

# CARTA MENSAL

## MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



**Guilherme Barbosa**  
Estrategista Mirabaud  
Internacional

### INTERNACIONAL

#### THE SWORD & THE SHIELD: THINKING FAST AND SLOW IN INVESTING

##### **Introdução - Rápido o suficiente para girar, estável o suficiente para prevalecer**

Imagine a tela de ações cheia de números vermelhos: os mercados caem 3% em minutos e seu pulso acelera para acompanhar os preços. Esse reflexo - esse impulso de apertar o botão de venda - pertence ao **Sistema 1**, o velocista interno que manteve nossos ancestrais vivos. Mas as fortunas são construídas em maratonas, não em piques, e as maratonas pertencem ao **Sistema 2**: o estrategista frio que verifica o mapa antes de cada passo.

Daniel Kahneman, ganhador do Prêmio Nobel e pioneiro de

finanças comportamentais, nomeou esse cabo de guerra em seu best-seller Rápido e Devagar (Título Original: Thinking, Fast and Slow).

Se não for controlado, o velocista compra no topo, vende na mínima e chama os destroços de "intuição". Com salvaguardas bem posicionadas para conter o pânico e âncoras sólidas para manter os objetivos fixos, o estrategista pode aproveitar os surtos de volatilidade sem se desviar do trajeto.

Neste mês, exploramos como é essa fusão na prática, tendo como pano de fundo os mercados voláteis de 2025.

### **Parte 1 - Pensando rápido: Ajustes táticos e resposta do mercado**

O ano começou com uma inflação ainda alta, um banco central americano em modo "juros mais altos por mais tempo" e os papéis de renda fixa mais uma vez se movendo em conjunto com as ações – uma repetição do fracasso da diversificação de 2022.

No final de janeiro, nossos monitores de risco estavam mostrando sinais de cautela. Alguns indicadores de risco no mercado - padrões de correlação, volatilidade de preços e valuation das empresas - indicavam uma fragilidade crescente. Como acompanhamos esses indicadores continuamente, o alerta não gerou urgência; ele simplesmente ativou o protocolo de resposta que havíamos aperfeiçoado muito antes da chegada da turbulência.

Primeiro, **reduzimos o risco do mercado de ações** trocando ações de crescimento para setores que pagam bons dividendos e de menor volatilidade. O objetivo era aumentar a proteção das carteiras sem abrir mão de participar de uma possível alta da bolsa.

Em seguida, **focamos em empresas com fluxos de caixa resilientes**, aumentando o peso dos setores de bens de consumo básicos, saúde e serviços públicos. Esses setores - muitas vezes descartados em mercados em alta – tiveram historicamente um melhor desempenho em períodos de margens se comprimindo e, de fato, o índice MSCI World Staples superou o mercado amplo em 4,2 pontos percentuais este ano.

Por fim, **fortalecemos a liquidez aumentando o caixa**. Longe de ficar ocioso, esse dinheiro funciona como uma opção de compra em um deslocamento futuro: a história mostra que a capacidade de comprar quando os outros precisam vender é extremamente valiosa. Como este tipo de alteração na alocação já foi testado sob estresse em vários regimes históricos, a execução foi rápida, porém ordenada - a velocidade do Sistema 1 canalizada pelo design do Sistema 2.

O portfólio permaneceu preparado para os rebotes enquanto estava blindado contra choques, provando que o pensamento rápido funciona melhor quando é acompanhado por um planejamento lento.

## **Parte 2 - Pensando devagar: as raízes da Yale, a flexibilidade keynesiana e a disciplina de Buffett**

Se a Parte 1 é a corrida de velocidade, a Parte 2 fornece a arquitetura que converte a velocidade em distância sustentável. Essa arquitetura deve seu DNA intelectual a três mentes: **David Swensen, John Maynard Keynes e Warren Buffett.**

O modelo usado por David Swensen na Universidade Yale define a estrutura óssea; a flexibilidade keynesiana mantém as articulações flexíveis; a cultura de paciência e o pensamento de fortaleza do balanço patrimonial de Buffett fornecem os músculos que conferem à estrutura uma força duradoura.

