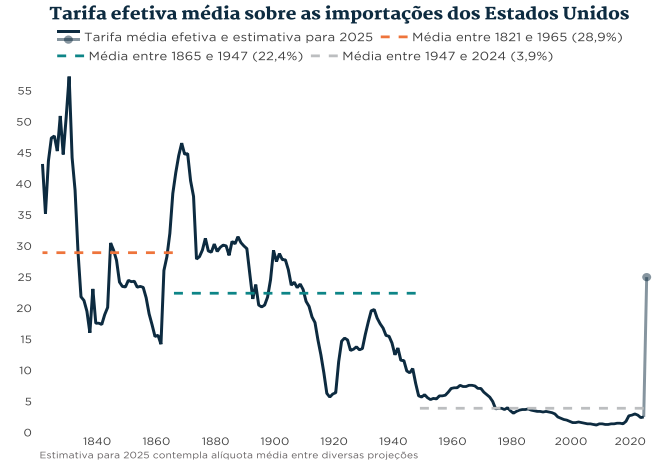
TURIM
Carta TURIM
edição 43 / maio 2025
turimbr.com

Implicações da nova política externa americana

No dia 02 de abril (apelidado de "*Liberation Day*" pelo presidente Donald Trump), foram anunciadas as "tarifas recíprocas", que podem contribuir para elevar a alíquota efetiva sobre as importações americanas para o maior patamar em mais de 100 anos. Mesmo antes de sua implementação, a proposta para aumento tão expressivo das barreiras alfandegárias já reacendeu o debate sobre os motivos pelos quais esse tipo de política perdeu protagonismo no passado – e porque retorna com força no cenário atual.



Fonte: Tax Foundation, Turim

Uma breve história do comércio internacional

Até o século XVIII, o comércio internacional era concebido como uma competição por recursos (notadamente metais preciosos), seguindo os princípios do mercantilismo. Por esta razão, as políticas econômicas implementadas pelos estados nacionais eram altamente protecionistas: tarifas elevadas sobre bens importados, subsídios à manufatura e exportação, além de leis que favoreciam a formação e manutenção de monopólios.

As origens do pensamento econômico moderno sobre o comércio internacional surgem apenas no final do século, a partir dos estudos de Adam Smith (1776), que defendia a especialização e a produtividade como as verdadeiras fontes de riqueza das nações. Nos anos seguintes, David Ricardo (1817) formalizou essas ideias por meio da teoria das vantagens comparativas, que mostrou como o livre-comércio permite ganhos de produtividade ao direcionar os recursos produtivos de cada país para as atividades em que são mais eficientes.

Apesar do avanço da teoria econômica sobre o tema, o uso disseminado de barreiras comerciais permaneceu presente ao longo dos anos. O Império Britânico instituiu as *Corn Laws* no século XIX para proteger seus agricultores, enquanto os Estados Unidos e a Alemanha impuseram diversas tarifas[1] para proteger suas indústrias. Apenas na década de 1930, após a adoção do *Smoot-Hawley Tariff Act*, que impôs tarifas sobre mais de 20 mil bens, elevando a alíquota efetiva das tarifas sobre importações de 13,5% para 20% (reconhecido como um agravante da Grande Depressão), os efeitos negativos desse tipo de medida ficaram evidentes.

Após a Segunda Guerra Mundial, os EUA emergiram como a principal liderança entre as democracias capitalistas em um mundo devastado, alterando radicalmente as diretrizes da política externa. O foco passa a ser a cooperação internacional como um meio de promover a estabilidade econômica e a paz entre as nações ("*Pax Americana*"). Para tanto, foram firmados pactos, como o sistema de Bretton Woods (1944)[2] e o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (1947)[3].

Embora medidas protecionistas continuassem a existir, o foco se voltou para políticas não alfandegárias (como cotas, subsídios e sanções comerciais), salvo casos específicos. O período também foi marcado pelo surgimento de acordos comerciais regionais, como o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (NAFTA, 1994),[4] a União Europeia (1993) e o Mercado Comum do Sul (Mercosul, 1991).

O "consenso acadêmico" sobre comércio e tarifas

A corrente dominante no pensamento econômico moderno defende que o livre-comércio tende a ser benéfico para todos os países envolvidos, especialmente os menos produtivos, ao permitir que cada nação possa (i) focar na produção daquilo que faz relativamente bem – ou seja, em que possui vantagens comparativas – e (ii) obter ganhos de escala ao ampliar a produção em determinadas atividades. Ao concentrar seus recursos nas áreas mais eficientes, cada país consegue produzir mais valor do que se tentasse fabricar internamente tudo o que consome, utilizando esse excedente para financiar a importação de bens (geralmente mais baratos) no mercado internacional. Isso tende a ampliar o bem-estar global e o desempenho individual de cada economia.

