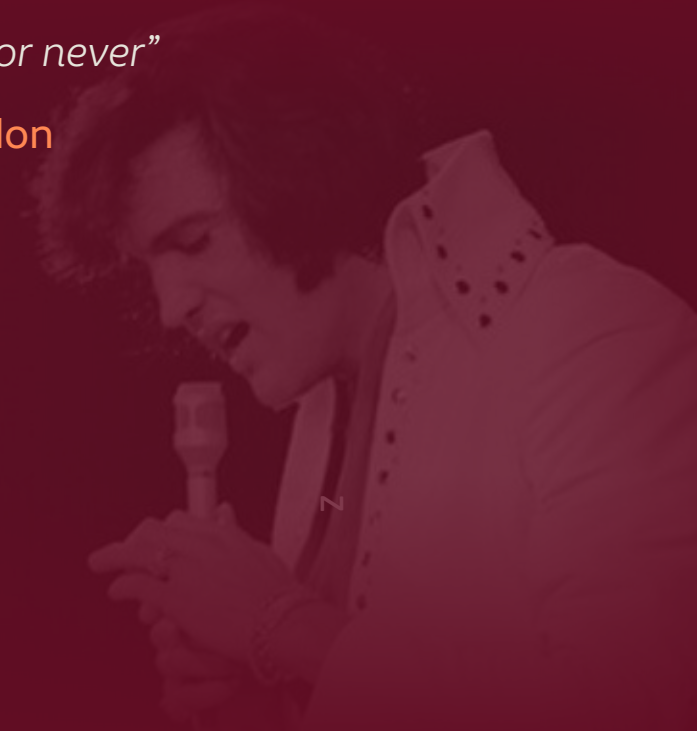


Carta Mensal

Dezembro 2024

"It's now or never"

- Musk, Elon



Agora ou Nunca

Eleições americanas terminadas, com os seguintes resultados:

- Trump presidente com 312 votos no colégio, nossa previsão era uma vitória mais modesta, com 281 votos
- No Senado, os Republicanos fizeram 53 senadores, nossa previsão era uma faixa entre 51 e 54 senadores.
- Nos Deputados, os Republicanos fizeram 220 (ainda tem um condado na Califórnia em apuração onde os democratas lideram por apenas 190 votos), nossa previsão era uma faixa entre 216 e 225 deputados.

Com isso, começamos a ver os primeiros movimentos do novo governo, que chega empoderado e energizado com a onda vermelha.

Algumas coisas do que teremos vão emergindo, um secretário do Comércio bem linha dura no que diz respeito à China e tarifas de importação. Um secretário do Tesouro oriundo de Wall Street, com uma visão bem clara e fiscalista, o que foi bem recebido pelo mercado. E um departamento de eficiência governamental tocado por Elon Musk, prometendo escarafunchar cada contrato, cada programa do governo, em busca de eficiência e economia.

Estivemos no mês de novembro em Nova York e Connecticut, em um evento de mercado e visitando gestores diversos. Com isso, conseguimos reunir um bom leque de visões e sentimentos de participantes importantes de mercado, do que deve ser a gestão Trump e o impacto disso na economia e nos mercados.

Na parte internacional desta carta, vamos avaliar os primeiros movimentos de um governo que promete trazer muitas mudanças. Esta é a parte “*now*” desta carta.

E fechamos com algumas análises do atual cenário brasileiro, a parte “*never*” desta carta.