**Yale: Construindo por fatores de retorno, governando por processo.** Em seu modelo de gestão na Yale, Swensen não se limitou a inserir investimentos alternativos no tradicional portfólio 60% ações / 40% renda fixa; ele substituiu o paradigma binário de crescimento versus defesa por um mosaico de fatores de retorno. Ativos reais para combater a inflação, private equity para ter prêmios de iliquidez, Hedge Funds de retorno absoluto para todos os

cenários - cada ativo confere valor somente quando se comporta de forma diferente em momentos de estresse nos mercados. A segunda inovação de Yale foi a governança: as decisões são lentas, carregadas de dados e sujeitas a uma análise de “advogado do diabo” antes da tomada de decisões. Incorporamos essa doutrina literalmente. Qualquer novo investimento deve passar por três portas. Primeiro, mapeamos seu mecanismo econômico - crescimento, carrego, iliquidez ou hedge de inflação. Em segundo lugar, testamos sua estrutura de correlação comparada à carteira existente. Por último, fazemos uma simulação de estresse: se ela falhar, adaptamos conforme necessário.

**Keynes: Os fatos mudam, os portfólios se ajustam.** Keynes, formado em Cambridge e uma das mentes econômicas mais revolucionárias, administrou o fundo patrimonial de sua própria faculdade durante a depressão dos anos 30 e a guerra, com retornos compostos de 12% ao ano quando poucos colegas acompanhavam o ritmo da inflação. Seu segredo era a humildade intelectual: ele passou de investimentos alavancados para investimentos

**« OS PRÓXIMOS MESES TRARÃO MAIS RUÍDOS (...), MAS CADA REVIRAVOLTA CHEGA COM A MESMA PERGUNTA: ESTAMOS PREPARADOS PARA AGIR RAPIDAMENTE DENTRO DE UM PLANO CONSTRUÍDO LENTAMENTE? A RESPOSTA, POR DEFINIÇÃO, É SIM.»**

mais defensivos quando os dados mostravam que o primeiro era frágil. Nossas revisões de portfólio canalizam essa humildade. Se novas evidências mostrarem que a inclinação da recompensa do risco de uma alocação mudou, a posição se transforma - ou sai - sem levar em conta o viés do legado ou apego.

**Buffett: Paciência com garra.** A abordagem de Warren Buffett acrescenta o elemento final: estar pronto para esperar, estar pronto para atacar. Ele fechou sua sociedade em 1964 em vez de correr atrás da mania da época, acumulou dinheiro durante a década de 1970 e, recentemente, anunciou sua aposentadoria - transmitindo à próxima geração de executivos da empresa a filosofia da Berkshire de manter muita liquidez. Essa estratégia subscreve nossa própria reserva de liquidez, mantida não como lastro, mas como uma arma pronta a ser usada. Quando vendedores forçados encontram um comprador líquido, retornos de longo prazo são gerados.

**Alocações em alternativos na prática.** Aplicando essas três lentes, aumentamos a exposição a ativos alternativos ao longo dos últimos meses. Uma estratégia sistemática

justifica seu espaço pela convexidade que oferece frente a choques macroeconômicos. Os Hedge Funds macro e investimentos diretos em empresas privadas capturam a dispersão de políticas e a demanda de infraestrutura impulsionada por IA, respectivamente, enquanto os fundos de crédito privado com garantias de recebíveis nos ajuda a garantir uma renda. Nossa exposição ao ouro foi dobrada e continua sendo a proteção atemporal contra as ameaças gêmeas da inflação e do risco generalizado nos mercados. Em abril, aproveitamos o pico de volatilidade para investir em um produto estruturado em índices de ações para adicionar estabilidade e juros atraentes.

