

# Carta Mensal

Janeiro 2025

*“It was the best of times; it was the worst of times.”*

- Charles Dickens, English novelist, journalist, short story writer and social critic

# Entre o céu e o inferno

Em dezembro de 2024, os mercados globais e domésticos apresentaram movimentos significativos, influenciados por fatores econômicos, políticos e sociais. Apesar dos desafios e da volatilidade, o mercado global (americano, em especial) escalou uma muralha de preocupações e entregou um ano de resultados robustos. Abaixo, os principais pontos de dezembro e do ano, para os ativos globais e brasileiros.

## MERCADOS GLOBAIS:

**Ações e ETFs:** Os Estados Unidos registraram um influxo recorde de mais de US\$ 1 trilhão em ETFs, superando o recorde anterior de três anos atrás. Esse movimento acompanhou um ganho de 25% no S&P 500, com investidores migrando de fundos mútuos para ETFs em busca de benefícios fiscais e facilidade de negociação. Até novembro, os ativos totais em ETFs nos EUA atingiram US\$ 10,6 trilhões, um aumento de 30% desde o início do ano. Firmas como a BlackRock se beneficiaram desse crescimento, registrando taxas de administração recordes. Além disso, ETFs de bitcoin e estratégias baseadas em opções ganharam destaque, especialmente entre aposentados buscando geração de renda.

**Tecnologia:** As ações de grandes empresas de tecnologia, como Apple, Nvidia, Tesla e Amazon, sofreram quedas significativas, impactando negativamente os índices de mercado. Apesar disso, no acumulado do ano, o Dow Jones subiu 14%, o S&P 500 avançou 25% e o Nasdaq cresceu 31%. A volatilidade no setor tecnológico refletiu preocupações com avaliações elevadas e expectativas de crescimento futuro.

**Taxas de Juros e Crédito:** Empresas aumentaram significativamente a emissão de dívidas, aproveitando os menores spreads de crédito em títulos corporativos de grau de investimento desde meados dos anos 2000. Os spreads estavam em 86 pontos-base para títulos de 10 anos de grau de investimento e 234 pontos-base para títulos de grau especulativo no final do ano. Cortes nas taxas pelo Federal Reserve contribuíram para a redução dos custos de empréstimos. Emissões notáveis incluíram US\$ 5 bilhões pela Accenture e US\$ 10,5 bilhões pela Meta. A emissão de dívidas aumentou 27% em relação ao ano anterior, com empresas de grau de investimento emitindo US\$ 1,6 trilhão até meados de dezembro. **No fim do ano tivemos uma mudança de postura do Federal Reserve, abandonando uma postura mais expansionista e adotando uma postura mais cautelosa, sinalizando poucos ou talvez até nenhum movimento de cortes de juros em 2025, por conta das políticas inflacionárias de Trump.**

**Consumo:** As vendas de fim de ano revelaram disparidades no consumo, com famílias de renda mais alta impulsionando os ganhos, enquanto americanos de renda mais baixa enfrentaram dificuldades com o aumento dos custos de itens essenciais. O setor de varejo apresentou resultados mistos, com algumas redes declarando falência, enquanto outras, como a Nordstrom, foram privatizadas por suas famílias fundadoras. O comportamento do consumidor indicou preferência por produtos de alto padrão entre os mais ricos, levando empresas a focarem em inovações de médio e alto preço. No geral, o gasto de fim de ano aumentou 3,8%, com destaque para restaurantes e vendas online.

**Política e Fusões:** A reeleição de Donald Trump gerou otimismo em Wall Street quanto a um possível aumento nas atividades de fusões e aquisições em 2025, impulsionado por um mercado de ações em alta, taxas de juros em declínio e uma agenda regulatória mais branda. A nomeação de Andrew Ferguson para suceder a Lina Khan na FTC foi vista positivamente para a flexibilização das diretrizes antitruste. No entanto, incertezas

permanecem devido às políticas imprevisíveis de Trump, incluindo possíveis tarifas sobre produtos do México, Canadá e China. Taxas de juros mais baixas facilitam o financiamento de negócios com dívida, e o aumento dos preços das ações eleva a confiança dos executivos em usar ações como moeda de negociação. Entre os negócios notáveis de 2024, destacaram-se a aquisição de US\$ 35 bilhões da Discover Financial Services pela Capital One e a compra de US\$ 30 bilhões da Kellanova pela Mars.

