

# CARTA MENSAL

## MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



**Guilherme Barbosa**  
Estrategista Mirabaud  
Internacional

---

### INTERNACIONAL

#### **“ET TU, BRUTE? ENTÃO, QUE MORRA CÉSAR.”**

*Shakespeare, W. (1599). Julius Caesar (Ato 3, cena 1)*

Março sempre foi mais do que apenas um mês. Batizado em homenagem a Marte, o deus romano da guerra, ele marcou o início da temporada de campanhas militares - o momento em que a ordem deu lugar à ambição e a ambição ao império. Na Roma antiga, março sinalizava não a renovação, mas a prontidão: para o conflito, para a transição, para o imprevisível.

Nenhum março foi mais importante do que os Idos de Março de 44 a.C., quando Júlio César foi assassinado. Sua morte, encenada como uma defesa da República, deu início

a uma violenta luta pelo poder à qual a República não sobreviveu. Em meio a uma guerra civil, instituições em colapso e desvalorização monetária, o ouro se reafirmou como a principal reserva de valor. A moeda de prata de Roma, o denário, perdeu força quando os imperadores cortaram as moedas e inflacionaram a oferta, mas as moedas de ouro aurei mantiveram seu valor. Elas financiaram exércitos, garantiram lealdades e protegeram a riqueza quando a confiança na governança desapareceu. Esse padrão não terminou com Roma.

No padrão-ouro clássico (década de 1870 - Primeira Guerra Mundial), o ouro era a base das moedas globais. Os bancos centrais mantinham reservas, e a conversibilidade era sagrada. Essa disciplina impôs restrições à libertinagem fiscal até que a mesma não pudesse mais ser praticada. O trauma da Primeira Guerra Mundial e a falta de vontade política de ajustar as moedas por meio da deflação acabaram por quebrar o sistema. O ouro continuou sendo a referência, o recurso, a verdade final. Mesmo após o fim da conversibilidade, a confiança ainda era precificada em onças.

Então veio a Alemanha de Weimar. No início da década de 1920, sobrecarregado por reparações e instabilidade interna, o Reichsbank imprimiu dinheiro para cobrir o déficit fiscal. A inflação acelerou e chegou à hiperinflação. Em 1923, o papiermark entrou em colapso e o papel usado como moeda passou a valer mais do que a própria nota. Um quilo de pão custava bilhões e a moeda era varrida das ruas como lixo. Sobreviveram aqueles que possuíam ouro, moeda estrangeira ou ativos tangíveis. Não se tratava apenas de preservação da riqueza, mas de

sobrevivência econômica. Após o colapso, foi introduzido o Rentenmark, parcialmente respaldado por terras e hipotecas, mas a plena confiança só foi restaurada quando o Reichsbank converteu o marco em ouro. A confiança retornou não por meio de promessas, mas por meio do metal. Nossos leitores latino-americanos certamente estão sentindo um pouco de déjà-vu.

E agora, março de 2025 traz sua própria mensagem. Depois de um início de ano forte, o primeiro trimestre terminou em turbulência. Em março, o S&P 500 caiu 5,6%, seu pior mês desde 2022. As Magnificent 7 acumularam juntas desvalorização de 16,0% no trimestre. O gatilho? Uma combinação de mudanças de política e realização de lucros. O novo governo dos EUA impôs tarifas abrangentes de 25% sobre o Canadá, México, China, aço e alumínio, evocando lembranças de guerras comerciais do passado. Simultaneamente, o lançamento surpreendente do modelo de IA da DeepSeek levantou questões existenciais sobre as avaliações tecnológicas, enquanto os lucros da Nvidia "decepcionaram", pois foram

**« DA ROMA ANTIGA À REPÚBLICA DE WEIMAR, (...) DOS COFRES DOS BANCOS CENTRAIS AOS COFRES PARTICULARES, O OURO SEMPRE REFLETIU O QUE OS MERCADOS NEM SEMPRE DIZEM EM VOZ ALTA: QUE A CRENÇA É FRÁGIL E OS SISTEMAS SÃO MORTAIS.»**

apenas ligeiramente melhores do que o esperado, em oposição ao recente "muito melhor do que o esperado".

Confiança do mercado quebrada. A tabela abaixo mostra o desempenho dos principais índices e moedas.

#### RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS:

	Mar.	Mar. \$	2025	2025 \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$
S&P 500	-5.63		-4.3		25.0		26.3		-18.1		28.7	28.7
Stoxx 50	-3.80	0.04	7.7	12.5	11.9	0.0	23.2	27.3	-8.5	-14.0	24.1	15.6
MSCI EM	0.64		3.0		8.0		10.1		-19.9		-2.3	
Brazil Bovespa	6.08	9.09	8.3	16.9	-10.4	0.0	22.3	33.1	4.7	10.1	-11.9	-18.1
Euro	4.25		4.5		-6.2		3.1		-5.8		-6.9	
US Dollar Index	-3.16		-3.9		7.1		-2.1		8.2		6.4	
Gold Spot	9.30		19.0		27.2		13.1		-0.3		-3.6	
Brazilian Real	3.18		8.2		-21.4		8.9		5.4		-6.8	
Global Agg. Bond	0.62		2.6		-1.7		5.7		-16.2		-4.7	
Latam Bonds	-0.33		2.3		10.5		11.1		-13.2		-2.5	
Global High Yield	-0.32		1.8		9.2		14.0		-12.7		1.0	
US T Bills	0.34		1.0		5.3		5.1		1.3		0.0	
Brazil CDI	0.96	4.12	3.0	11.4	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4	4.4	-2.7

Enquanto isso, as expectativas de inflação subiram para os níveis pós-Covid e a perspectiva de inflação de cinco anos da Universidade de Michigan saltou para 4,1%, um nível nunca visto desde meus tempos de faculdade em 1993. O Fed fez uma pausa nos aumentos, mas anunciou uma desaceleração no aperto quantitativo, reduzindo o limite de resgate mensal de títulos do Tesouro de US\$ 25 bilhões para US\$ 5 bilhões a partir de 1º de abril. O Banco Central Europeu foi na direção oposta, realizando cortes nas taxas em janeiro e novamente em março. A divergência de políticas se ampliou. O sentimento azedou.

Os mercados de títulos foram igualmente turbulentos. Os rendimentos alemães subiram devido a um pacote de

estímulo fiscal pós-eleitoral e a um fundo de infraestrutura de 500 bilhões de euros, enquanto os títulos de 10 anos dos EUA ultrapassaram brevemente os 4,20%. As curvas se inclinaram e o dólar caiu. Os investidores, sem saber se deveriam esperar uma redeflação ou uma estagflação, transferiram capital para o que podiam confiar. E, mais uma vez, o ouro fez discretamente o que sempre faz.

O ouro subiu 19,0% no primeiro trimestre, atingindo um recorde de US\$ 3.124/onça, seu desempenho trimestral mais forte desde 1986. Esse movimento não foi impulsionado por um único fator, mas sim por uma resposta à policrise. Uma combinação de fragmentação do comércio, temores de estagflação,

dúvidas sobre a qualidade dos lucros e erosão da credibilidade das políticas se combinaram em algo simples: medo.

Já vimos o ouro reagir dessa forma antes e com frequência em março:

Em março de 2003, com o início da Guerra do Iraque, o ouro subiu mais de 20% no ano seguinte.

Em março de 2011, em meio à Primavera Árabe, ele subiu mais de 30% em seis meses.

Em março de 2014, o ouro subiu brevemente para US\$ 1.382 durante a anexação da Crimeia pela Rússia, antes de recuar, pois as reações geopolíticas se mostraram contidas.

Em março de 2020, durante o pânico da COVID, o ouro subiu de US\$ 1.670 para US\$ 2.008 em agosto, um ganho de mais de 20% em apenas cinco meses.

Em março de 2022, quando a Rússia intensificou sua invasão à Ucrânia, o ouro ultrapassou US\$ 2.050/onça, subindo 7% em relação ao fechamento de fevereiro em poucos dias.

Agora, em março de 2025, o ouro subiu novamente, não porque os mercados temem um

aumento das taxas, mas porque temem um mundo fora de controle.

É importante ressaltar que não são apenas as pessoas físicas que buscam segurança no ouro. Os bancos centrais de todo o mundo estão acumulando reservas de ouro no ritmo mais rápido em décadas, principalmente nos mercados emergentes. Para eles, o ouro não é apenas uma proteção contra a inflação ou o risco geopolítico, mas um ativo estratégico imune a sanções, classificações de crédito e política. Quando a arquitetura do sistema monetário internacional começa a apresentar rachaduras, o ouro se torna a pedra angular silenciosa dos portfólios soberanos.