**Conclusão - Sistema 1: O brilho da espada, Sistema 2: A força do escudo**

Os mercados continuarão agitados - às vezes racionais, muitas vezes não. Nossa vantagem é a coreografia entre o reflexo e a contenção: **O Sistema 1 entra em ação somente quando as grades de proteção previamente desenhadas indicam o caminho, e o Sistema 2 mantém a bússola estável quando a poeira baixa.**

Essa fusão nos permite desviar de buracos repentinos sem nos desviarmos da longa estrada de ganhos compostos, o que não significa necessariamente que o desempenho seja sempre em uma linha reta ascendente.

Keynes advertiu que os mercados podem superar a loucura de qualquer investidor; Buffett provou que o dinheiro, a paciência e a determinação podem superar a loucura. Ao unir essas lições à primeira arquitetura de evidências de Swensen, nosso objetivo é manter a liquidez quando o pânico atinge o pico e o investimento total quando o valor volta a surgir. **O Sistema 1, aperfeiçoado para a velocidade, é a espada -**

**afiada, rápida, usada exatamente quando surge a oportunidade; o Sistema 2, fundamentado em evidências e restrições, é o escudo - amplo, disciplinado, absorvendo golpes e preservando a força para o próximo avanço.**

Os próximos meses trarão mais ruídos - booms de inteligência artificial, ciclos eleitorais, mudanças nas trajetórias das taxas de juros, incógnitas desconhecidas (unknown unknowns)- mas cada reviravolta chega com a mesma pergunta: estamos preparados para agir rapidamente dentro de um plano construído lentamente? A resposta, por definição, é sim.

#### DESEMPENHO E MUDANÇAS NAS ALOCAÇÕES:

Abril foi um dos meses mais voláteis da história dos mercados acionários, com oscilações diárias que lembraram as crises COVID e de 2008, mas os retornos mensais finais dos mercados desenvolvidos dificilmente chamarão a atenção. O MSCI World subiu 0,9%, enquanto o S&P 500 caiu 0,7% e o EURO Stoxx 50 caiu 1,06% em euros, mas subiu 3,9% quando medido em dólares americanos. O que

se destacará são os movimentos das moedas, já que o dólar levou uma surra e caiu cerca de 5% em relação ao euro e ao ouro, enquanto caiu 7% em relação ao franco suíço.

	Apr.	Apr. \$	2025	2025 \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$
S&P 500	-0.68		-4.9		25.0		26.3		-18.1		28.7	
Stoxx 50	-1.06	3.92	6.5	16.9	11.9	4.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0	24.1	15.6
MSCI EM	1.34		4.4		8.0		10.1		-19.9		-2.3	
Brazil Bovespa	3.69	4.43	12.3	22.1	-10.4	-29.6	22.3	33.1	4.7	10.1	-11.9	-18.1
Euro	4.73		9.4		-6.2		3.1		-5.8		-6.9	
US Dollar Index	-4.55		-8.3		7.1		-2.1		8.2		6.4	
Gold Spot	5.29		25.3		27.2		13.1		-0.3		-3.6	
Brazilian Real	0.57		8.8		-21.4		8.9		5.4		-6.8	
Global Agg. Bond	2.94		5.7		-1.7		5.7		-16.2		-4.7	
Latam Bonds	0.22		2.6		10.5		11.1		-13.2		-2.5	
Global High Yield	0.85		2.7		9.2		14.0		-12.7		1.0	
US TBills	0.35		1.4		5.3		5.1		1.3		0.0	
Brazil CDI	1.06	1.63	4.1	13.2	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4	4.4	-2.7

Durante o mês de abril, reduzimos nossa exposição a ações para um posicionamento underweight, vendendo ações canadenses e americanas de pequena capitalização. Também reduzimos nossa exposição a títulos corporativos e obtivemos algum lucro com títulos de mercados emergentes. Por fim, reduzimos nossa exposição ao dólar americano para uma posição neutra nos portfólios em euros. Apesar da recente desvalorização do dólar, ele ainda está supervalorizado em uma perspectiva de longo prazo e pode se desvalorizar ainda mais. As incertezas relacionadas à política comercial continuarão a pesar sobre o crescimento dos EUA. O aumento das tensões geopolíticas também pode acelerar a diversificação do dólar americano para outros ativos estrangeiros pelos bancos centrais e investidores.