## MERCADO DOMÉSTICO (BRASIL):

**Câmbio:** O dólar apresentou alta firme no mercado doméstico, aproximando-se de R\$ 6,31, refletindo uma acentuada deterioração da política fiscal local e também expectativas de juros mais altos nos Estados Unidos e uma postura mais protecionista do governo de Donald Trump, que pode indicar pressões inflacionárias adicionais. **Essa movimentação cambial gerou preocupações sobre a inflação importada e os impactos nos preços internos.**

**Fluxo Cambial:** Dezembro registrou uma saída significativa de dólares, com um saldo negativo de US\$ 18,4 bilhões até o dia 20, apesar das intervenções do Banco Central no mercado. **Esse fluxo cambial negativo foi um dos maiores desde 1982**, indicando desconfiança dos investidores em relação ao cenário econômico doméstico.

**Risco País:** O risco Brasil, medido pelo spread dos contratos de cinco anos de Credit Default Swap (CDS), superou a marca dos 200 pontos, atingindo os maiores níveis desde maio de 2023. Essa elevação reflete uma piora na percepção de risco doméstico, influenciada por incertezas fiscais e políticas.

**Inflação e PIB:** O Banco Central elevou suas projeções para o crescimento do PIB brasileiro de 3,2% para 3,5% em 2024 e de 2% para 2,1% em 2025. No entanto, o mercado aumentou as projeções para o IPCA de 2024 para 4,90% e de 2025 para 4,96%, indicando preocupações com a inflação persistente.

**Mercado de Ações:** O Ibovespa operou em queda, influenciado por temores fiscais persistentes e alta dos juros futuros. O Ibovespa fechou com queda de pouco mais de 10% no ano, enquanto o índice de small caps, perdeu mais do que 25%. Definitivamente um ano ruim para as ações locais.

**Renda Fixa:** Embora em menor magnitude do que as ações, os principais índices de renda fixa, entregaram resultados abaixo do CDI, o IFRM cerca de pouco mais do que 1% e o IMAB apresentou uma queda de 2,5%. O índice que mede o desempenho dos fundos multimercados fechou o ano com retorno ao redor de 5,5%. A única classe de ativo que apresentou retorno acima do CDI em 2024 (10,8%) foi o crédito, com os índices de papéis de melhor risco apresentando ganhos 1,5% acima do CDI.

**Investimentos Locais:** Uma carteira de ativos exclusivamente brasileiros decerto fechou o ano com retorno abaixo do CDI, desde o governo Dilma que não temos uma janela tão longa com underperformance dos ativos locais em relação ao CDI.

## PERSPECTIVAS 2025

Um Mundo Assíncrono: Após a pandemia, temos pela primeira vez os blocos econômicos em direções opostas, um Estados Unidos crescendo forte e com políticas estimulativas vindo do novo governo colocam um Federal Reserve parado e esperando para ver os próximos movimentos. Ao mesmo tempo a Europa paga as consequências de suas suicidas políticas energéticas e migratórias, ao mesmo tempo que enfrenta uma concorrência atroz da China nos produtos industrializados, com isso o ECB (Banco Central Europeu) continuará cortando os juros mais agressivamente do que o FED, levando a moeda europeia à paridade com o dólar. A China, em processo de desalavancagem imobiliária, enfrenta um processo deflacionário com estímulos do governo. O título de 10 anos chinês já paga menos que o Japonês, outro banco central que tem sinalizado alta de juros para 2025. **Toda essa divergência é um ambiente fértil para bons gestores buscarem retornos relativos, tanto no nível macro quanto micro.**