> ***"The most important fact about a free market is that no exchange takes place unless both parties benefit."***
> Milton Friedman em *Free to Choose* (1980)

Contudo, a hipótese de que o comércio beneficia os países como um todo não significa que todos os indivíduos se beneficiam. Pelo contrário, a liberalização comercial quase sempre gera vencedores e perdedores, deslocando renda de setores menos competitivos para os mais eficientes.

Esses efeitos atingem mais fortemente os fatores de produção com menor mobilidade (que têm dificuldade em migrar dos setores perdedores para os vencedores), o que implica em efeitos adversos para alguns detentores de capital e uma parcela da força de trabalho. Além disso, alterações na matriz produtiva também podem afetar a demanda por insumos em outros setores, gerando efeitos em cadeia.

Apesar dos efeitos adversos, a ampla maioria dos trabalhos científicos é favorável à abertura comercial como uma alternativa com mais benefícios do que malefícios. Em grande parte, porque os ganhos agregados costumam ser suficientes para compensar os eventuais custos da implementação de medidas de suporte às pessoas prejudicadas pelo comércio, como seguro-desemprego e programas subsidiados de requalificação e realocação.

1 Exemplos: *Dallas Tariff* (1816), *Tariff of Abominations* (1828), *Morrill Tariff* (1861) e *McKinley Tariff* (1890).
2 A conferência estabeleceu o padrão ouro e criou o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial.
3 O GATT estabeleceu as normas para o comércio até ser substituído pela OMC em 1995.
4 Substituído em 2020 pelo Acordo Estados Unidos-México-Canadá (USMCA) após negociações durante o primeiro mandato de Donald Trump.

Vale mencionar que esse tipo de efeito adverso não é algo inerente apenas ao comércio internacional. Fatores como avanço tecnológico, mudanças de padrão de consumo e esgotamento de recursos também podem provocar efeitos semelhantes.

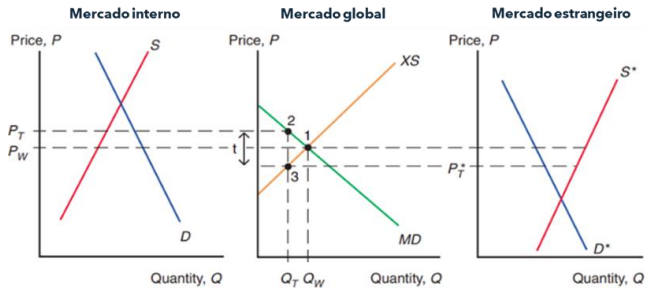
Em contrapartida, as tarifas sobre importações são a forma mais antiga de política comercial e foram utilizadas historicamente como uma forma de proteger produtores domésticos e ampliar a receita governamental. Esse tipo de medida tende a reduzir a diferença entre os preços de equilíbrio nos mercados interno e externo, elevando os preços no mercado doméstico enquanto reduz os preços no mercado global, mas esses efeitos dependem de uma série de premissas e geram grande incerteza *ex-ante*.

Do ponto de vista do país que impõe a tarifa, a alta dos preços favorece os produtores locais, mas ocorres às custas do bem-estar dos consumidores, que passam a pagar mais caro pelos produtos. Ao mesmo tempo, a taxação sobre as importações gera um aumento na arrecadação de impostos, beneficiando financeiramente o governo. Já sob a ótica dos exportadores, a tarifa funciona de maneira semelhante a um aumento no custo de transporte: ao encarecer o acesso ao mercado do país taxador, tende a reduzir a demanda pelos seus produtos. Esse efeito é mais significativo quando o país que impõe as tarifas tem uma participação relevante no comércio global.

Como consequência, a queda da demanda pode forçar os exportadores a reduzirem seus preços no mercado internacional. Nesse caso, parte do prejuízo inicialmente sofrido pelos consumidores do país que aplicou a tarifa seria compensado pela redução dos preços globais – que, por sua vez, diminui a receita dos exportadores.

Representação dos efeitos de tarifas sobre preço e quantidade

Baseado em um modelo de equilíbrio parcial



Fonte: International Economics Theory & Policy (2012)

Além dos efeitos diretos mencionados, esse tipo de medida também pode levar a uma série de externalidades negativas, como retaliações de parceiros comerciais (por meio da imposição de novas tarifas, por exemplo), formação de lobbies (que podem transformar políticas temporárias em permanentes) e a criação de distorções alocativas (usualmente empregadas pelos agentes como formas de minimizar o impacto das taxações).