### **Eric Hatisuka**

Estrategista Mirabaud Brasil

---

## **BRASIL**

### **MY WAY (FRANK SINATRA, PAUL ANKA)**

“And now, the end is near, and so I face the final curtain.”

Sim, o fim do ciclo de alta da Taxa Selic chegou e o Banco Central fez do jeito que quis fazer. Do seu jeito.

Ao reiniciar a campanha de alta de juros, em setembro de 2024, e entregar uma alta de 425 pontos-base em apenas 8 meses, o Banco Central fez do seu jeito.

Em que pese o fato de que as expectativas de inflação realmente estavam (como ainda estão) desancoradas, e que a receita preconizada neste tipo de situação é a elevação preemptiva das taxas básicas de juros, ainda assim, é possível constatar com uma simples conferência no Relatório Focus do Banco Central da data de 30 de agosto de 2024, que a mediana de projeções de mercado para a Taxa Selic era de 10,50% para o final de 2024 e de 10,00% para o final de 2025.

Ou seja, ao verificarmos que 2024 se encerrou com a Taxa Selic em 12,25% e que na última

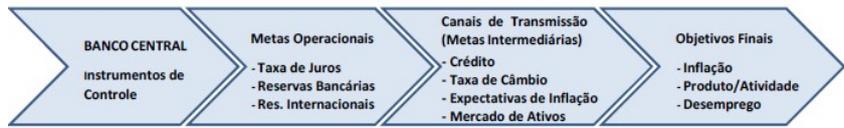
reunião, em 07 de maio de 2025, o Copom elevou a Taxa Selic para 14,75%, sim, podemos concluir que o Banco Central fez do seu jeito.

Há que se lembrar, claro, que o IPCA acumulado em 12 meses está em 5,32% na data da última divulgação, em 09 de maio de 2025, certamente acima da meta, mas ainda assim, longe do valor em que se possa cravar que a economia brasileira sofre de uma patologia.

Não, a economia brasileira não sofre de uma patologia. Ela apenas responde às escolhas feitas pelos formuladores de sua política fiscal – e responde da forma esperada, em uma análise de livro-texto.

Mas o que diz a boa teoria econômica em relação à mecânica de funcionamento da política monetária? O diagrama abaixo mostra como é esperada a propagação dos efeitos da política monetária, segundo o livro-texto de Frederic Mishkin, *Monetary Policy Strategy*, de 2007.

« DIZER QUE A ECONOMIA BRASILEIRA NÃO SOFRE DE UMA PATOLOGIA NÃO EQUIVALE A DIZER QUE ESTEJA NO CAMINHO CERTO (...)»



Como se pode ver, não há a figura do ente “Governo” ou “Política Fiscal” no diagrama. Isto porque a política monetária não tem como objetivo afetar a política fiscal, que é autônoma e segue a decisão da administração pública em curso. Em economia, dizemos que a política fiscal é ortogonal à política monetária, pois suas funções de reação jazem em planos cartesianos diferentes.

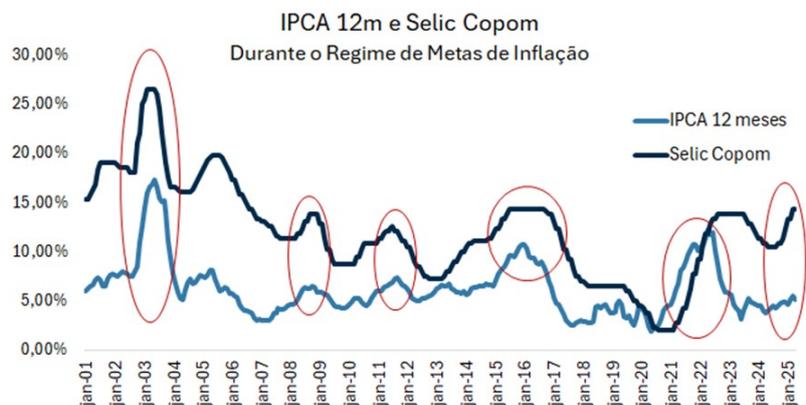
**“My friend, I'll say it clear, I'll state my case, of which I'm certain.”**

Os juros básicos brasileiros já estão entre os mais voláteis do mundo. Basta ver no gráfico abaixo (Fonte: BCB) que os juros raramente ficam fixos por muito tempo, tanto ao final dos ciclos de alta quanto nos de baixa.