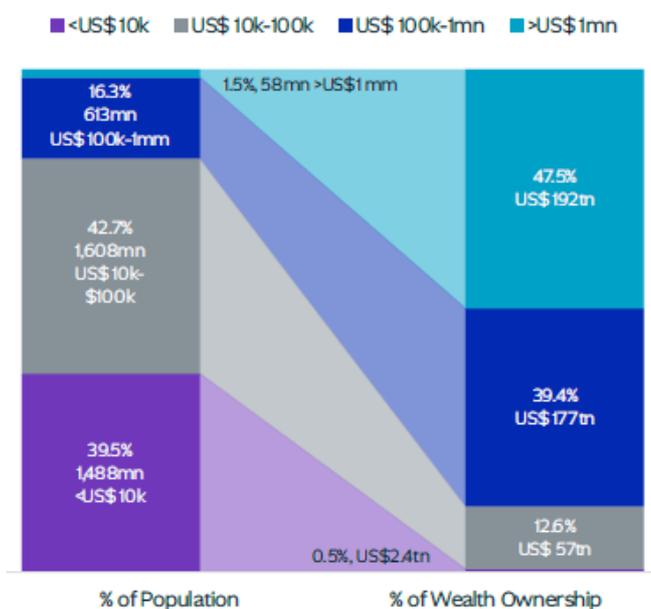
**Volatilidade:** O ano promete a implementação de uma orientação econômica completamente nova nos Estados Unidos, a intensidade e velocidade das mudanças poderão causar impactos severos em outras economias, em especial mercados emergentes. Isso será um fator de volatilidade nos ativos financeiros. E quando vemos que o ponto de partida das ações americanas não é exatamente barato (uma relação preço lucro de 22 vezes), isso pode ser um amplificador de movimentos.

**Grandes Temas 1:** Bem, estes devem continuar em 2025. Começando pelo **excepcionalismo americano**. Em 2008 a renda per capita europeia era igual à americana, hoje é apenas a metade. Menor carga tributária, uma cultura empresarial de empreendedorismo e tecnologia e criação de riqueza nos trouxeram até este ponto, o ponto de mais alto de valorização das ações americanas em relação as ações globais. Trump promete menores impostos, menor regulação e proteção ao mercado interno. Quando somamos isso com a **revolução da inteligência artificial**, que mal começou, temos um cenário onde o grande mercado de crescimento global (e forte imã de capitais) continuará sendo os Estados Unidos. O atual ciclo econômico americano deverá continuar sua expansão, em especial porque tanto o consumidor quanto as empresas não estão alavancadas (quem está é o governo).



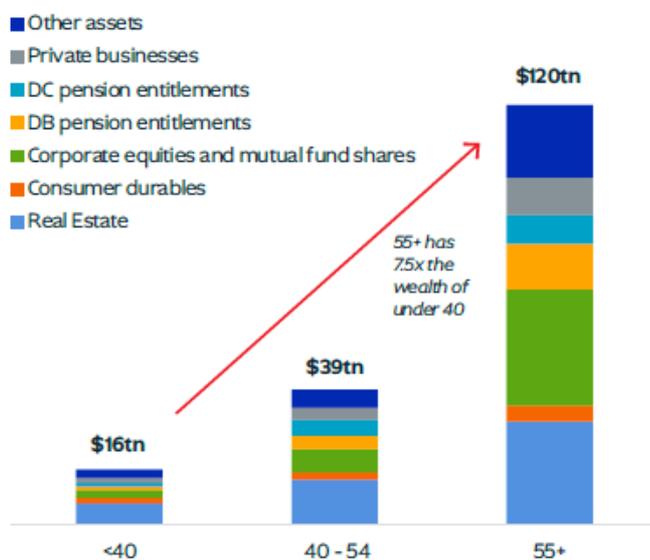
**Grandes Temas 2:** Em 2024 tivemos que 40% da população global foi às urnas, e 80% dos governantes incumbentes foram trocados. É bem menos uma coisa de esquerda/direita e muito mais uma coisa de **insatisfação com a desigualdade e com o custo de vida**. O gráfico abaixo mostra que 1,5% da população global controla quase metade de riqueza. Em tempos de redes sociais isso certamente amplifica o sentimento de insatisfação e busca por soluções mágicas (e populistas). Esta tendência, de desigualdade, apenas piorou desde 2019. Notem que essa desigualdade é também algo geracional.