Vale ressaltar que a taxação indiscriminada de bens importados pode afetar, além dos preços de bens finais consumidos em um país, também os insumos utilizados na produção interna. Esse ponto pode ser especialmente adverso para economias intensivas em produtos de maior valor agregado, tipicamente associados às etapas finais das cadeias produtivas. Nesse caso, a alta dos preços de insumos pode – supondo algum grau de repasse de custos – elevar os preços dos bens exportados pelo país, piorando sua competividade no mercado internacional e, portanto, reduzindo potencialmente suas exportações.

Diante de tudo, a academia tende a defender o uso desse tipo de política em situações específicas e, usualmente de forma temporária, como forma de combater políticas de competição desleal adotadas por outras nações ou para lidar com fatores de natureza menos "econômica", como segurança e soberania nacional, por exemplo.

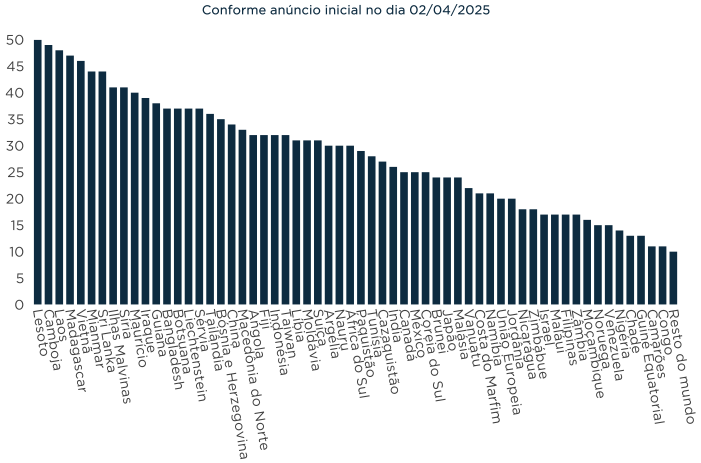
Potenciais efeitos do "Liberation Day"

Alegando que os persistentes déficits comerciais bilaterais dos Estados Unidos seriam resultado de "uma combinação de fatores tarifários e não tarifários que impedem o equilíbrio do comércio", o presidente norte-americano recorreu à Lei de Poderes Econômicos de Emergência Internacional de 1977 (IEEPA) para impor (i) uma tarifa mínima de 10% sobre todas as importações e (ii) "tarifas recíprocas" mais elevadas aos países com os quais os Estados Unidos mantêm os maiores déficits comerciais, excluindo produtos – em geral associados à outras medidas tarifárias – como artigos sujeitos à Seção 50 USC 1702(b); aço/alumínio e automóveis/peças de automóveis (sujeitos à Seção 232); artigos de cobre, produtos farmacêuticos, semicondutores, madeira serrada, metais preciosos, energia e outros minerais específicos indisponíveis nos EUA, além de quaisquer outros artigos que possam vir a ser incluídos em futuras tarifas sob a Seção 232.

Segundo documentos apresentados posteriormente pelo Office of the United States Trade Representative (USTR), as alíquotas individualizadas foram estimadas para reduzir pela metade os déficits bilaterais dos EUA com cada um dos seus parceiros comerciais. A equação apresentada descreve que o choque tarifário (isto é, a variação da alíquota) necessário para equilibrar as balanças comerciais bilaterais seria dado pela razão entre as exportações líquidas (total das exportações em 2024 subtraído das importações no mesmo período) e o total de importações dos EUA provenientes de cada país, considerando as elasticidades das importações em relação aos preços ($\varepsilon = 4$) e o repasse da alíquota tarifária para os preços dos bens importados ($\phi = 0{,}25$). Chama atenção que o resultado líquido dessas duas estimativas exerça efeito neutro na equação ($4 \times 0{,}25 = 1$), levando o resultado a refletir apenas o déficit bilateral como proporção das importações de cada país.

Alíquotas aplicadas a cada país pelas "tarifas recíprocas"

Conforme anúncio inicial no dia 02/04/2025



(I) Inclui alíquotas sobre para Canadá e México anunciados antes do dia 02/04
(II) Desconsidera efeitos de medidas tarifárias para produtos específicos

Fonte: The White House, Census Bureau, Turim

Se assumirmos a estabilidade na composição dos parceiros comerciais no total de importações dos EUA (com base nos dados de 2024), o impacto estimado sobre a tarifa efetiva após o anúncio do dia 02 de abril seria de aproximadamente 25 pontos percentuais, desconsiderando exclusões. Essa estimativa, no entanto, pode variar a depender da elasticidade da demanda dos consumidores em relação à variação dos preços dos bens importados, que deve a reduzir a participação dos exportadores atingidos pelas maiores alíquotas no total das importações americanas.