Porém, desta vez, em comparação aos ciclos anteriores (circulados em vermelho), os juros subiram bem mais do que o desvio do IPCA, mostrando exatamente que as expectativas estavam se deteriorando devido às projeções de desvio fiscal, e não monetário.

Dizer que a economia brasileira não sofre de uma patologia não equivale a dizer que esteja no caminho certo: a economia brasileira responde corretamente aos estímulos errados a que foi submetida.

O excesso de uso da política fiscal como indutor de crescimento tende a aprofundar nossos desequilíbrios, aumentando a carga tributária e os juros de



mercado, agravando nosso processo de desindustrialização e de perda de competitividade externa, além de, obviamente, aumentar a dívida pública.

Por outro lado, a política monetária utilizada como panaceia não é menos perniciosa, encarecendo a vida financeira das empresas e aumentando o risco de inadimplência das famílias.

Mas, o pior mesmo é constatar que, por ser imune à política monetária, a política fiscal continuará expansionista, e, com o espectro da corrida eleitoral se aproximando, tende a se tornar mais populista e 'curto-prazista', com o governo de turno redobrando sua aposta em benesses sem qualquer lastro financeiro, e, portanto, com franco viés inflacionário.

Ou, como ecoaria na voz do grande Frank Sinatra: "The record shows I took the blows and did it my waaaaay!!!"

Em tempo: nossa projeção para a Taxa Selic é de manutenção em 14,75% até o 4º trimestre de 2025, quando começará a ser reduzida gradualmente para o nível dos 12% a.a.

Por conta deste cenário e da manutenção do risco inflacionário, mantemos nossas alocações concentradas em renda fixa com proteção inflacionária até o horizonte de 2030. Por ora, com baixo risco em renda variável e multimercados.

## MERCADOS

Renda Fixa		30/04/25	MTD	3M	YTD
CDI	-	89,46	1,06%	3,22%	4,07%
IMA-B	-	10.208,14	2,09%	5,52%	5,62%
IMA-B 5	-	9.999,11	1,76%	3,75%	4,92%
IMA-B 5+	-	11.252,53	2,33%	6,88%	6,12%
IRF-M	-	19.694,86	2,99%	5,85%	7,76%
IMA-S	-	7.396,51	1,05%	3,22%	4,17%

Índices Globais	País	30/04/25	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	135.066,97	3,69%	8,17%	12,29%
Dow Jones	USD	40.669,36	(3,17%)	(9,04%)	(4,41%)
S&P 500	USD	5.569,06	(0,76%)	(7,37%)	(5,31%)
NASDAQ	USD	19.571,02	1,52%	(7,37%)	(6,86%)
Euro Stoxx 50	EUR	5.160,22	(1,68%)	(0,54%)	5,40%
FTSE 100	GBP	8.494,85	(1,02%)	(0,10%)	3,94%
MSCI Emerging	EM	43,76	0,14%	3,77%	4,64%
MSCI World	World	3.655,52	0,74%	(4,14%)	(1,41%)

Moedas	País	30/04/25	MTD	3M	YTD
Dólar/Real	USD	5,67	0,57%	3,90%	8,16%
Euro	EUR	1,13	4,73%	7,97%	9,41%
Franco Suíço	CHF	0,83	7,08%	9,23%	9,88%
Libra Esterlina	GBP	1,33	3,18%	6,64%	6,50%
Bitcoin	BTC	94.581,18	14,75%	(6,67%)	0,93%

Hedge Funds	País	30/04/25	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	5.571,69	4,00%	4,69%	4,95%

# 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.