**World Inequality: Comparison of Population Share by Income Cohort and by Asset Ownership**



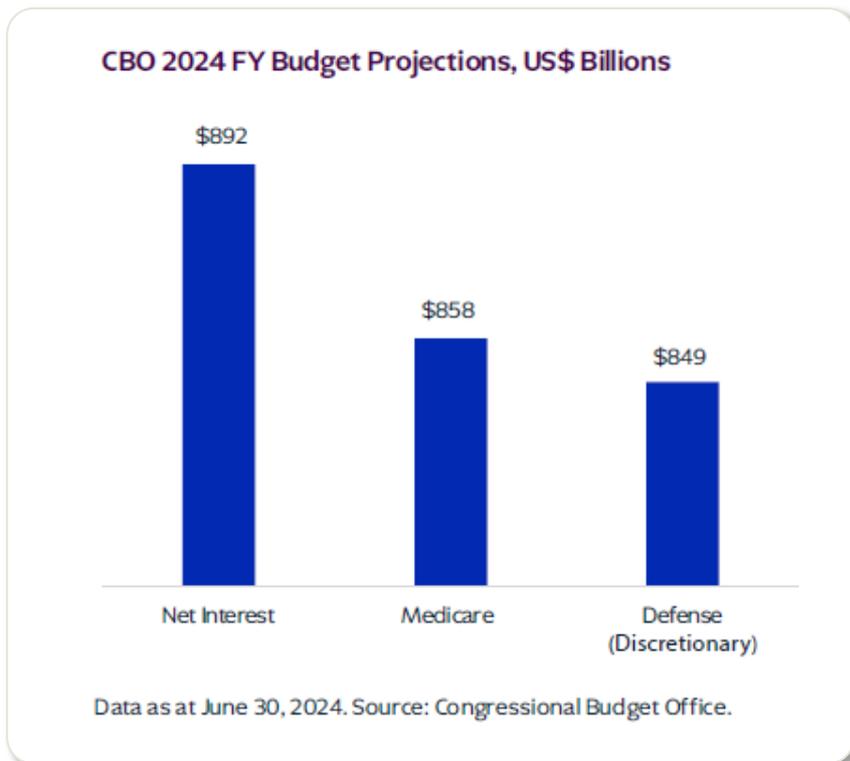
Data as at February 28, 2024. Source: UBS Global Wealth Databook 2024.