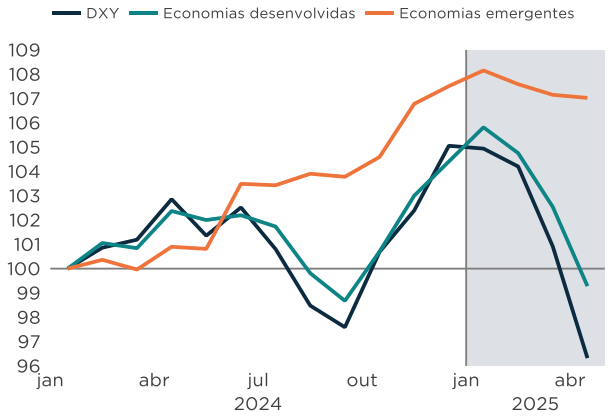
A China é o exemplo mais emblemático: sua tarifa subiu dos 34% anunciados no dia 2 para 145%, após responder com medidas retaliatórias. Já para os demais países, as tarifas acima de 10% foram temporariamente suspensas (com exceção de Canadá e México, cujas alíquotas foram definidas em 25% anteriormente, embora sujeitas a diversas exclusões relacionadas ao USMCA), devido a "avanços nas negociações" – curiosamente, em meio a uma forte deterioração do mercado financeiro.

Se mantida a hipótese de estabilidade das importações para o cenário atual, o impacto sobre a tarifa média subiria para mais de 30%. No entanto, é consenso que as alíquotas impostas pelos dois países tornam praticamente inviável qualquer relação comercial direta entre EUA e China, o que levaria a uma elevação bem mais moderada da taxa. Mesmo assim, a substituição das importações chinesas, seja por produção interna ou por importações de outros países, ainda resultaria em alguma pressão inflacionária.

Além disso, a pressão sobre os preços de bens importados pode ser ainda maior considerando o comportamento recente do Dólar americano, que – contrariando as hipóteses dos modelos tradicionais, como vimos na seção anterior – registrou uma depreciação expressiva desde o anúncio das novas tarifas.

Performance do Dólar

Base 100 = Jan/2024



Fonte: Federal Reserve, Turim

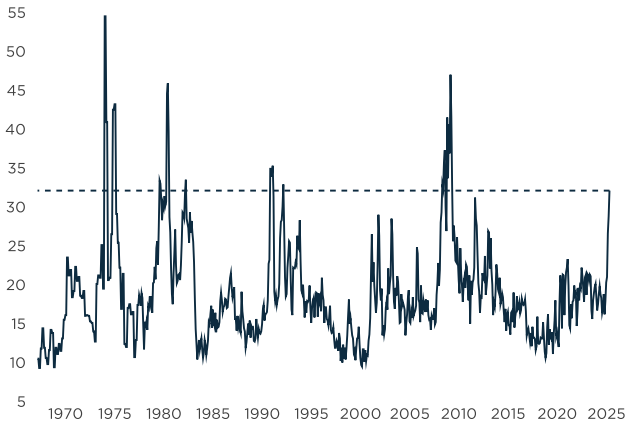
A desvalorização pode ter sido agravada pelo ponto de partida já elevado (leia-se "caro") da moeda americana – cerca de dois desvios-padrão acima da média histórica dos últimos 60 anos em termos reais efetivos. Entretanto, a depreciação particularmente intensa na comparação com outras reservas de valor (*hard currencies*) vis-à-vis moedas de mercados emergentes reforça a narrativa de que investidores vêm buscando alternativas ao mercado dos EUA na margem.

Em todo caso, quaisquer sejam as razões por trás do movimento, o impacto prático é claro: as importações ficam ainda mais caras, pressionando a inflação e reduzindo o poder de compra dos consumidores, o que por sua vez também amplia os riscos negativos para o crescimento econômico.

Embora membros do governo americano tenham sinalizado que as tarifas podem cair após negociações, a imprevisibilidade das políticas adotadas até aqui já impõe custos. O aumento da incerteza em relação ao ciclo econômico leva empresas e consumidores a adiarem decisões de investimento e consumo (especialmente de bens duráveis), assim como a volatilidade do mercado afeta as condições financeiras, que por sua vez atingem a economia real.

Expectativa para menos empregos nos próximos seis meses

Percentual dos entrevistados ajustado pela sazonalidade



Fonte: Conference Board, Turim

Motivos de Trump e o risco para hegemonia do Dólar

Entre discursos e publicações, o presidente e sua equipe vêm enfatizando alguns pontos que podem ser entendidos como objetivos das políticas tarifárias, incluindo (i) reduzir os déficits na balança de pagamentos, (ii) reduzir os déficits nas contas públicas, (iii) atrair investimentos para ampliar a produção industrial nos EUA, e (iv) ampliar o poder de barganha em negociações internacionais.

