

Carta de março 25

Guerra tarifária?...

O caos se instalou nos mercados nessa semana! O S&P500 caiu 12%, no período compreendido entre fevereiro e abril, o dia 2 de abril foi chamado de o “Dia da Libertação” por membros do Governo Trump. Agora, por que os mercados caíram? Talvez por precificarem uma recessão que quase com certeza virá. Ou talvez seja o que eu disse em nossa última carta, que os mercados americanos estavam negociando bem acima de seu valor justo. Eu acho que foi uma mistura dos dois, na incerteza: venda e análise depois.

Fig.1 – S&P 500 Large Cap



Fonte: Real Investment Advice

Os mercados já haviam começado a cair marginalmente em função de revisão de projeções para o S&P500. Quando Trump anunciou as tarifas, as quedas se intensificaram com o mercado chamando as tarifas de Dia da Aniquilação.

Segundo a Goldman, a projeção de lucros do S&P500 já havia se reduzido de USD226 para USD217 entre agosto de 2024 para agora. Na entrada do segundo trimestre de 2025, a Goldman soltou um relatório onde eles mostram a projeção do S&P500 baseado na projeção de lucros.

Fig. 2 – Expectativa do S&P500

		2025 EPS scenario			
		Recession scenario \$220 (-11%)	GS baseline \$253 (+3%)	Bottom-up consensus \$269 (+9%)	
Forward P/E	22x	Jan. 2025	-13% 4850	-1% 5550	6% 5900
	20x	5-year avg	-21% 4400	-10% 5050	-3% 5400
	18x	10-year avg	-29% 3950	-18% 4550	-13% 4850
	16x	30-year avg	-37% 3500	-27% 4050	-23% 4300
	14x	2018 low	-44% 3100	-36% 3550	-33% 3750

Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research

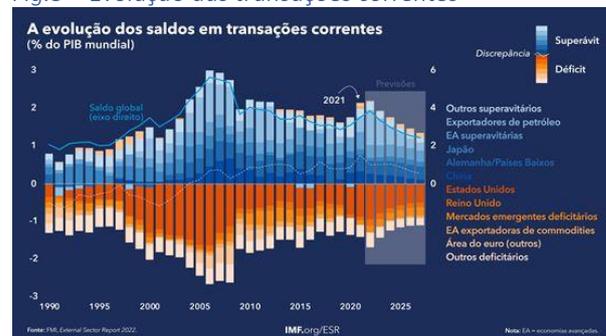
Global Investment Research

Fonte: Goldman Sachs

A jogada de Trump é mais compreensiva, ele está tentando repatriar os 6 milhões de empregos que foram exportados para a China. Quando uma fábrica é fechada as pessoas perdem além de seus empregos, perdem sua identidade, perdem algumas ferramentas que faziam desempenhar bem no seu trabalho anterior e aqueles poucos que se recolocam talvez necessitem mudar de cidade. É como aceitar uma nova posição, pode ser aquilo que você precisava, mas não sem alguma apreensão. Isso aumenta a degradação, o consumo de drogas e o crime nas cidades americanas.

De qualquer forma, essa é a justificativa para as tarifas altíssimas colocadas por Trump. Isso é mostrado no gráfico abaixo que mostra as transações de conta corrente entre os países.

Fig.3 – Evolução das transações correntes



Fonte: Fundo Monetário Internacional

Isso colocou o FED em alerta sobre os possíveis efeitos disso na inflação. A expectativa do FED era de 2 a 3 cortes de juros até o final de 2025. Agora eles reduziram para 1 corte nas taxas de juros ou talvez nenhum corte em 2025. Isso causou uma

Carta de março 25

revolução no mercado americano de juros com a precificação da estagflação.

Encontrei um texto que descreve os princípios das tarifas e o porquê aplicá-las. Nesse texto (A User's Guide to Restructuring the Global Trading System) o autor descreve o que acontece quando um país sofre uma desvalorização contra o dólar. Tomemos o México por exemplo. O México temporariamente ganha uma vantagem contra dólar e passa a exportar bens e serviços para os EUA, eventualmente esse mesmo país internaliza esse dinheiro vendendo dólares e comprando sua moeda e com o tempo o peso mexicano vai se valorizar e as condições de equilíbrio contra o dólar é atingida.