**Major Assets on Household Balance Sheets by Age, US\$ Trillion**

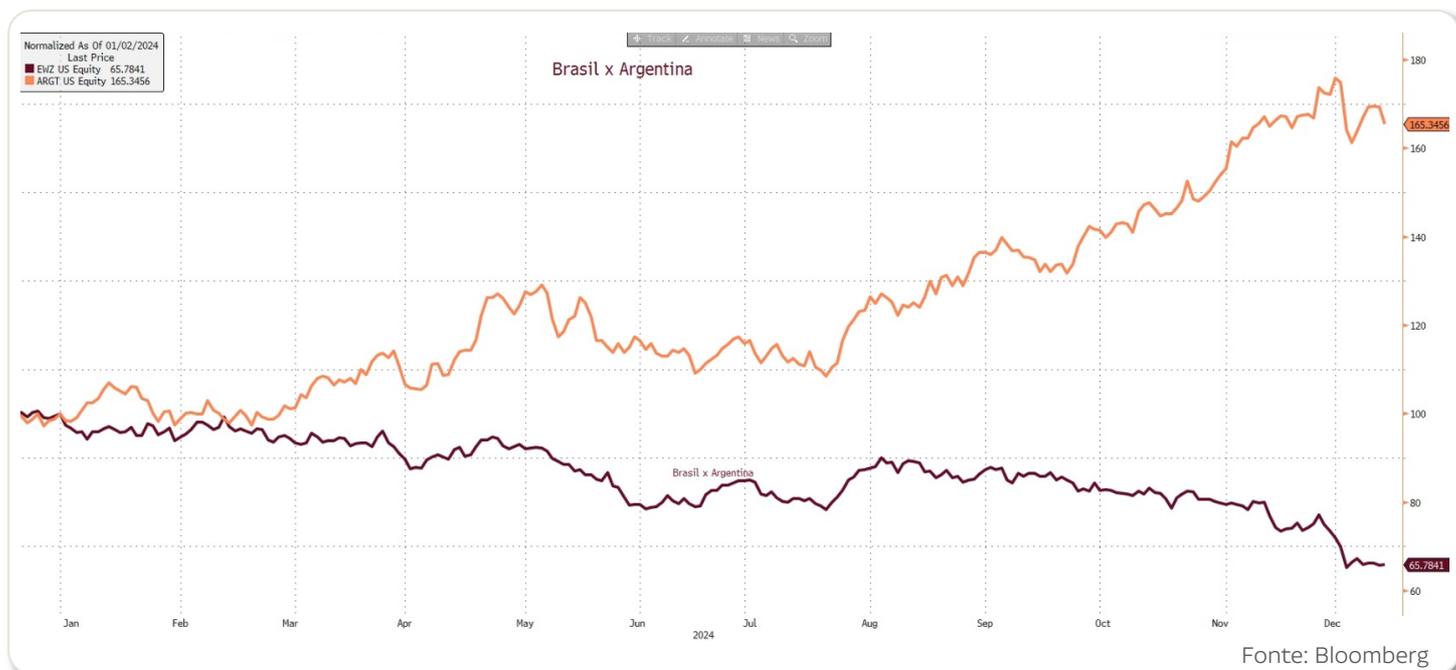


Other financial assets include checking accounts, money market accounts, and prepaid debit cards. Data as at June 30, 2024. Source: Federal Reserve Distributional Financial Accounts.

**O Preço do Dinheiro:** No fim do dia, o que determinará o destino dos ativos globais em 2025 acabará sendo a taxa de juros americana. Temos alguns consensos que irão causar mais inflação de curto prazo, como as políticas migratórias e as tarifas aos produtos importados. Isto já está na conta. A grande dúvida é o fiscal americano, que hoje já gasta mais com juros do que com despesas de saúde e defesa. O crescimento da dívida americana já é incomoda, mesmo para um país que é emissor da reserva de valor global. A depender do sucesso de Musk e do Secretário de Tesouro, Bessent, no corte de gastos e redução do déficit dos atuais 7% do PIB para 3% do PIB, poderemos ter (ou não) uma curva de juros suportiva aos ativos de risco.



**Brasil x Argentina:** O gráfico abaixo, comparando as ações argentina contra as ações brasileiras, ambas medidas em dólar, mostra bem a história do ano. **O governo Milei vive o seu “Plano Real”**, com um forte superávit fiscal, controle de inflação, anistia fiscal para dólares no exterior (causando grande repatriação) e o começo de um processo de desregulamentação da economia. O receituário liberal clássico. **Já o governo brasileiro vai na direção oposta**, maiores gastos, maior tributação e crescimento desordenado da dívida interna. Isso nos leva para expectativas de inflação ao redor de 6% em 2025 e juros terminais na casa de 17%. O resultado disso é uma queda brutal de expectativas e investimentos, o que nos levará para uma forte desaceleração do crescimento econômico em 2025.



**Plano Real em Risco 1?** Primeiramente temos que entender qual é nosso modelo econômico, em voga desde a desvalorização/flexibilização cambial de 1999. Temos o **tripé econômico**, formado primeiramente pelo regime de metas de inflação, onde o Banco Central usando basicamente o instrumento taxa de juros, persegue uma determinada meta de inflação em um determinado horizonte de tempo. Em segundo lugar temos o câmbio flutuante, que flutua para absorver choques de oferta e demanda. E por último, mas não menos importante temos a responsabilidade fiscal, onde o governo federal tem a missão de manter a dívida pública em uma trajetória de estabilidade ou de redução.