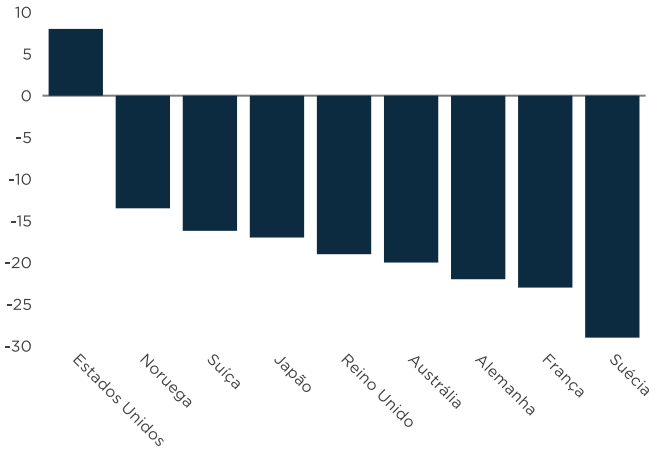
Trump parece interpretar o déficit comercial como uma transferência de renda dos Estados Unidos para outros países, embora isso tenha impulsionado o poder de compra dos consumidores americanos por décadas. Mais do que isso, a demanda global por dólares permaneceu praticamente ilimitada, a despeito dos déficits persistentes em conta corrente e nas contas públicas. Essa capacidade de se financiar a baixo custo em moeda própria (exclusiva dos Estados Unidos na escala observada) ficou conhecida como "privilégio exorbitante".[5]

Barry Eichengreen explora esse fenômeno em seu livro de mesmo nome. Segundo ele, a ascensão do Dólar começa a partir do final da Primeira Guerra Mundial e se consolida após a Segunda Guerra, por meio do sistema de Bretton Woods. Dessa forma, os Estados Unidos se tornaram desproporcionalmente influentes – não apenas no comércio internacional, mas também na geopolítica global. O autor

5 Termo cunhado pelo, então ministro de finanças da França, Valéry Giscard d'Estaing na década de 1960.

argumenta que a resiliência da moeda como principal reserva de valor do mundo se explica pela liquidez do mercado financeiro americano, pela confiança institucional e pela ausência de alternativas viáveis.
Sob esse ponto de vista, combater o déficit comercial (restringindo a oferta de dólares ao resto do mundo) e desestabilizar acordos internacionais (arriscando a credibilidade institucional dos EUA) pode colocar em risco esse privilégio. Nesse caso, os desequilíbrios nas contas externas e públicas tenderiam a exercer efeitos mais adversos. Também seria natural observar um aumento nos prêmios de risco embutidos nos ativos financeiros americanos, o que conversa com a performance relativa de diversos ativos desde o Liberation Day, ainda que flutuações de preços possam ser erráticas no curto prazo.

Variação das taxas de títulos públicos de 10 anos em países selecionados
Variação em pontos-base desde 02/04/2025



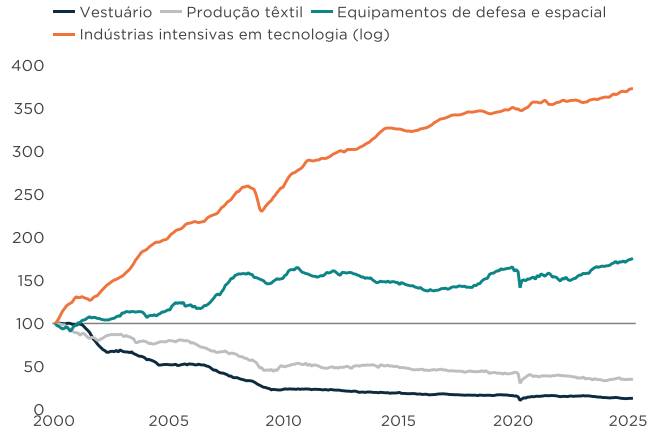
Fonte: Bloomberg, Turim

Por outro lado, em artigo publicado no final do ano passado, Stephen Miran, presidente do Conselho de Consultores Econômicos da Casa Branca, argumenta que o privilégio exorbitante vem acompanhado de custos, particularmente por meio da apreciação cambial. Nesse sentido, o "guarda-chuva" de segurança global (o papel de "polícia mundial" exercido pelos EUA) e o fornecimento da moeda de reserva global (que facilitaria o comércio internacional entre países) podem ser interpretados como bens públicos subsidiados pelos EUA, que, portanto, deveriam ser compensados. Essa compensação, segundo ele, poderia vir por meio de tarifas sobre importações, investimentos estrangeiros em fábricas nos EUA, abertura de mercados para produtos americanos e aumento dos gastos domésticos em defesa. De forma análoga, a depreciação cambial também poderia vir através de ações coordenadas, em um movimento semelhante ao Acordo de Plaza[6] *("Mar-a-Lago Accord")*.