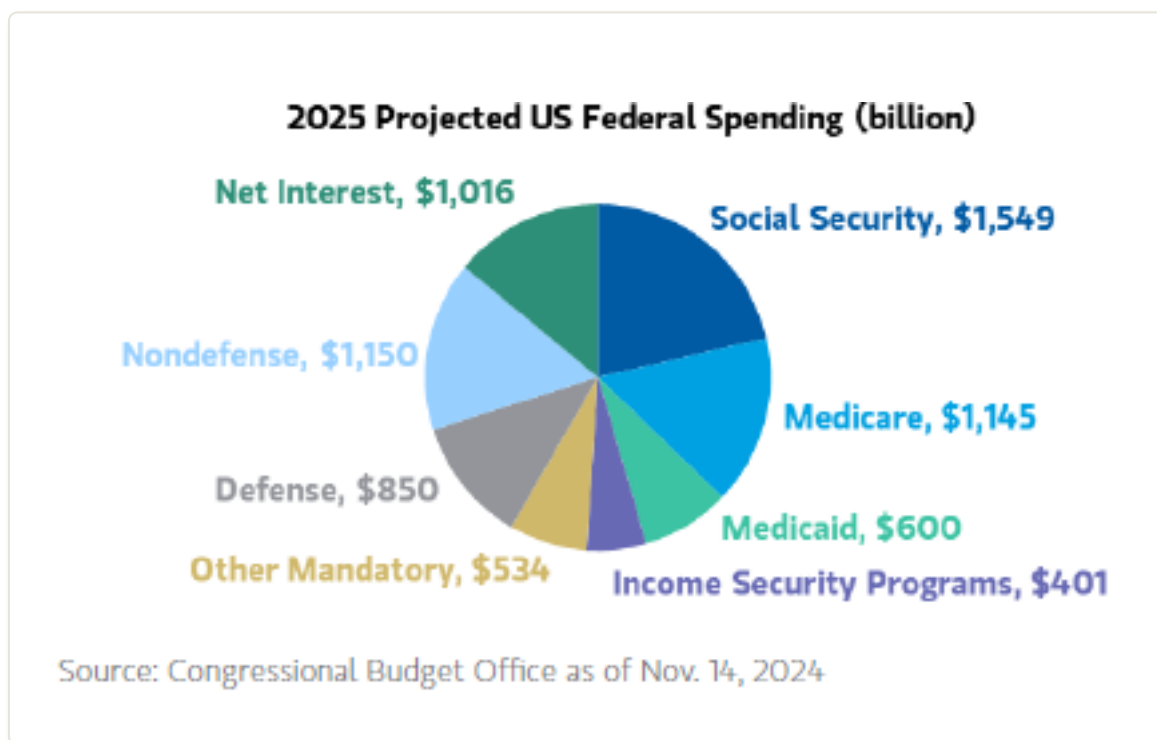
O tamanho e a vitória de Trump, bem como seus movimentos, representam, na visão de alguns, uma grande mudança. A gênese deste movimento vem da sensação de que os Estados Unidos estão perdendo a hegemonia na economia, no poderio militar e na tecnologia, para a China.

Um trecho do recente artigo que Musk escreveu no WSJ dá o tom, *“The entrenched and ever-growing bureaucracy represents an existential threat to our republic, and politicians have abetted it for too long.”* – (tradução: *A burocracia arraigada e cada vez maior representa uma ameaça existencial à nossa república, e os políticos a encorajaram por muito tempo*). **O foco é bem claro, redução de regulação, redução da burocracia administrativa e corte de custos.** Muitos duvidam que ele vá ter sucesso, pelo fato de que seu cargo é consultivo. Aqui cabe a lembrança que tudo que ele irá tocar depende de uma ordem executiva de Trump. Ou seja, podemos vivenciar situações onde Musk pensou, colocou no papel e Trump topou, acarretando numa ordem executiva presidencial que poderá ser cumprida.

Um outro ponto, relevante para o fiscal, é isso aqui, *“They point to the 1974 Impoundment Control Act, which stops the president from ceasing expenditures authorized by Congress. Mr. Trump has previously suggested this statute is unconstitutional, and we believe the current Supreme Court would likely side with him on this question”* - traduzindo: *“Eles apontam para a Lei de Controle de Representamentos de 1974, que impede o presidente de cessar despesas autorizadas pelo Congresso. Trump já sugeriu anteriormente que esta lei é inconstitucional e acreditamos que a atual Suprema Corte provavelmente ficaria do lado dele nesta questão.”* **Se Trump conseguir derrubar essa lei no Supremo (6-3 para os conservadores), conseguirá cortar gastos com ordens executivas.**

Este item aqui mostra como, no setor de defesa, os Estados Unidos tem muito o que cortar, *“The Pentagon recently failed its seventh consecutive audit, suggesting that the agency’s leadership has little idea how its annual budget of more than \$800 billion is spent.”* – tradução: *“O Pentágono foi recentemente reprovado na sua sétima auditoria consecutiva, sugerindo que a liderança da agência tem pouca ideia de como é gasto o seu orçamento anual de mais de 800 bilhões de dólares”*

