

COMENTÁRIO DO GESTOR

DEZEMBRO/2025

CENÁRIO MACRO

O mês de dezembro de 2025 encerrou um ano em que, salvo no primeiro trimestre, com o início da política de tarifas de importação do Governo Trump, os maiores destaques foram no front geopolítico.

No cenário internacional, o Federal Reserve realizou seu terceiro corte de 25 bps em 2025, levando a taxa de juros ao intervalo de 3,50-3,75% na reunião de dezembro. Apesar do arrefecimento inflacionário, a resiliência do mercado de trabalho americano — impulsionada por ganhos de produtividade em IA e tecnologia — gerou dissenso interno e manteve postura cautelosa, preservando taxas restritivas para ancorar o CPI na meta de 2%. A curva das Treasuries permaneceu inclinada, reduzindo apetite por risco em emergentes e forçando ajustes defensivos nos portfólios globais para 2026.

Na economia doméstica, o Copom manteve a Selic em 15,00% por unanimidade pela quarta reunião consecutiva — nível mais alto desde 2006 —, citando desancoragem das expectativas inflacionárias para 2026 e hiato do produto ainda apertado. O ambiente institucional ganhou contornos mais claros com a sanção da LOA (Lei Orçamentária Anual) 2026 e a regulamentação do Imposto Seletivo (LC 214/2025), trazendo maior visibilidade para

setores intensivos em commodities como mineração e energia. No mercado de capitais, o protocolo do plano inicial de recuperação judicial da Ambipar (19/ dezembro, aprovado pelo conselho) provocou compressão técnica nos spreads de crédito high yield, embora a seletividade e prêmios elevados permaneçam. Esses elementos também ajudaram a sustentar a trajetória ascendente do Ibovespa, que atingiu picos históricos acima de 165 mil pontos, beneficiado pela proteção das NTN-Bs e pela atratividade dos pós-fixados.

Nos mercados de renda variável globais, os índices consolidaram ganhos expressivos em 2025. O S&P 500 fechou o ano em 6.845 pontos (+16% anual), sustentado pelo rali de fim de ano em semicondutores e IA, enquanto o Nasdaq manteve liderança temática. O encerramento do shutdown governamental americano em 12 de novembro, após 43 dias — o mais longo da história —, restaurou confiança e contribuiu para a estabilidade final.

Para 2026, o cenário permanece complexo: aumento das tensões geopolíticas favorecem a pressão altista no preço do ouro, mas no mercado petróleo, há excesso de produção atuando em direção contrária. A política monetária americana e o interesse declarado do governo americano em reduzir o valor do dólar parecem impedir uma nova rodada de recuperação dos preços da moeda, mas a força da economia americana e própria política tarifária do Governo Trump tendem a atuar em direção contrária.

Além disso, o retorno do dispêndio no orçamento militar da União Européia tende a causar a valorização do Euro e manter sua economia aquecida, embora a inflação tenha se mantido contida e, portanto, ainda requerendo manutenção dos juros em níveis baixos pelo Banco Central Europeu.

No Brasil, 2026 é ano de eleições gerais, o que equivale a dizer que nenhuma reforma importante será discutida ou aprovada neste ano e que, na segunda metade do ano, a própria administração pública tende a entrar em dinâmica eleitoral. Tal fato é importante no front fiscal, onde o Arcabouço ainda não foi substituído por

regra objetiva e vinculante, criando espaço para políticas que continuem a gerar déficits fiscais estruturais permanentes, tais como auxílios, abonos, subsídios e gratuidades.

Diante de tantas contradições e, considerando que o Banco Central sinaliza o início da redução de juros para março ou até abril, devemos manter postura defensiva e conservadora na alocação de risco, pois a falta de equilíbrio fiscal permanente sugere que os juros devam ser mantidos em patamares acima de 2 dígitos ainda por muito tempo, o que também cria obstáculos para maior valorização dos ativos de risco, incluindo-se aí ações de empresas e ativos imobiliários em geral.

Seguem as variações dos principais índices de mercado:

| Fechamento do mês | Variação no Mês (%) | Variação no Ano (%) |
|---|---------------------|---------------------|
| IPCA-15 / IBGE (índice de inflação oficial) | 0,33 | 4,26 |
| CDI / CETIP (índice de juros pós-fixados) | 1,22 | 14,31 |
| IRF-M / Anbima (índice dos títulos públicos com juros prefixados) | 0,30 | 18,22 |
| IMA-B / Anbima (índice dos títulos públicos indexados ao IPCA) | 0,31 | 13,17 |
| IHFA / Anbima (índice de fundos multimercados da Anbima) | 0,54 | 15,33 |
| Variação do USD em relação ao BRL | 2,62 | -11,37 |
| Ibovespa (índice de referência de ações da B3) | 1,29 | 33,95 |

CRÉDITO PRIVADO

O mês de dezembro transcorreu com poucas novidades no mercado de crédito privado, refletindo um ambiente mais calmo ao final do ano mesmo que os fundos de renda fixa tenham apresentado fluxo negativo de investimentos. Os resgates líquidos, porém, não mostraram impactos significativos sobre os preços dos ativos, o que evidencia um mercado com boa liquidez e capacidade de absorção desse movimento. As emissões de dívida pelas empresas continuaram forte em dezembro superando o mês anterior apesar da maior parte do volume ficar represada junto aos bancos coordenadores. Vale ressaltar que 2025 foi um ano *record* de emissões ultrapassando R\$ 600b em debêntures não incentivadas e incentivadas.