Um ponto importante dessa linha de argumentação é que potenciais efeitos adversos causados pelas medidas poderiam ser justificados pela proteção de setores estratégicos, vinculando a política comercial à segurança nacional. Isso porque perder capacidade industrial e depender de cadeias de suprimento mais dispersas pelo mundo aumentaria a dependência de fornecedores externos de insumos para áreas como saúde pública (incluindo componentes da produção de medicamentos) e segurança (como a fabricação de armamentos).

Além desses setores, o governo americano parece interessado também em expandir a indústria de tecnologia – incluindo temas como inteligência artificial e robótica – ainda que a elevada incerteza associada à implementação das novas políticas pareça pouco favorável à atração de investimento privado, pelo menos no curto prazo. De qualquer forma, mesmo se bem-sucedida, parte relevante da expansão da indústria se daria em setores de menor valor agregado, contrariando a tendência observada nas últimas décadas. Nesse caso, grande parte dos empregos criados tenderia a demandar menor nível de qualificação e oferecer salários mais baixos frente a outros segmentos mais competitivos da matriz produtiva americana.

Crescimento real da produção industrial em setores selecionados
Base 100 = Jan/2000



Fonte: NBER, U.S. Department of Treasury, Turim

Em suma, o cenário atual parece levantar mais perguntas do que respostas. A elevada incerteza tende a se refletir em maior volatilidade no curto prazo, mas também pode sinalizar a possibilidade de transformações estruturais nos próximos anos. A hipótese de uma eventual redução do diferencial de crescimento dos EUA em relação a outras economias desenvolvidas – parte do chamado "excepcionalismo americano" – corrobora o argumento por uma reavaliação da alocação geográfica em portfólios globais. Ainda assim, qualquer movimento nessa direção requer prudência e implementação gradual, de modo a mitigar o risco de que flutuações de curto prazo resultem em perdas permanentes.

Referências

EICHENGREEN, Barry. Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford University Press, 2010.

MELITZ, Marc; OBSTFELD, Maurice; KRUGMAN, Paul. International Economics: Theory & Policy. Ninth Edition. Pearson, 2012.

MIRAN, Stephen. A User's Guide to Restructuring the Global Trading System. Hudson Bay Capital Management, 2024.

THE WHITE HOUSE. "Fact Sheet: President Donald J. Trump Declares National Emergency to Increase our Competitive Edge, Protect our Sovereignty, and Strengthen our National and Economic Security". Washington, 2 abr. 2025.

UNITED STATES TRADE REPRESENTATIVE (USTR). "Reciprocal Tariff Calculations".

6 Acordo internacional para depreciar o Dólar e reduzir o déficit comercial dos EUA em 1985.

TURIM
Carta TURIM
edição 43 / maio 2025
turimbr.com

Geologia do Tempo: O que só se revela com a passagem dos anos

O conceito moderno de tempo geológico surgiu no século XVIII com o escocês James Hutton, considerado o pai da geologia moderna. Foi Hutton quem, ao observar pacientemente as camadas rochosas em Siccar Point, percebeu que aquelas formações não eram resultado de eventos isolados e rápidos, mas de processos lentos e cumulativos. Essa compreensão revolucionou nossa percepção do tempo: mostrou que o presente é moldado por transformações discretas e constantes, quase sempre imperceptíveis no cotidiano.

Há saberes que se formam lentamente, em silêncio. A geologia é um deles. Ela observa o tempo não em meses ou anos, mas em eras. Uma rocha carrega em suas camadas a memória de milhões de anos – ciclos de pressão, transformações invisíveis, movimentos que moldam a paisagem sem alarde.

O Grand Canyon, por exemplo, é resultado de aproximadamente seis milhões de anos de erosão causada pelo rio Colorado, revelando camadas rochosas que registram quase dois bilhões de anos de história geológica. Em cada uma dessas camadas, um testemunho silencioso de mudanças climáticas, movimentos tectônicos e a lenta transformação da superfície terrestre.