Tudo isso se junta à política do novo Secretário do Tesouro, Scott Bessent, e sua simplificada política de três flechas, o chamado **Triplo Três**. **A meta é crescimento do PIB em 3% (estão perto), redução do déficit fiscal de 7% para 3% e aumento da produção de petróleo em 3 milhões de barris (com isso indo para autossuficiência).** Na questão do orçamento americano, a questão social mandatária consome USD 4 trilhões, dos USD 7 trilhões de gastos, USD 1 trilhão são os juros da dívida pública, logo sobram USD 2 trilhões para a equipe se debruçar, aqui incluídos USD 850 bilhões em defesa. **Como a meta é redução do déficit de 7% para 3% do PIB, logo o foco dos cortes poderá ser a redução de USD 1 trilhão de despesas. Uma tarefa grandiosa e árdua.**



Decerto temos que ver o dia a dia dessa luta pelo corte de custos. Porém, alguns consensos emergem após as visitas nos Estados Unidos e as primeiras medidas.

Deveremos ter mais inflação no curto prazo, fruto das tarifas e da questão imigratória. Com isso, o FED possivelmente tem mais um corte de juros e, depois, para um tempo para analisar a economia após a mudança de política econômica. Isso não é dramático, quem viveu com 5,5% de juros não vai passar apuro vivendo um tempo com 4,5%. O risco aqui é eventualmente, em algum momento, a inflação voltar mais forte e o FED começar a falar em subir taxas de juros.

No médio prazo, a questão de limpeza de regulamentações e possivelmente menos impostos, traz o consenso que os próximos 4 anos para a América corporativa serão provavelmente muito bons. Se nesse mix vier uma redução de déficit fiscal, teremos a curva longa comportada, receita para um mercado saudável para os próximos anos.

O fato é que com proteção tarifária, menos impostos e maior facilidade para se fazer negócios, fica difícil não investir ou apostar contra os Estados Unidos, o que deve manter o excepcionalismo americano e o dólar forte. A bolsa americana, de fato, não está barata com P/E de 22, porém tem crescimento de lucros, que serão acelerados mais ainda. Ou seja, a

marcha para o alto deverá continuar nesses quatro anos. **Porém, com volatilidade. Temos que lembrar que Trump, com o seu estilo, é o Sr. Vix (índice que mede volatilidade) em pessoa.**

Enquanto os Estados Unidos fazem um claro esforço na direção de eficiência e competitividade, **o Brasil dobra a aposta na direção errada: ineficiência, gastos descontrolados, carga tributária alta e desancoragem cambial e monetária numa escala somente vista no governo Dilma.**

Falamos aqui na última carta sobre dominância fiscal, e parece que estamos indo mesmo para lá, quanto mais os juros futuros sobem, mais o real perde valor e mais as expectativas de inflação aumentam. **Saiu o tão esperado pacote de ajuste fiscal, uma decepção, um leão parindo um rato.**

O governo fala de uma economia de BRL 70 bilhões em 2 anos, porém com poucas coisas estruturais e muita coisa no estilo “vou passar o pente fino”, estimamos que a economia real seja algo como metade disso. Como isso poderia soar pouco popular, o governo resolveu ligar o modo populismo eleitoral no máximo, com o ministro Haddad anunciando a isenção de IR para quem ganha até R\$ 5 mil. Como isso gera uma renúncia fiscal de uns R\$ 40 bilhões, o que eles pretendem compensar taxando entre 8% e 10% os super ricos, pessoas que ganham mais de R\$ 600 mil por ano, aqui pegando renda de trabalho, dividendos, aluguéis e aplicações financeiras. O Itaú estima que isso cobriria apenas R\$ 33 bilhões da renúncia fiscal. Temos nesses dois movimentos ilusionistas, algumas nuances que merecem comentários:

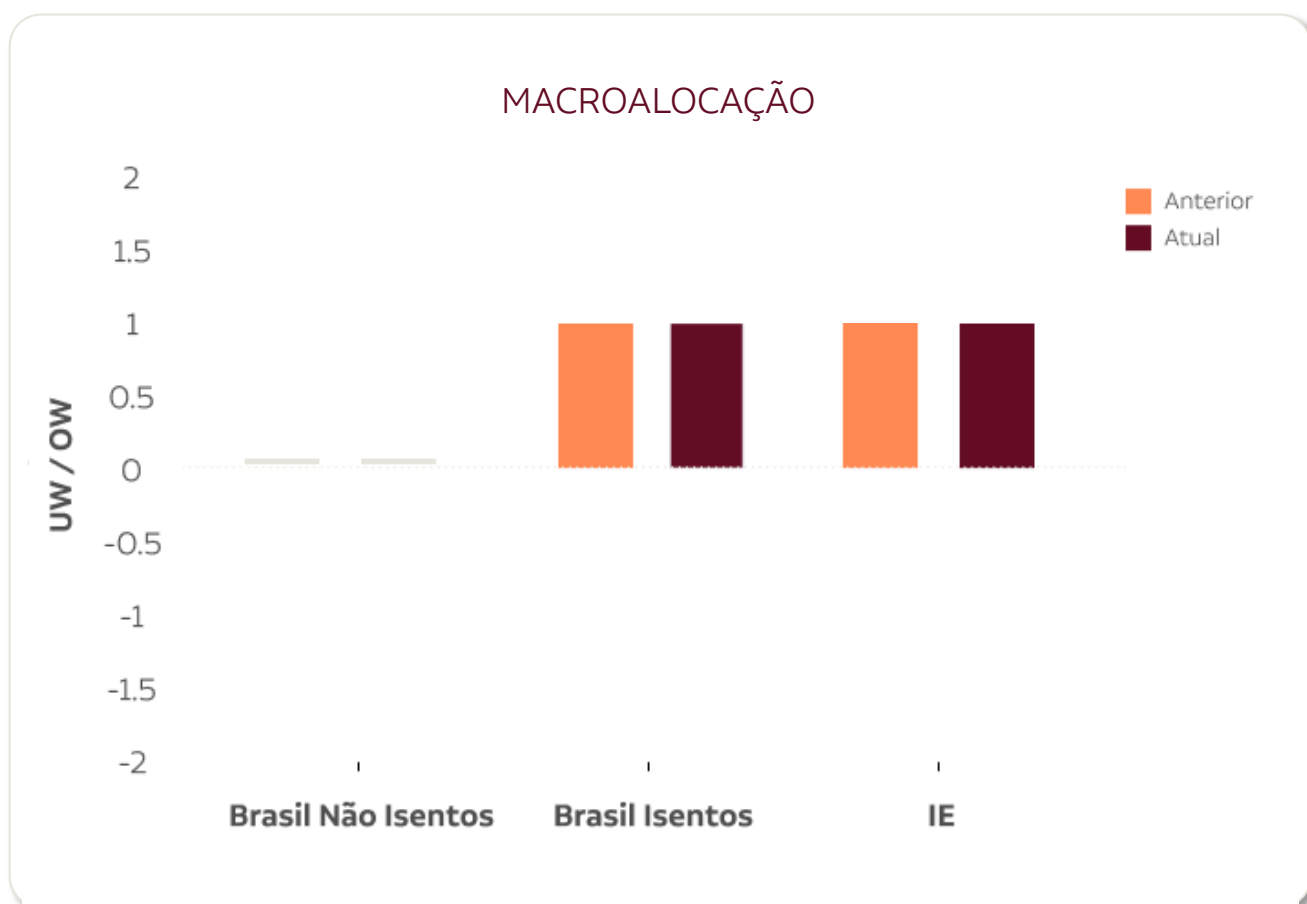
- Lula mandou Haddad às feras, para o bem ou para mal, afinal isenção de R\$ 5 mil é algo altamente popular. O cidadão médio, desta faixa de renda, colocará uns R\$ 500 mensais no bolso. Politicamente **houve a interpretação que Lula não estaria concorrendo em 2026 e já estaria lançando Haddad.** A conferir.
- Ficamos debatendo por horas 0,2-0,3% do PIB para cá e para lá no ajuste fiscal, **quando a conta nominal (isto é, dinheiro total) é de 9% do PIB, que o governo imprime dinheiro e transfere para a sociedade, para servir sua dívida.** Mesmo cumprindo a tecnicidade do arcabouço, a relação dívida/pib aumenta 4 pontos percentuais ao ano. **O Brasil é o sujeito acelerando o carro para o abismo, porém preocupado que tem um arranhão na lataria.** Em nenhum momento, não ocorre a ninguém a ideia de discutir reformas estruturais ou eficiência dos gastos públicos.