No nível do investidor, o poder do ouro não está na ação do preço, mas na psicologia. Quando as narrativas sobre ações são interrompidas, quando a inflação não é "transitória", quando as instituições globais parecem reativas em vez de proativas, o ouro proporciona clareza. Ele é uma ferramenta para expressar dúvidas, uma proteção contra a fragilidade monetária e uma ponte entre mudanças de regime.

O ouro não gera rendimento. Não é composto. Não causa disrupção. Algumas pessoas dizem que ele não faz nada. Mas ele perdura, não apesar desses fatos, mas por causa deles. Da Roma antiga à República de Weimar, devastada pela inflação, dos cofres dos bancos centrais aos cofres particulares, o ouro sempre refletiu o que os mercados nem sempre dizem em voz alta: que a crença é frágil e os sistemas são mortais.

O mês de março nos lembra, mais uma vez, que os impérios, assim como os mercados, se erguem com base na confiança e caem com o exagero. E nesse momento entre os dois, o ouro fala e o faz em alto e bom som.

Em termos de alocação, nossas carteiras seguem com posição em ouro, embora ele não faça parte de nosso benchmark, portanto, estamos fazendo uma aposta ativa quando possuímos ouro em nossos portfólios. Considerando o texto deste mês, continuaremos com nossa posição em ouro. Reduzimos ainda mais nossa alocação em ações, pois a incerteza aumentou nos mercados. Começamos abril ligeiramente underweight em ações e aumentamos nossa alocação em caixa e títulos públicos.

Nosso posicionamento mais defensivo se deve a uma maior probabilidade de um cenário de estagflação, já que as expectativas de inflação aumentaram e as expectativas de crescimento caíram.



**Eric Hatisuka**

Estrategista Mirabaud Brasil

## BRASIL

### A IMPORTÂNCIA DO SORRISO DO DÓLAR PARA O BRASIL

Benjamin Franklin, um dos chamados Pais Fundadores (“*Founding Fathers*”) dos Estados Unidos, não está sorrindo na efígie que ilustra a nota de cem dólares. Decerto há um leve esgar, mas que não pode ser comparado ao enigmático sorriso da Monalisa, para ficar no exemplo mais conhecido dos sorrisos oblíquos.

Se George Washington, Andrew Jackson e as outras efígies das cédulas de dólar também não estão a sorrir, que história é essa do sorriso do dólar?

A teoria do sorriso do dólar (“*dollar smile*”), criada pelos economistas Stephen Jen e Faith Yilmaz no início do século corrente, é um conceito que busca explicar o comportamento desta que é a moeda-reserva mais importante do mundo, nos diferentes momentos do ciclo econômico.

Em termos simples, o dólar se valoriza toda vez que a economia americana está se expandindo vigorosamente, devido às oportunidades de lucro presentes nos Estados Unidos em períodos de

crescimento, atraindo o fluxo de capital global; mas também toda vez que algum evento financeiro causa o aumento da aversão a risco, uma vez que o dólar também exerce o papel de ‘porto seguro’ para o capital global em tempos de crise.

Por outro lado, o dólar tende a se desvalorizar quando a economia americana se desacelera suavemente, no (relativamente raro) fenômeno conhecido no mercado pelo nome popular de “*soft landing*” ou pouso suave.

Em resumo, nas extremidades do ciclo econômico, crescimento acelerado ou recessão forte, o dólar se valorizaria; enquanto em seu interregno benigno, desaceleração suave da economia americana, o dólar se desvalorizaria.

O seguinte gráfico que resume essa dinâmica se assemelha a um sorriso, daí o nome *dollar smile*.

**« (...) AUMENTO DO RISCO DE RECESSÃO E DEFLAÇÃO, MAS SEM UMA CRISE FINANCEIRA IMINENTE – EXATAMENTE O CENÁRIO DE INTERREGNO BENIGNO PREVISTO DENTRO DO MODELO DO DOLLAR SMILE.»**



A teoria do *dollar smile* ajuda a explicar com precisão o momento que vivemos hoje nos mercados brasileiros.

Desde o fim de 2024, o valor do Dólar medido contra o Real caiu cerca de 7,6%, vindo de R\$ 6,1774 em 31/12/24 para R\$ 5,7057 no fechamento de março. Quando medido contra o Euro e o Yen, o Dólar também caiu 4,3% e 4,6%, respectivamente, o que confirma o caráter universal da desvalorização da moeda norte-americana até agora.