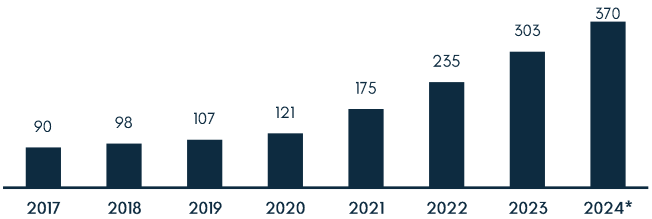
Esse olhar atento ao que se acumula – e não ao que apenas reluz – oferece paralelos valiosos para pensar também sobre outros sistemas complexos: **a construção de um legado, o mercado financeiro, a estruturação de um patrimônio, a solidez de uma instituição.**

A diferença entre superfície e estrutura

Na geologia, a superfície de uma formação rochosa raramente revela sua verdadeira natureza. O que se vê é apenas a camada exposta – sujeita ao desgaste, à erosão, às condições do ambiente. A estrutura, por sua vez, está nas profundezas: são os encaixes, a composição mineral, a densidade e a coesão entre camadas que determinam a resistência e a longevidade de uma rocha. É essa estrutura invisível que sustenta o conjunto, absorve pressões e atravessa o tempo.

Em muitos mercados, vivemos hoje um cenário onde o volume de informação cresce exponencialmente – narrativas se sobrepõem a fundamentos. Nos últimos cinco anos, houve uma multiplicação expressiva de novos players no setor de Wealth Management, além de novos modelos de atuação e discursos. Desde 2017, o número de consultorias de valores mobiliários ativas registradas na CVM mais que quadriplicou.

Número de Consultorias ativas no Brasil autorizadas pela CVM



Fonte: CVM | *dados até agosto 2024

Tal movimento reflete uma transformação saudável no mercado, com maior diversidade de alternativas disponíveis aos investidores. No entanto, assim como em uma formação geológica, nem toda superfície ou estrutura se mostra capaz de resistir aos ciclos econômicos, à complexidade das demandas dos investidores ou às mudanças naturais que o tempo impõe.

E os ciclos, inevitavelmente, chegam. Crises como a de 2008, os anos de recessão durante o governo Dilma, ou mesmo os recentes choques da pandemia e da alta de juros globais serviram como testes de resistência para estruturas que pareciam estáveis à primeira vista.

Em retrospecto, as fragilidades parecem saltar aos olhos — um fenômeno conhecido como *hindsight bias*, explorado pelo psicólogo Daniel Kahneman, Prêmio Nobel de Economia, em sua obra *Thinking, Fast and Slow*, dedicada ao estudo dos vieses cognitivos que afetam o julgamento humano. No entanto, durante os ciclos, distinguir estruturas verdadeiramente sólidas daquelas moldadas apenas para prosperar em condições favoráveis é uma tarefa complexa. O desgaste provocado pelos ciclos — como a erosão silenciosa na geologia — é o que torna essas diferenças visíveis apenas com o tempo.

O que permanece após as crises é aquilo que foi construído sobre valores sólidos, equilíbrio entre inovação e consistência, além de princípios claros, independência, governança bem estruturada e uma busca incansável por entregar um serviço de excelência. A solidez, afinal, é definida pela capacidade de sustentar valor diante das inevitáveis pressões externas e internas que surgem ao longo do tempo. **Como na geologia, não há atalhos na gestão patrimonial.**

Topografia de um patrimônio

Assim como em uma formação rochosa, o verdadeiro valor de um patrimônio reside menos no que se expõe à vista e mais na arquitetura silenciosa que lhe dá suporte. A excelência na gestão financeira é fundamental, porém é igualmente essencial ter decisões sucessórias bem pensadas, estruturas jurídicas adequadas, protocolos familiares robustos e uma filosofia de investimento coerente com os objetivos da família.

Segundo estudos da Family Office Exchange (FOX), mais de 60% das famílias de alta renda identificam fatores não financeiros, como conflitos familiares, falhas de governança e desalinhamento entre gerações, como os maiores riscos à continuidade patrimonial. Esses riscos não aparecem diretamente nos relatórios ou extratos, mas, como fissuras em uma rocha, podem comprometer toda a estrutura patrimonial.

Nesse sentido, o trabalho de gestão patrimonial não é apenas o de selecionar ativos, mas de compreender camadas. Assim como um geólogo utiliza mapas topográficos para entender a estabilidade e a composição de terrenos antes de grandes projetos, uma gestora de patrimônio também precisa ler o relevo específico de cada

família ou instituição e construir uma estrutura que respeite sua topografia – suas histórias, seus valores, seus limites e suas aspirações.

Para além da superfície

Uma das maiores lições que a geologia nos oferece é a de que o tempo não apenas transforma: ele revela. Rochas aparentemente idênticas podem carregar composições completamente distintas – e apenas o estudo cuidadoso, paciente, é capaz de mostrar isso.

