

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Guilherme Barbosa
Estrategista Mirabaud
Internacional

INTERNACIONAL

“A CULPA, MEU CARO BRUTUS, NÃO ESTÁ EM NOSSAS ESTRELAS, MAS EM NÓS MESMOS, SUBALTERNOS QUE SOMOS.”

Shakespeare, Julius Caesar

Na carta de fevereiro do ano passado, escrevi sobre o S&P 500 ter rompido o nível de 5.000 pela primeira vez, atingindo 500 máximas históricas desde que comecei a trabalhar no mercado financeiro em 1997 e multiplicando por 50 desde que nasci em 1971. Tudo isso sem contar com os impactos positivos dos dividendos. As estrelas se alinharam naquele mês, permitindo uma jogada interessante com o número 50. Apesar das dúvidas habituais sobre investir em máximas históricas, o nosso Comitê de Investimentos decidiu continuar investindo e essa decisão se

mostrou recompensadora, com o S&P 500 subindo 18,4% e o MSCI World subindo 16,2% nos últimos 12 meses.

Em fevereiro deste ano, não foram apenas as estrelas, mas os planetas que se alinharam, tanto figurativa quanto literalmente. No último dia do mês, testemunhamos um raro desfile planetário, com Mercúrio se alinhando para um alinhamento de sete planetas - um espetáculo de tirar o fôlego, acompanhado de auroras vermelhas, que não será visto novamente até 2040 (quando eu já estarei aposentado).

Historicamente, esses eventos celestes são vistos como presságios, assim como a aurora vermelha registrada na Itália mais de um ano antes do assassinato de Júlio César em 44 a.C.

Talvez essa turbulência celestial espelhe o que está acontecendo nos mercados. Tivemos os planetas alinhados em fevereiro, e não as estrelas - um alinhamento geralmente visto como um mau presságio. No entanto, apesar do presságio celestial, ainda tivemos 46 novas altas históricas nos últimos 12 meses, incluindo duas em fevereiro. Embora eu não possa usar o número 50 novamente desta vez, a resiliência do mercado em face da incerteza é digna de nota. Apesar da inquietação, o S&P 500 ultrapassou a barreira dos 6.000 pontos e, se mantiver sua trajetória histórica, poderá estar se aproximando dos 10.000 pontos quando eu completar 60 anos. Nada mal para um mundo encoberto por manchetes negativas - guerras, tensões geopolíticas, tarifas e até mesmo especulações sobre o possível fim do boom da Inteligência Artificial.

O "medo" está de volta aos mercados devido a todas as manchetes negativas. Em

meados de fevereiro, uma vizinha me disse que estava preocupada com a possibilidade de eu estar muito estressado, dadas todas as notícias negativas e as prováveis dificuldades nos mercados. Imagine a surpresa dela ao saber que as ações europeias subiam mais de 10%, os mercados americanos subiam cerca de 5% e a renda fixa subia 1%. E não vamos nos esquecer do ouro que subiu quase 9% nos dois primeiros meses do ano. Se ao menos todos os anos comessem com esse tipo de "estresse"!

Os mercados não são imunes aos riscos das manchetes e as duas últimas semanas de fevereiro foram um pouco mais fracas enquanto os mercados digeriam todas as notícias. Mas o mais importante para o mercado de ações são lucros, os fundamentos e as perspectivas corporativas! Esta última é um pouco menos clara no curto prazo e vou me aprofundar em nossa visão no final desta carta, mas a realidade é que os mercados continuam a ter um bom desempenho, conforme mostrado na tabela abaixo, que destaca os retornos mensais e acumulados no ano das principais classes de ativos. O único ativo no "vermelho" é o

« NOSSO CENÁRIO BASE É QUE A ECONOMIA DOS EUA CONTINUARÁ A CRESCER, MAS EM UMA VELOCIDADE MENOR DO QUE EM 2024.»

índice do dólar dos EUA, após uma forte alta no ano passado. Enquanto isso, o S&P 500 ficou negativo em fevereiro, sofrendo

uma correção de 5% após atingir outro recorde histórico em 19 de fevereiro.