**Plano Real em Risco 2?** Do tripé, temos que a parte fiscal está claramente sob ataque. A dívida/pib está perto de 80% do PIB e em 2 anos estaremos em 90%. Deveríamos estar gerando um superávit primário estrutural de 2% do PIB para inverter a trajetória da dívida e o que temos hoje é um déficit estrutural de 1%. Um esforço de 3 pontos percentuais do PIB que o governo falhou em endereçar no tão aguardado pacote fiscal, que foi uma decepção. Com isso o mercado cobra juros reais de 7% para rolar a dívida do governo. Colocando isso em dinheiro, estamos imprimindo cerca de R\$ 1 trilhão a cada 12 meses, a maior parte apenas para pagar os juros desta dívida. Esse montante de dinheiro, que equivale a 9% do PIB de papel pintado em um ano, naturalmente gera inflação e depreciação da moeda local, por uma simples questão de oferta e demanda de moeda não teria como ser diferente.

**Plano Real em Risco 3?** O que estamos vendo é a sentença de morte do Plano Real? Ainda não. Para isso acontecer, teríamos que manter o atual estado das coisas (desancoragem monetária e cambial) por um período de tempo suficiente para que a inflação mudasse de patamar e assumisse uma inércia indexadora perigosa. Em termos políticos, com as informações que temos disponíveis, não vemos uma reversão fiscal nos próximos 2 anos. Na verdade, vemos um quadro de menor atividade, menor arrecadação (pior fiscal ainda), mais inflação e menos renda e emprego. Um cenário bem complicado para um governo que almeja a reeleição. **Como ele irá reagir a isto é a grande pergunta. Ajusta o rumo ou dobra a aposta (errada)?** Isso só o futuro responderá e não estamos no business da adivinhação, nosso negócio é entender os cenários possíveis e ajustar as carteiras de investimentos a eles. O Brasil é uma sociedade aberta, complexa e com razoável grau de sofisticação. Entendemos que se o atual ritmo de deterioração institucional continuar, surgirão forças (democráticas, naturalmente) no sentido do reestabelecimento do bem-sucedido tripé econômico do Plano Real.