Do mesmo modo, as decisões patrimoniais mais relevantes nem sempre são as que geram impacto imediato. Muitas vezes, são as escolhas silenciosas – uma governança sólida, o alinhamento estratégico consistente, uma sucessão clara para que o patrimônio perpetue, a disciplina na gestão de riscos ou a capacidade de antecipar mudanças com clareza – que se mostram mais valiosas com o tempo.

Warren Buffett, considerado um dos investidores mais bem-sucedidos da história, descreveu certa vez sua estratégia de forma simples e alinhada à lógica geológica do tempo: "Alguém está sentado à sombra hoje porque alguém plantou uma árvore há muito tempo". Em outras palavras, decisões silenciosas, prudentes e bem estruturadas são frequentemente aquelas que sustentam valor no futuro – mesmo que seus frutos não sejam imediatamente aparentes.

Essa lógica – de que a verdadeira robustez nem sempre está na aparência – foi recentemente ilustrada no mercado com a entrada em vigor da Instrução CVM 179. Ao ampliar a transparência sobre estruturas internas de gestores, como políticas de remuneração e transparência na governança, a norma expôs fragilidades antes ocultas. Algumas estruturas, que à primeira vista pareciam sólidas, mostraram-se excessivamente concentradas, pouco institucionalizadas ou dependentes de pilares frágeis. Foi um lembrete eloquente de que, assim como na geologia, é preciso olhar abaixo da superfície para entender a verdadeira composição de uma estrutura.

Mais do que revelar fragilidades, os ciclos também testam a capacidade de adaptação sem ruptura — a chamada resiliência adaptativa. Como as formações geológicas que, diante de pressões e mudanças climáticas, ajustam sua estrutura sem perder coesão, as instituições mais sólidas são aquelas que evoluem continuamente, preservando sua essência. A inovação, nesse contexto, não é apenas antecipar tendências, mas construir bases flexíveis e robustas o suficiente para absorver os inevitáveis movimentos do mercado sem comprometer valores fundamentais.

O tempo como ativo e como filtro

A verdade é que há elementos que só se revelam com o tempo.

Em seu clássico *Time's Arrow, Time's Cycle* (1987), Stephen Jay Gould aponta que a compreensão da história geológica depende de uma mudança de perspectiva: é preciso abandonar o olhar linear, imediato, e adotar uma lógica de camadas, em que eventos se acumulam, se sobrepõem e, muitas vezes, se tornam legíveis apenas retrospectivamente. Essa noção não se aplica apenas às rochas, mas a todo sistema que carrega profundidade e interdependência – inclusive à formação de um legado patrimonial.

A geologia nos ensina que nada realmente sólido se forma sem paciência ou precisão. **O tempo não é apenas um ativo valioso, mas um filtro natural e implacável: ele testa estruturas, revela fragilidades ocultas e valida escolhas silenciosas**. Mais do que antecipar cada movimento, trata-se de saber distinguir entre aquilo que simplesmente aparece e aquilo que, discretamente, se sedimenta.

Assim, em qualquer estratégia – seja na gestão de um portfólio, na construção de uma governança sólida, na definição de uma política clara de riscos, na estruturação adequada de ativos, ou na consistência de princípios e valores institucionais – o verdadeiro valor raramente é revelado de imediato. Ele emerge com clareza apenas quando as camadas superficiais se desgastam, expondo aquilo que foi construído para resistir.

Esse processo de depuração silenciosa também se manifesta no próprio setor. Evidenciado pelo aumento de transações de fusões e aquisições no setor (Global M&A Report 2025, da Bain & Company), o mercado de *wealth management* atravessa hoje um movimento claro de consolidação, impulsionado pela busca por escala, digitalização e pela sofisticação crescente das demandas dos investidores. Trata-se, em última instância, da atuação do tempo como filtro.

Com o tempo, atributos como independência genuína, transparência de custos, ausência de conflitos de interesse e consistência na gestão global se impõem como fundamentos silenciosos — cruciais para atravessar diferentes ciclos. Embora essenciais, nem sempre são imediatamente perceptíveis aos olhos do investidor.

Geologia do tempo, afinal, é reconhecer que aquilo que permanece não se sustenta apenas pelo que revela externamente, mas principalmente pelo que acumulou internamente. É compreender que as estruturas mais fortes foram moldadas ao longo do tempo, fortalecidas pela coerência e com seu diferencial revelado pela passagem dos anos. O tempo não premia apenas a permanência: mas a capacidade de evoluir sem perder sua essência.

Em nossa primeira Carta Turim, publicada há exatos vinte anos, escrevemos: *"uma geração cria uma oportunidade da qual a próxima geração está apta para aproveitá-la e otimizá-la"*.

Hoje, essa visão segue atual – e talvez mais necessária do que nunca. **Legados não se improvisam. São construídos em camadas, sedimentados com paciência, coerência e profundidade.**