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS:

	Feb.	Feb. \$	2025	2025 \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$
S&P 500	-1.30		1.44		25.0		26.3		-18.1		28.7	28.7
Stoxx 50	3.48	3.26	11.9	12.4	11.9	0.0	23.2	27.3	-8.5	-14.0	24.1	15.6
MSCI EM	0.50		2.31		8.0		10.1		-19.9		-2.3	
Brazil Bovespa	-2.64	-3.46	2.09	7.16	-10.4	0.0	22.3	33.1	4.7	10.1	-11.9	-18.1
Euro	0.13		0.20		-6.2		3.1		-5.8		-6.9	
US Dollar Index	-0.70		-0.80		7.1		-2.1		8.2		6.4	
Gold Spot	2.12		8.89		27.2		13.1		-0.3		-3.6	
Brazilian Real	-0.70		4.88		-21.4		8.9		5.4		-6.8	
Global Agg. Bond	1.43		2.01		-1.7		5.7		-16.2		-4.7	
Latam Bonds	1.27		2.67		10.5		11.1		-13.2		-2.5	
Global High Yield	0.79		2.17		9.2		14.0		-12.7		1.0	
US T Bills	0.33		0.70		5.3		5.1		1.3		0.0	
Brazil CDI	0.99	0.29	2.00	7.01	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4	4.4	-2.7

Portanto, vou repetir a pergunta do ano passado. Está na hora de vender e esperar uma queda para voltarmos aos mercados acionários? Em nossas carteiras, a resposta continua sendo "Não"! Entretanto, recentemente mudamos para setores e regiões com valores mais atraentes, como ações canadenses e de média capitalização dos EUA, pois acreditamos que as avaliações nos EUA continuam elevadas. Também aumentamos a exposição a ações por meio de uma alocação diversificada em Hedge Funds, que, historicamente, teve o desempenho esperado tanto em mercados em alta quanto em queda, proporcionando

aproximadamente 70% dos retornos do MSCI World com menor volatilidade. Reduzimos nossas posições de cash para investir em Hedge Funds, refletindo nossa perspectiva positiva do mercado e, ao mesmo tempo, reconhecendo a necessidade de cautela. Especialmente considerando as avaliações atuais após a forte recuperação do mercado acionário nos últimos anos. O S&P 500 subiu mais de 20% em quatro dos últimos seis anos, enquanto o MSCI World subiu mais de 20% três vezes. Coincidentemente, o MSCI World subiu mais de 20% em cada um dos últimos quatro anos ímpares. É apenas uma coincidência e essa não é nossa visão para 2025.

Mencionei anteriormente uma perspectiva de curto prazo menos clara, então o que nos espera? Antes de responder, deixe-me verificar minhas contas de mídia social para ver quais novas políticas foram anunciadas, alteradas ou adiadas... Esperamos mais incertezas quanto às tarifas, especialmente até meados de abril, pois acreditamos que todos os principais anúncios de tarifas terão sido comunicados e/ou implementados até lá. Também acreditamos que a Alemanha avançará ainda mais em suas novas políticas nas próximas semanas, o que permitirá que os bancos centrais, as empresas e os investidores tenham a oportunidade de analisar a situação e agir de acordo. Só espero que sejam semanas, e não meses, até que as novas políticas estejam em vigor.

Nosso cenário base é que a economia dos EUA continuará a crescer, mas em uma velocidade menor do que em 2024. As últimas pesquisas com empresas e consumidores publicadas em fevereiro mostram um risco maior de estagflação, já que a inflação pode aumentar devido às tarifas e às posições mais rígidas em relação à imigração. A estagflação geralmente é negativa para ações e renda fixa e monitoraremos de perto

nossas carteiras e ajustaremos nossa estratégia conforme necessário se nossa perspectiva evoluir. De forma semelhante ao primeiro mandato de Trump, estamos preparados para uma maior volatilidade à medida que os mercados se ajustam às mudanças nos anúncios vindo da Casa Branca.

Mudanças recentes em nossa alocação de ativos e próximos passos:

- Além das mudanças já destacadas em relação aos Hedge Funds e ações mais valorizadas, continuamos overweight nos mercados acionários e revisamos para cima nossa posição nos mercados europeus e asiáticos, pois continuamos a diversificar nossa alocação;
- Seguimos investindo em ouro, que se beneficiou de uma queda nos rendimentos dos EUA e da incerteza após a intensificação da guerra comercial durante o mês;
- Aumentamos a diversificação dos serviços financeiros na Europa;
- Por fim, continuamos com overweight no crédito com grau de investimento e no dólar americano.