No segmento de debêntures incentivadas, houve nova abertura marginal de spreads o que levou os fundos incentivados hedgeados a apresentarem retorno inferior ao CDI, como observado nos últimos meses. Devemos lembrar que discussão sobre possíveis mudanças no regime tributário ocasionou, por alguns meses, corrida para alocação na classe, acelerando de forma significativa a captação dos fundos de infraestrutura e levando os spreads a níveis negativos em relação as NTN-B's. Com a posterior confirmação de que a alteração não avançaria no congresso, ficou evidente que os preços haviam se distanciado dos fundamentos, e a correção observada a partir de outubro tem ocorrido de forma natural, acompanhada pela reversão dos fluxos.

Ao longo do último ano o mercado de crédito privado high grade foi marcado pelo paradoxo entre fundamentos e preços, fato esse que já abordamos em cartas anteriores. Apesar do ambiente de taxa de juros elevada por período prolongado, que pressiona as métricas de risco de crédito das empresas, os spreads seguiram trajetória de fechamento, permanecendo em níveis

historicamente baixos tanto no crédito incentivado quanto no segmento não incentivado.

Conforme também comentamos, o motivo preponderante para esse comportamento foi orientado pelo fluxo de investimentos que buscaram na renda fixa previsibilidade de retorno, diga-se de passagem, alto retorno, em um cenário de incerteza e juros nominais elevados sustentando a demanda por ativos de crédito.

Para 2026 esperamos que se dê início a um ciclo de queda da taxa Selic. Nesse cenário, mesmo que de forma gradual, as empresas emissoras de dívida deveriam se beneficiar mostrando melhora em suas estruturas de capital e consequentemente não haveria motivo para abertura nos spreads. Porém, acreditamos que o tom continuará a ser dado pelo fluxo uma vez que o ambiente de taxas mais baixas, se por um lado é positivo para as empresas, poderá levar os investidores a realocar seus portfólios em outras classes de ativos o que reduziria o fluxo que sustentou os spreads nos últimos anos.

Durante 2025 mantivemos uma postura disciplinada, com foco em uma carteira diversificada entre debêntures de emissores high grade, emissões bancárias, FIDC's e títulos públicos. Essa estratégia se refletiu na performance dos fundos sob nossa gestão, que se destacaram de forma consistente frente a outros players relevantes do mercado, reforçando a efetividade do nosso processo de investimento e gestão de risco. Da mesma forma, iniciamos 2026 com as carteiras preparadas, tanto para a continuidade do cenário atual, quanto para eventuais movimentos de reprecificação, visando entregar retornos consistentes, independentemente do ambiente que venha a se materializar.

| Fundo | Rentabilidade | | | PL (R\$ m) | PL médio (R\$ m) | Duration (anos) | Caixa (%PL)* | Carrego (%) a.a. | Início |
|----------------------------|---------------|--------|--------|------------|------------------|-----------------|--------------|------------------|------------|
| | Mês | Ano | 12M | | | | | | |
| Mirabaud Tradition | 1,25 | 15,18 | 15,18 | 252.593 | 172.467 | 1,52 | 29,6 | CDI+1,08 | 01/06/2023 |
| % CDI | 102,24 | 106,05 | 106,50 | | | | | | |
| Mirabaud Conviction | 1,26 | 15,14 | 15,14 | 130.826 | 82.591 | 1,87 | 18,5 | CDI+1,36 | 01/11/2023 |
| % CDI | 103,17 | 105,75 | 105,75 | | | | | | |
| Mirabaud Icatu Prev | 1,21 | 14,61 | 14,61 | 21.513 | 14.043 | 1,60 | 37,4 | CDI+0,98 | 22/08/2024 |
| % CDI | 99,27 | 102,08 | 102,08 | | | | | | |
| Mirabaud Deb Inc | 0,66 | 8,82 | - | 35.013 | 24.600 | 2,97 | 36,8 | IMA-B5+7,95 | 05/02/2025 |
| Dif IMA-B5 | -0,29 | -0,83 | - | | | | | | |

* Representado por Títulos Públicos

** Desde o início

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. 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. Este documento não leva em conta objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer pessoa física ou jurídica individualmente considerada. Antes de contratar qualquer produto, confira sempre se é adequado ao seu perfil. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Para mais informações, acesse a lâmina e o regulamento no site do administrador. Os fundos de crédito privado estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. Não há garantia de que o fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Para avaliação da performance de um fundo de investimentos é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC.