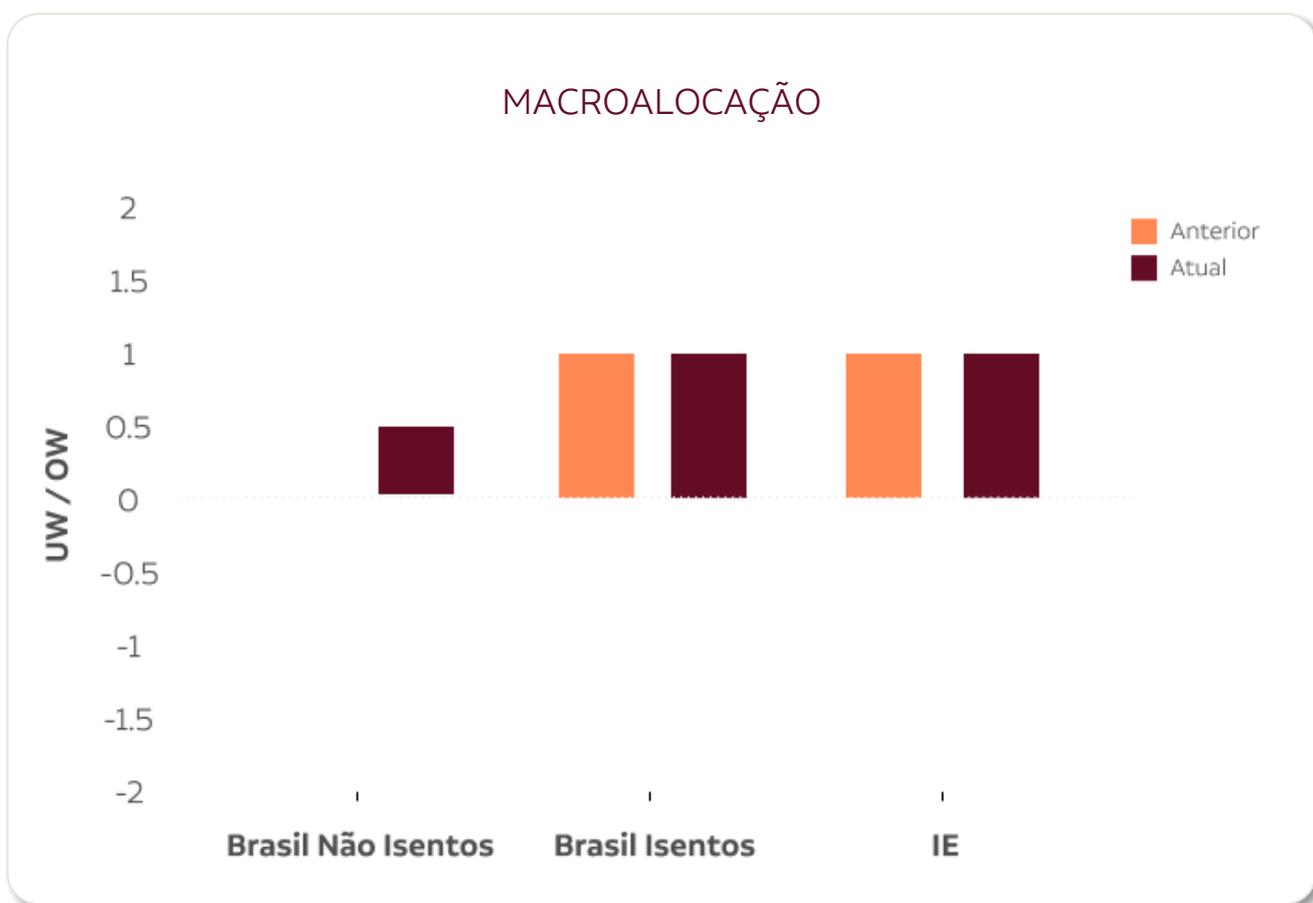
**OS INVESTIMENTOS EM 2025, PARTE 1:** primeiramente reforçamos o conceito que não faz sentido para qualquer investidor ter no Brasil (que representa menos de 2% dos ativos globais) 100% de sua poupança. Outro conceito, errado, que refutamos, é que o CDI compensa a desvalorização cambial esperada. Isso não procede, uma carteira conservadora rodando em USD + 3% aa bate o CDI em horizontes de médio e longo prazo. **No grande esquema das coisas o Brasil é um país emergente, arriscado e carente de instituições realmente sólidas. Ter um percentual não desprezível em moeda e ativos fortes não é especulação, é legítima defesa.**

**OS INVESTIMENTOS EM 2025, PARTE 2:** quando a dívida de um país se torna grande como a nossa, a pergunta que sempre surge é se o governo vai pagar a dívida. Bem, poder dar calote na dívida interna um governo sempre pode. **Porém quando 90% da sua dívida é detida pela sua população (eleitores), é pouco inteligente um calote explícito na dívida interna. O que normalmente ocorre é o governo simplesmente deixar a inflação andar e com isso “ir comendo” a sua dívida.** Por isso gostamos (muito) de ativos reais ou ligados a inflação, como as NTNBS, as debêntures isentas IPCA de empresas triplo A, ações de empresas com fluxos de caixa estáveis e protegidos contra inflação (energia elétrica, concessões rodoviárias, shoppings, água e esgoto) e imóveis. Apesar do desconforto da volatilidade e marcação à mercado, esses ativos se beneficiam não só no cenário ruim de inflação desancorando, como também em uma eventual normalização das coisas.

**OS INVESTIMENTOS EM 2025, PARTE 3:** o atual nível de preços reflete não só a continuidade do atual estado das coisas por 2 anos, mas também que Lula (ou algum outro candidato do PT) seria o favorito em 2026. Em nosso entendimento há muita negatividade já embutida nos preços. O futuro é incerto e isso significa que a probabilidade de alguma boa notícia atualmente não está sendo considerada nos preços. Enxergamos, em especial para o médio prazo (ao redor de 18/24 meses) uma assimetria bem positiva. Os investidores, nas suas “caixinhas” de médio e longo prazo, deveriam ignorar a volatilidade de curto prazo e tomar partido dos ótimos preços em tela dos ativos de renda fixa e variável.

