\$ 500 bilhões liberados pelo Pentágono, robótica de simulação, MedTech com Joint Ventures que travam *exit* pré-pagado por J&J e Boston Scientific, mercado secundário de Anthropic em torno de US\$ 600 bilhões / US\$ 800 bilhões. Discordâncias internas existem, o gestor da Iconiq que se vangloria de ter Anthropic "*warehoused*" (estocado) a custo base de US\$ 240 bilhões e promete "100% de TIR no dia 1" é exemplo de marketing agressivo que não passa numa due diligence séria. Mas o tom geral é otimista e cheio de capital.

A pergunta legítima é: quem está mais certo? Minha leitura é que os dois grupos estão olhando para coisas diferentes, e isso é parte da resposta. Os líquidos veem o nível de preço; os ilíquidos veem o ângulo da curva. Mas há uma assimetria: marcar a mercado diariamente sob pressão de liquidez é diferente de marcar a custo de aquisição em capital comprometido. A história dos ciclos passados mostra que, em correções severas de equity, o ilíquido marca depois e marca pior. A complacência atual em Venture Capital sobre *valuations*, alguns *up-rounds* (quando uma empresa levanta uma nova rodada de capital com valuation maior do que a rodada anterior) de 14 vezes receita em meses, sem geração de caixa, me parece o tipo de leitura que envelhece mal. A boa notícia é que o próprio universo de ilíquidos oferece subnichos defensáveis: MedTech com exit pré-estruturado, infraestrutura de IA em *utilities* reguladas, defesa com contratos plurianuais. Esses, sim, sobreviveriam a uma realocação de risco.

E o Brasil dentro dessa moldura

O paradoxo brasileiro, abordado em fevereiro nesta carta, ganhou contornos novos. Em conversa com a equipe de renda fixa do Morgan Stanley em Nova York, o número que me marcou foi o do fluxo estrangeiro: cerca de US\$ 15 bilhões em equity local no ano, sustentando a B3 enquanto o crédito corporativo doméstico passa por seu pico histórico de recuperações judiciais com Selic a 14,50%. Estrangeiros formam 50% do volume da bolsa, locais formam 90% do mercado de NTN-Bs. Daí a divergência de valor relativo: ações abaixo do prêmio de risco médio histórico em mais de um desvio padrão; NTN-B 2035 com a melhor relação juro real / inflação implícita desde o primeiro mandato de Dilma. **A nossa tese de NTN-B como hedge antifrágil contra a expansão fiscal pré-eleitoral segue de pé.**

O ministro Durigan foi cirúrgico em conversa fechada na XP: a neutralidade fiscal de hoje está lastreada em aproximadamente US\$ 2 bilhões de receitas extraordinárias de petróleo profundo, financiando subsídios a fertilizantes e combustíveis. Se o Brent corrigir abaixo de US\$ 75, improvável no cenário-base, mas possível, o *hedge* natural colapsa e o cobertor encurta de novo. **Os títulos isentos (LCI, LCA, CRI, CRA) seguem na mira da reforma, mas o calendário eleitoral protege o status quo até o segundo semestre de 2027. É janela útil e finita.**