Olhando para o futuro, usaremos nossa expertise interna para monitorar eventos globais, reavaliar continuamente nosso cenário principal e diversificar em áreas que ofereçam as melhores oportunidades de risco-recompensa. E espero estar escrevendo sobre novos máximos históricos na carta de fevereiro de 2026 e além. Mas a jornada do S&P 500 até atingir 10.000 antes dos meus 60 anos não será uma linha reta.



Eric Hatisuka

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

O QUE TRADE WAR 2 SIGNIFICA PARA O BRASIL?

Com a volta de Trump ao poder, tivemos também a volta de sua política de comércio exterior baseada em pressão econômica assimétrica, tarifação unilateral e comunicação por redes sociais, ao largo dos canais oficiais.

Trade War 2, conforme nomeado pelos analistas do mercado, seria a continuidade em velocidade acelerada da mesma política comercial aplicada por Trump entre os anos de 2017 e 2020, em seu primeiro mandato presidencial.

Neste contexto, houve bastante repercussão na mídia local ao fato de o Brasil ter sido citado nominalmente pelo presidente americano, em seu primeiro discurso no Capitólio, como um dos alvos na alça de mira de suas famigeradas tarifas.

Porém, antes de prosseguirmos, cabe uma breve revisão da teoria econômica. Afinal, qual é o efeito líquido de uma política protecionista baseada em elevação das tarifas de importação?

Primeiramente, toda e qualquer

análise tem que se utilizar de algumas premissas de contextualização ("condições de contorno"), que em economia, geralmente são: (1) a premissa de que todo participante tem tamanho infinitesimal dentro do sistema, isto é, sua contribuição marginal é desprezível, e (2) que tudo o mais permanece constante ("ceteris paribus"), isto é, que a única alteração ocorrida tenha sido na variável de interesse e em nenhuma outra mais.

Com base nesta lógica, praticamente toda a comunidade econômica tem sido unânime em dizer que o efeito líquido das tarifas é o aumento da inflação americana. O raciocínio é simples e direto: se, sobre um produto incidirá um imposto, esse imposto encarecerá o preço do bem vendido, que será repassado ao consumidor final por meio da inflação de preços.

Entretanto, quando falamos de Estados Unidos e sua conta de importações, nenhuma das 2 condições de contorno referidas acima se sustenta.

Isso porque os Estados Unidos, como maior economia do mundo, tem a maior conta de importações do mundo em valor nominal (mais de US\$ 4 trilhões em 2024). Além disso, é a única grande economia com déficit comercial persistente (a ponto de vários analistas econômicos o nomearem como “consumidor de última instância”) e o único país que paga 100% das suas importações na sua própria moeda.

Quando é realizada a análise padrão, isto é, de que as tarifas de importação encarecem os bens dentro do país que os importa, adota-se implicitamente o raciocínio de que o país exportador pode vender seus bens em qualquer outro mercado livremente e concorrencialmente. Mas, a verdade é que, na maioria dos casos, não há outro comprador líquido do bem ou serviço vendido, a não ser os Estados Unidos. Isto é, sem a demanda americana, a produção do bem simplesmente “encalharia”, sem compradores suficientes.

Ou seja, os Estados Unidos, para muitos dos bens que consome via importação, é “price-maker” e não “price-taker”, isto é, sua demanda não é apenas

marginal, mas compõe o cerne da demanda global pelo produto, de forma que, caso os EUA saíssem do sistema, o exportador simplesmente não teria mais para quem vender, sendo obrigado a praticar descontos de preços para reequilibrar o mercado.

Em resumo: no mundo neo-mercantilista que se desenhou após a entrada da China na OMC, caso as tarifas aumentem o preço final para o consumidor americano a tal ponto que possa reduzir a demanda total pelo bem em questão, e em não se tendo outro comprador marginal para o produto, a tendência é que o produtor assuma parte (ou mesmo toda) a perda causada pelas tarifas, na forma de redução do preço do produto vendido, apenas para que consiga se manter produzindo e empregando nas fábricas de origem, mantendo assim o status quo sócio-econômico (e quiçá, político) inalterado.

A outra premissa que merece ser reavaliada para esta análise é a condição de “ceteris paribus”, termo em latim para “tudo o mais constante”. Os economistas usam a hipótese de ‘tudo o mais constante’ para simplificar e facilitar a análise, uma vez que é mais difícil (para

« NO CASO DO BRASIL, (...) O NATURAL É QUE HAJA AINDA MENOS PODER DE BARGANHA DO LADO DO PRODUTOR, DE FORMA QUE O BRASIL TENDERIA A ABSORVER A MAIOR PARTE DO AUMENTO DE TARIFAS... »

não dizer impossível) quantificar o impacto de várias variáveis se movendo ao mesmo tempo.