***Desejamos aos nossos clientes um 2025 com saúde, sempre o mais importante, paz de espírito e ótimos momentos com as suas famílias.***

# Termômetro de Alocação



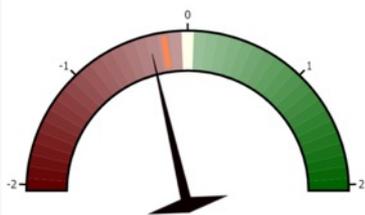
O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e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

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

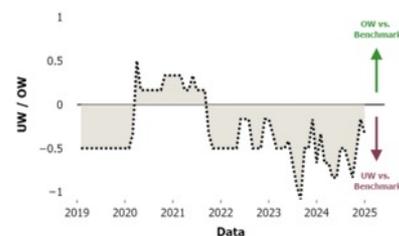
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

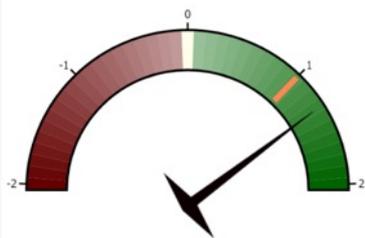
ACÇÕES



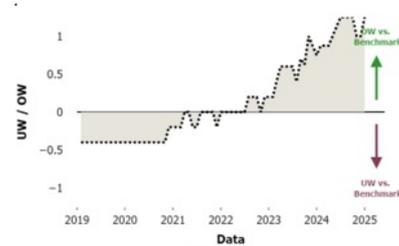
	--	-	N	+	++
Brasil			■		
DMs			■		
EMs (ex-Brasil)			■	■	



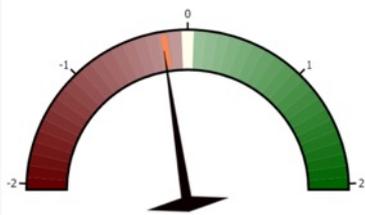
RENDA FIXA



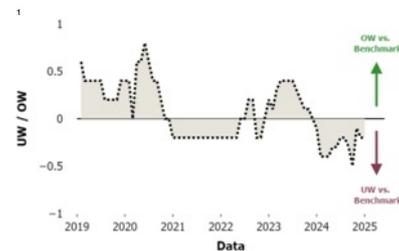
	--	-	N	+	++
Pós					■
Pré				■	■
IPCA				■	■
Global Soberanos			■		



CRÉDITO



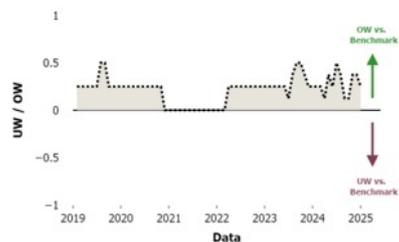
	--	-	N	+	++
Brasil HG		■			
Brasil HY				■	■
Global IG				■	
Global HY				■	■
Global EMs (ex-Brasil)		■			



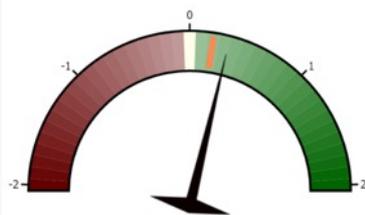
FX



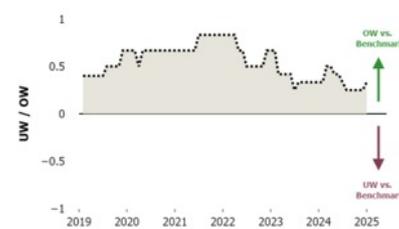
	--	-	N	+	++
USD/DXY				■	
EUR/USD		■	■		
BRL/USD			■		
Ouro/USD					■



ALTERNATIVOS



	--	-	N	+	++
Brasil MM		■	■		
Brasil Imobiliário			■		
PE / VC				■	
Special Sits				■	
HF's					■
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.