- Naturalmente, a tabela do IR estava congelada há muito tempo e nada mais justo que tivesse sido reajustada pela inflação ao longo dos anos. Não se discute também a questão de uma maior justiça, aumentando a carga tributária do andar de cima e reduzindo a do andar de baixo. **A questão é fazer isso de uma só vez, no pior momento possível (estamos em dominância fiscal) e com fins eleitoreiros. Um país é tão melhor quanto maior e próspera for sua classe média, porém isso não se faz por decreto.**
- Fazem-se as coisas, sem pensarmos muito nas consequências de segunda ordem. **Por exemplo, o imposto de 10% pegando rendimentos isentos, por exemplo, irá tirar o financiamento da habitação (que já está com problemas), do agro e da infraestrutura. Alguém pensou nisso?**
- A reforma do IR, ao transferir renda do andar de cima para o de baixo, com maior propensão ao consumo, joga mais lenha na fogueira da inflação, no pior momento possível

O que ficou claro é que temos hoje um governo sem a menor vontade de cortar na carne, ao mesmo tempo que enfrenta uma brutal crise de credibilidade, com desancoragem dos juros, do câmbio nos R\$ 6,00 e em breve com inflação buscando os 5-6%. Temos um divórcio grande entre os preços de mercado financeiro, e a economia real, ainda pujante. Por experiência, isso não permanece por muito tempo. Se os preços de mercado continuarem assim, teremos em breve a economia real embicando, com recessão, desemprego e inflação.

Deixamos aqui a pergunta, o que fará Lula, em 2026, se a economia estiver em maus lençóis? Se agora ele já aperta todos os botões disponíveis com as mãos, o que fará, apertará também mais botões com os pés?

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

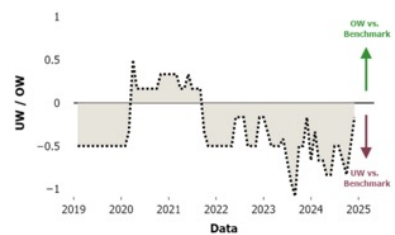
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

ACÇÕES



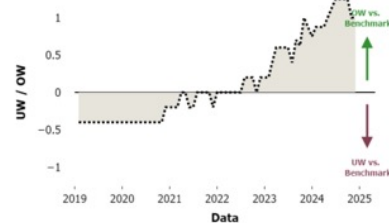
	--	-	N	+	++
Brasil					
DMs					
EMs (ex-Brasil)					



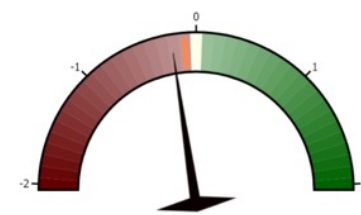
RENDA FIXA



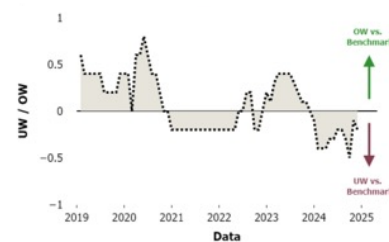
	--	-	N	+	++
Pós					
Pré					
IPCA					
Global Soberanos					



CRÉDITO



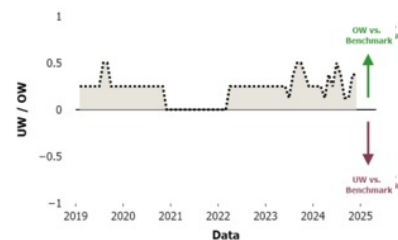
	--	-	N	+	++
Brasil HG					
Brasil HY					
Global IG					
Global HY					
Global EMs (ex-Brasil)					



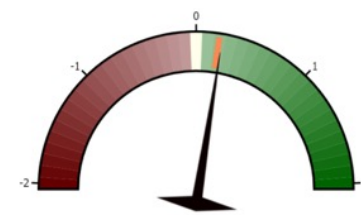
FX



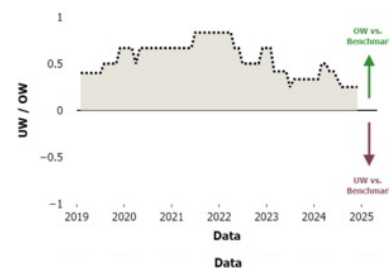
	--	-	N	+	++
USD/DXY					
USD/EUR					
BRL/USD					
Ouro/USD					



ALTERNATIVOS



	--	-	N	+	++
Brasil MM					
Brasil Imobiliário					
PE / VC					
Special Sits					
HFfs					
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 | 20

INVESTIMENTOS ANOS

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.