Ainda no campo da economia, trata-se da diferença entre “equilíbrio parcial” e “equilíbrio geral”.

Chamamos de equilíbrio parcial quando fazemos uma análise sob a ótica dos 2 agentes interagindo entre si. E no caso, equilíbrio geral é quando a análise é realizada levando-se em conta todas as relações econômicas presentes e possivelmente afetadas.

Relaxando-se também essa condição de contorno, podemos introduzir uma outra variável que se torna crítica para o entendimento da dinâmica supracitada: a paridade cambial entre os países que estão realizando o comércio. Como os EUA são o único país que paga suas importações na sua própria moeda, o advento da redução das suas importações líquidas também causa, concomitantemente, a redução do volume de dólares em circulação no mundo, o que paradoxalmente, valoriza o dólar e reduz o preço interno do bem a ser importado (tal paradoxo já foi bem especificado nos anos 60 pelo economista Robert Triffin, na

tese que entrou para a história econômica como o “Dilema de Triffin”).

Quando expressa em termos reais (isto é, não-nominais), podemos dizer que a taxa de câmbio de uma país seria o equivalente a toda sua produção de bens, serviços e estoque de capital em relação à produção de bens, serviços e estoque de capital de outro país. Ou seja, se o preço de todos os bens, serviços e estoque de capital de um país subirem ao mesmo tempo, é como se a taxa de câmbio real deste país tivesse subido. De maneira análoga, se a taxa de câmbio de um país sobe, é como se a taxa de câmbio do outro país tivesse caído, pois tudo sempre depende do referencial em que as alterações são medidas.

Portanto, se nos modelos simplistas de simulação univariada, utilizando-se as condições de contorno padrão, a inflação americana vai subir em resposta à nova cunha tarifária do governo Trump, na vida real, boa parte da conta dessas tarifas será paga pelo produtor do bem ou serviço em questão e uma outra boa parte será paga pela flutuação cambial da paridade entre os países envolvidos. Para isto,

basta que os EUA tenham um fluxo de comércio francamente deficitário no bem ou serviço em questão.

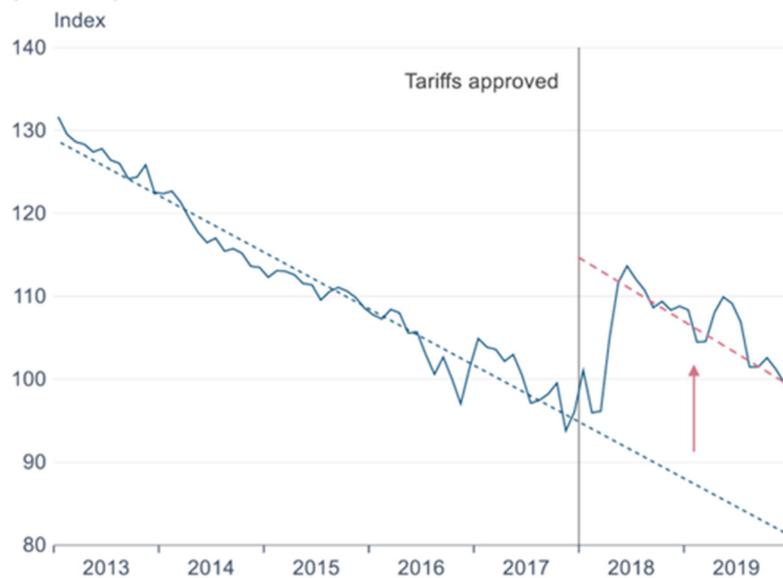
Por outro lado, se não é possível afirmar que os EUA terão aumento de inflação na mesma magnitude do aumento das tarifas (pois parte deste aumento será pago pelo produtor e parte será pago pela flutuação cambial), também não é possível afirmar que haverá redução de quantum no déficit comercial no bem ou produto em questão, uma vez que a recuperação dos preços relativos originais tende a reequilibrar também o balanço de oferta e demanda em favor dos quanta relativos originais.