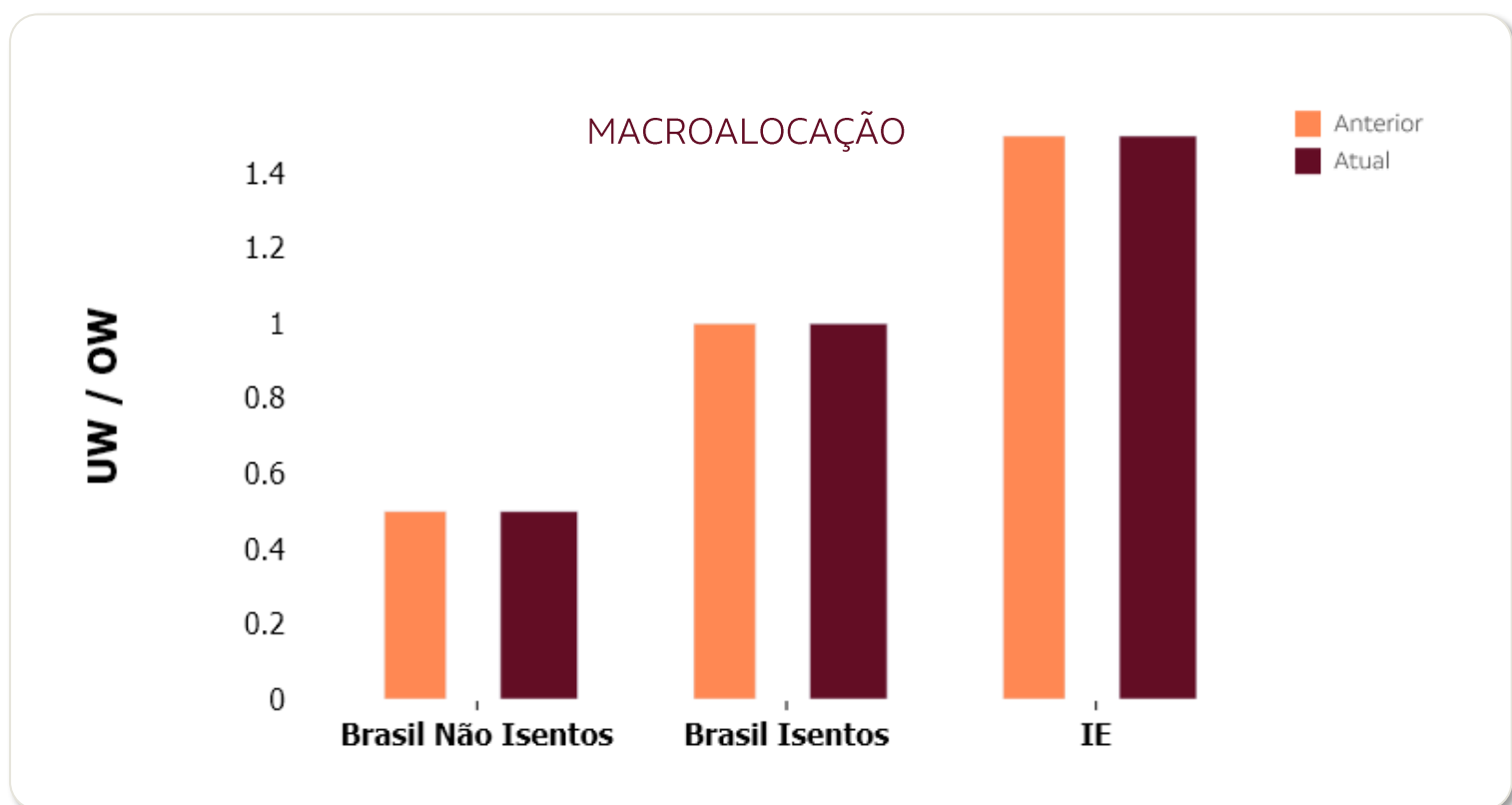
Mercados e investimentos

Saio dessa viagem com cinco reorientações táticas. Primeiro: aumentar exposição à infraestrutura física da IA *utilities* reguladas, transmissão, nuclear, cobre e reduzir SaaS clássico, especialmente *legacy app-layer* sem dado proprietário. Segundo: dentro de crédito, escapar de *direct lending* com vintage 2021–2022 e migrar para *asset-backed* de *duration* curta (<3 anos) e para *senior secured loans* líquidos com yield em torno de 7,5–8%. Terceiro: adicionar uma posição tática em renda fixa global de qualidade alta, em RMBS americano e em High Grade corporate, como contrapeso à concentração natural de ações nas máximas. Quarto: no Brasil, manter sobrepeso em NTN-B 2035 e seletividade no *equity* local, o fluxo estrangeiro segura o piso, mas não compra fundamento. Quinto: em ilíquidos, preferir verticais regulados com *exit* pré-estruturado (MedTech, defesa) sobre apostas pulverizadas em IA generalista a múltiplos esticados.

Há um risco de cauda que não conseguimos precificar adequadamente, e preferimos registrar com humildade: **uma trégua diplomática rápida no Oriente Médio combinada com aceleração de produtividade via IA produziria um cenário de Cachinhos Dourados em que o equity americano sustenta os múltiplos atuais e o nosso posicionamento defensivo paga custo de oportunidade alto.** É um risco que vamos monitorar com a leitura combinada de inventários de *xeon gas* em Taiwan, dias até saturação dos estoques iranianos e o spread entre Brent dated e futuros. Por ora, a evidência aponta no outro sentido.

Voltei convencido de que o consenso de mercado, em muitos pontos, está olhando para um espelho quebrado: vê o preço de tela do petróleo e ignora o custo físico, vê o yield prometido do *private credit* e ignora o prêmio de iliquidez evaporado, vê a Anthropic a US\$ 600 bilhões / US\$ 800 bilhões e ignora que a Microsoft e o Google estão a múltiplos comparáveis com balanços incomparavelmente mais robustos. O valor de duas semanas de viagem, em última análise, foi exatamente esse, e pego emprestado o Proust com que abri esta carta: não foi a paisagem que mudou, foram os olhos.

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

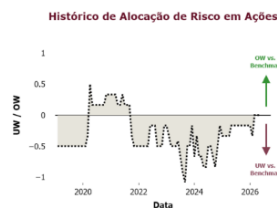
HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

ALOC. AÇÕES



Inclinação em Ações

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

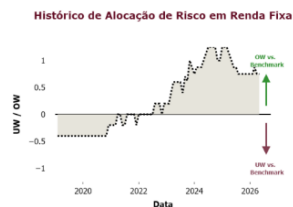


ALOC. RENDA FIXA



Inclinação em Renda Fixa

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



ALOC. CRÉDITO



Inclinação em Crédito

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



ALOC. FX



Inclinação em FX

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



ALOC. ALTERNATIVOS



Inclinação em Alternativos

	--	-	N	+	++
Brasil MM			■		
Brasil Imobiliário			■		
PE / VC				■	
Special Sits					■
HFAs				■	
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

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.