O interessante é que esse período coincide justamente com o início do exercício do segundo mandato do presidente americano Donald Trump, que tomou posse em 20 de janeiro e imediatamente deflagrou sua política comercial protecionista em toda a plenitude.

Ou seja, exatamente quando era esperada a valorização do dólar, uma vez que o aumento dos preços dos produtos importados deveria causar o aumento da inflação e, por conseguinte, dos juros nos Estados Unidos, ocorre o inverso.

A maior diferença em relação ao Trade War 1 de Trump, ocorrida entre 2017 e 2021, é que desta vez houve uma rápida escalada da retórica política nos parceiros comerciais envolvidos, levando a retaliações comerciais enérgicas e rápidas, cujo maior risco seria causar a fragmentação comercial mundial e queda nas taxas de crescimento globais.

Neste caso, ao invés de vermos o aumento da inflação americana, veríamos o inverso: desaceleração sincronizada das economias industrializadas da OCDE + China, com aumento do risco de recessão e deflação, mas sem uma crise financeira iminente – exatamente o cenário de interregno benigno previsto dentro do modelo do dollar smile.

### **Ceci n'est pas une pipe**

Em 1929, o artista belga René Magritte fez uma obra provocadora, chamada A Traição das Imagens (Isto não é um cachimbo), em que questiona a relação entre um objeto e sua imagem, bem como a ideia de que a imagem seja a própria realidade do objeto (abaixo).



Assim como a vida imita a arte, é perigoso tomar a imagem da queda da cotação do Dólar contra Real como se fosse a expressão da realidade de que a política econômica brasileira tenha voltado aos trilhos do caminho virtuoso.

Pelo contrário, as medidas implementadas pelo governo até agora têm o objetivo único (e populista) de melhorar os índices de aprovação do governo de turno, às custas da continuidade da deterioração das contas públicas e do superaquecimento da economia, com riscos óbvios para a inflação.

Medidas como liberação do FGTS, implementação do consignado CLT, aumento da faixa máxima do Minha Casa Minha Vida, aumento da faixa mínima da isenção do imposto de renda, entre outras, vão causar mais desequilíbrio nas contas públicas e mais impulso de demanda na economia, com riscos severos de desancoragem das expectativas inflacionárias, no âmbito do regime de metas.

É importante ter em mente que o comportamento recente do dólar reflete fundamentos econômicos bem maiores do que a própria economia brasileira e que tomar a queda da cotação da moeda-reserva como sinal de aprovação pelos mercados de uma política econômica que cria desequilíbrios e custos futuros é, no mínimo, um devaneio perigoso. Ou uma expressão de arte surrealista, mas cujos custos não serão nada abstratos.

## MERCADOS

Renda Fixa		31/03/25	MTD	3M	YTD
CDI	-	88,53	0,96%	3,08%	2,98%
IMA-B	-	9.998,79	1,84%	3,03%	3,45%
IMA-B 5	-	9.825,89	0,55%	3,05%	3,11%
IMA-B 5+	-	10.995,86	2,83%	2,99%	3,70%
IRF-M	-	19.123,23	1,39%	4,50%	4,63%
IMA-S	-	7.319,90	0,96%	3,18%	3,09%
Índices Globais	País	31/03/25	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	130.259,54	6,08%	8,31%	8,29%
Dow Jones	USD	42.001,76	(4,20%)	(2,30%)	(1,28%)
S&P 500	USD	5.611,85	(5,75%)	(6,01%)	(4,59%)
NASDAQ	USD	19.278,45	(7,69%)	(10,22%)	(8,25%)
Euro Stoxx 50	EUR	5.248,39	(3,94%)	7,13%	7,20%
FTSE 100	GBP	8.582,81	(2,58%)	5,31%	5,01%
MSCI Emerging	EM	43,70	1,13%	3,31%	4,50%
MSCI World	World	3.628,64	(4,64%)	(3,37%)	(2,14%)
Moedas	País	31/03/25	MTD	3M	YTD
Dólar/Real	USD	5,71	3,04%	7,86%	7,64%
Euro	EUR	1,08	4,25%	3,74%	4,46%
Franco Suíço	CHF	0,88	2,13%	2,01%	2,61%
Libra Esterlina	GBP	1,29	2,71%	2,70%	3,21%
Bitcoin	BTC	82.421,29	(2,13%)	(12,69%)	(12,05%)
Hedge Funds	País	31/03/25	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	5.357,46	(0,07%)	1,02%	0,92%

# 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.