Tudo tem que mudar para permanecer como está

A equipe econômica do Grupo Mirabaud e a consultoria Macrobond divulgaram um rápido estudo para analisar o que ocorreu aos preços das máquinas de lavar, primeiro item de consumo sobretaxado na Trade War 1, no início em 2018, por conta do déficit comercial com a Coreia do Sul (gráfico abaixo).

O que se verifica é que, passados 2 a 3 anos após o choque inicial, os preços convergiram aos valores anteriores, e de volta à tendência secular de queda de preços (causada esta, pela inovação tecnológica), exatamente como é previsto pela teoria econômica.

US CPI: Laundry Equipment
(2017=100)



Sources: Macrobond, Mirabaud Asset Management

No caso do Brasil, pelo fato da nossa pauta de exportação aos EUA se tratar majoritariamente de produtos agrícolas e primários, isto é, commodities, o natural é que haja ainda menos poder de barganha do lado do produtor, de forma que o Brasil tenderia a absorver a maior parte do aumento de tarifas, seja no preço do produto, seja na variação cambial.

De fato, se observarmos que o Real chegou a se desvalorizar quase 10% contra o Dólar desde a eleição de Trump até o fim de 2024 (de R\$ 5,68 para R\$ 6,17), podemos concluir que boa

parte das tarifas esperadas contra o Brasil já estava entrando nos preços.

Em resumo, do ponto de vista estritamente econômico, para decepção dos trumpistas (e por que não?, também dos anti-trumpistas), enquanto os Estados Unidos forem o único grande importador líquido global, não deve haver impacto duradouro do Trade War 2 além do acirramento da disputa ideológica e o aumento da clivagem comercial e geopolítica.

MERCADOS

Renda Fixa		28/02/25	MTD	3M	YTD
CDI	-	87,68	0,99%	2,95%	2,00%
IMA-B	-	9.817,79	0,50%	(1,08%)	1,58%
IMA-B 5	-	9.772,55	0,65%	2,26%	2,55%
IMA-B 5+	-	10.693,12	0,41%	(3,57%)	0,84%
IRF-M	-	18.861,47	0,61%	1,49%	3,20%
IMA-S	-	7.249,94	0,99%	2,98%	2,11%
Índices Globais	País	28/02/25	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	122.799,09	(2,64%)	(2,28%)	2,09%
Dow Jones	USD	43.840,91	(1,58%)	(2,38%)	3,05%
S&P 500	USD	5.954,50	(1,42%)	(1,29%)	1,24%
NASDAQ	USD	20.884,41	(2,76%)	(0,22%)	(0,61%)
Euro Stoxx 50	EUR	5.463,54	3,34%	13,72%	11,59%
FTSE 100	GBP	8.809,74	1,57%	6,30%	7,79%
MSCI Emerging	EM	43,21	1,15%	1,57%	3,32%
MSCI World	World	3.805,33	(0,81%)	(0,13%)	2,63%
Moedas	País	28/02/25	MTD	3M	YTD
Dólar/Real	USD	5,88	(0,69%)	1,46%	4,74%
Euro	EUR	1,04	0,13%	(1,91%)	0,20%
Franco Suíço	CHF	0,90	0,87%	(2,45%)	0,47%
Libra Esterlina	GBP	1,26	1,47%	(1,24%)	0,49%
Bitcoin	BTC	84.212,07	(17,53%)	(13,59%)	(10,14%)
Hedge Funds	País	28/02/25	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	5.361,13	0,11%	1,35%	0,98%

MIRABAUD

INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam do presente material traduzem nosso julgamento no momento da sua elaboração e podem ser modificadas a qualquer momento e sem aviso prévio, a exclusivo critério do Mirabaud e sem nenhum ônus e/ou responsabilidade para este. Nenhuma suposição, projeção ou exemplificação constante deste material deve ser considerada como garantia de eventos futuros e/ou de "performance". Este material tem como objetivo único fornecer informações, e não constitui nem deve ser interpretado como recomendação quanto a manutenção, compra ou venda de ativos financeiros e valores mobiliários. Não é considerado o perfil específico de um determinado investidor. Este material e a rentabilidade passada não contêm ou representam garantia de rentabilidade futura. Qualquer decisão de investimento deve ser tomada com base numa análise detalhada e adequada; esta publicação não deve ser considerada como a informação relevante para tomar uma decisão de investimento. Antes de contratar qualquer produto, confira sempre se é adequado ao seu perfil.