Fig.4 – Participação dos EUA



Fonte: Hudson Bay Capital, World Bank

Agora, o que acontece se esse país, ao invés de internalizar sua moeda, compra dívida americana? As condições de equilíbrio jamais serão atingidas e o país exportador ganha uma vantagem contra o dólar. Com o tempo, (como aconteceu no México) ele vai se industrializar e os empregos industriais migram para esse país.

No pós-guerra, os EUA sempre apostaram nesse modelo, e se tornaram um país mais prospero, controlando a moeda de diversos países enquanto aceitavam um déficit em conta corrente. Desta forma, os EUA deveriam contar com juros mais baixos, uma moeda que era conversível em qualquer moeda, e extraterritorialidade financeira. Mas isso mudou. Diversos países têm uma taxa mais baixa que a americana entre eles o Canadá e a Itália.

Fig. 5 – diferencial entre taxa de juros

Canada	-1.05
Japan	-3.38
UK	0.12
France	-1.19
Germany	-1.94
Italy	-0.66
Greece	-1.03
Switzerland	-3.93
Sweden	-2.20

Fonte: Hudson Bay Capital. Números negativos mostram o diferencial de juros nas taxas de 10 anos entre alguns países e os EUA.

A troca de poder de exportação versus poder financeiro, que era a base que existia até agora, foi abalada. Isso piorou com a entrada da China na Organização Mundial do Comércio e grande acúmulo da dívida americana.

Impactos na Europa...

A Europa tem uma relação cautelosa em relação as tarifas impostas pelo presidente Donald Trump. A União Europeia evitou tomar medidas drásticas como a China e optou por negociações e medidas retaliatórias graduais como produtos agrícolas e motocicletas como forma de pressionar as EUA a sentarem a mesa de negociações.

Quem ganhou a WWII foi a indústria americana, você acredita que a China fará o mesmo pela Europa?

Talvez, haja uma saída honrosa para a Europa. A Europa, ainda envolvida em suporte e Ucrânia, está em dificuldades na disponibilização de armamentos para a Ucrânia. Os relatórios de que a Europa está enviando armas velhas e algumas com defeito a Ucrânia foi constatado como um esforço para manter o esforço de guerra contra a Rússia. Intensificar a compra de armas americanas serviria como moeda de troca na negociação.

Carta de março 25

A China queimou a largada...

A China resolveu queimar a largada achando que os outros países seguiriam o aumento de suas tarifas, isso não aconteceu. A China pode causar dano nos EUA segurando a exportação de alguns produtos farmacêuticos, computadores, e telefones, mas no longo prazo eles seriam os mais prejudicados. A China é responsável por 40% da produção mundial de produtos industriais. Em aço, alumínio, indústria naval a China concentra mais de 50% da produção. Isso faz da China um grande produtor, mas não faz da China uma potência em influenciar outros mercados. Os mercados da China caíram fortemente após os EUA divulgarem suas tarifas, mas se recuperaram após o Governo da China anunciar que um fundo estatal e duas holdings estatais entrariam no mercado para comprar ações.

Fig. 6 – Shanghai Composite Index



Fonte:RIA

O Brasil manteve alta de juros...

Como era de se esperar, o Banco Central Brasileiro, Bacen, manteve a elevação da taxa de

juros contratada de 1 ponto percentual e contratou uma alta adicional de menor magnitude para a próxima reunião. Infelizmente, nosso governo não faz a lição de casa. Ao invés de se preparar para tirar vantagem da menor incidência de tarifas impostas ao Brasil e se predispor a buscar um acordo, ele foca desesperadamente em conseguir votos para as eleições de 2026.

Fig. 7 – IPCA e meta de inflação.



Fonte:Bacen

Mudanças no portfólio

Fizemos algumas alterações na carteira. Apesar de carregar a posição de Tupy por um período prolongado tomamos a decisão de vender, pois a Previ em acordo com o BNDES, tomou a decisão de interferir nos negócios e trocar o Presidente.

Reduzimos um pouco a posição de Brava e de Lojas Renner para rebalancear a carteira. Vendemos Suzano, e reduzimos a posição de Hidrovias do Brasil, para aumentar posteriormente no aumento de capital.

Período	Carteira	Ibovespa	(-) Ibovespa
3 meses	-0,51%	8,29%	-8,81%
6 meses	-10,06%	-1,18%	-8,88%
12 meses	-30,00%	1,68%	-31,68%
24 meses	-5,99%	27,85%	-33,85%
36 meses	-26,29%	8,55%	-34,84%