

# CARTA MENSAL

## MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



**Guilherme Barbosa**  
Estrategista Mirabaud  
Internacional

### INTERNACIONAL

#### ***"NOTHING IMPORTANT HAPPENED TODAY."***

Diário de Sua Majestade o Rei George III, 4 de julho de 1776

Permita-nos levá-lo de volta no tempo. A data é 4 de julho de 1776, e o cenário é Londres - o coração pulsante de um império que se estende por continentes. A cidade vibra com o ritmo familiar do poder: as rodas das carruagens fazem barulho nos paralelepípedos, os comerciantes abrem suas barracas ao longo do Tâmis e os oficiais da corte se movimentam pelos corredores do Palácio de St. James, preocupados com o protocolo, a tributação e o comércio.

O ar do verão é quente e calmo, do tipo que amolece o papel e atenua as bordas

afiadas da urgência. Atrás de grossas paredes de pedra, em uma câmara de teto alto iluminada pela luz pálida de uma tarde nublada, o Rei George III está sentado em sua escrivaninha. Seu império é vasto - a Índia a leste, o Caribe ao sul e as colônias americanas a oeste -, mas os assuntos de Estado parecem rotineiros. Petições são analisadas. As ordens são assinadas. A máquina da monarquia continua funcionando.

Então, com um movimento de sua pena, o rei registra sua reflexão diária. Uma frase simples. Despretensiosa. Quase de improviso:

“Não aconteceu nada de importante hoje.”

Embora provavelmente apócrifa, a frase passou a ser lendária - não porque tenha sido verificada, mas porque é verdadeira em seu espírito.

Naquele mesmo dia, do outro lado do Atlântico, na Filadélfia, um grupo de homens - comerciantes, fazendeiros, advogados - reuniu-se num salão modesto para assinar um documento que daria início a uma revolução. A Declaração de Independência não foi um evento dramático no momento. Não houve rajadas de canhão ou multidões agitadas. Apenas tinta sobre pergaminho e mãos trêmulas. O mundo não mudou com um estrondo, mas mudou mesmo assim.

E assim, a frase permanece:

“Não aconteceu nada de importante hoje.”

Porque, às vezes, os momentos mais decisivos passam sem espetáculo. A história nem sempre chega com alarde. Às

vezes, ela chega silenciosamente - disfarçada de rotina, enterrada no cotidiano.

Somente em retrospectiva é que vemos claramente: as mudanças mais importantes geralmente são invisíveis quando acontecem. O que parece ser apenas mais um dia pode, com o tempo, revelar-se o início de tudo. Quase 250 anos depois, essa mesma ironia silenciosa ecoou durante o segundo trimestre de 2025.

Ao analisar as manchetes sobre o desempenho dos ativos, você pode pensar que o mundo financeiro teve alguns meses tranquilos e até mesmo comemorativos. O S&P 500 subiu 10,9% no trimestre, atingindo novos máximos históricos. As ações globais avançaram, os títulos soberanos se mantiveram estáveis, o euro se fortaleceu e as criptomoedas registraram ganhos impressionantes. Para o observador casual, o segundo trimestre pode ter parecido a continuação de um mercado em alta resiliente.

## RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS:

|                 | Jun   | Jun\$ | 2025  | 2025\$ | 2024  | 2024\$ | 2023 | 2023\$ | 2022  | 2022\$ | 2021  | 2021\$ |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|------|--------|-------|--------|-------|--------|
| S&P 500         | 5.08  |       | 6.20  |        | 25.0  |        | 26.3 |        | -18.1 |        | 28.7  | 28.7   |
| Stoxx 50        | -1.10 | 2.50  | 11.07 | 26.25  | 11.9  | 4.7    | 23.2 | 27.3   | -8.5  | -14.0  | 24.1  | 15.6   |
| MSCI EM         | 6.12  |       | 15.52 |        | 8.0   |        | 10.1 |        | -19.9 |        | -2.3  |        |
| Brazil Bovespa  | 1.33  | 6.47  | 15.44 | 31.21  | -10.4 | -29.6  | 22.3 | 33.1   | 4.7   | 10.1   | -11.9 | -18.1  |
| Euro            | 3.88  |       | 13.84 |        | -6.2  |        | 3.1  |        | -5.8  |        | -6.9  |        |
| US Dollar Index | -2.47 |       | -10.7 |        | 7.1   |        | -2.1 |        | 8.2   |        | 6.4   |        |
| Gold Spot       | 0.42  |       | 25.86 |        | 27.2  |        | 13.1 |        | -0.3  |        | -3.6  |        |
| Brazilian Real  | 5.38  |       | 13.64 |        | -21.4 |        | 8.9  |        | 5.4   |        | -6.8  |        |
| Global Agg.     | 1.89  |       | 7.27  |        | -1.7  |        | 5.7  |        | -16.2 |        | -4.7  |        |
| Latam Bonds     | 2.43  |       | 6.00  |        | 10.5  |        | 11.1 |        | -13.2 |        | -2.5  |        |
| Global HY       | 2.31  |       | 6.83  |        | 9.2   |        | 14.0 |        | -12.7 |        | 1.0   |        |
| US T Bills      | 0.35  |       | 2.10  |        | 5.3   |        | 5.1  |        | 1.3   |        | 0.0   |        |
| Brazil CDI      | 1.10  | 5.54  | 6.41  | 20.45  | 10.9  | -12.9  | 13.0 | 24.8   | 12.4  | 18.4   | 4.4   | -2.7   |

Não aconteceu nada este mês.  
Não aconteceu nada este trimestre.

Ou assim pode ter parecido, mas essa seria uma leitura superficial.

Sob a superfície, o segundo trimestre não foi nada calmo. Ele começou com um anúncio de tarifas "recíprocas" dos EUA que abalou o mercado, provocando a quinta maior queda de dois dias no S&P 500 desde a Segunda Guerra Mundial. Os rendimentos dos títulos do Tesouro de longo prazo dispararam. O preço do petróleo saltou em junho após os ataques israelenses às instalações nucleares iranianas. As tensões geopolíticas aumentaram e as ansiedades fiscais dos EUA se aprofundaram com um rebaixamento da classificação de crédito e um novo debate sobre a reforma

tributária. Enquanto isso, o dólar americano, um pilar de longa data das finanças globais, teve seu pior desempenho no primeiro semestre desde 1973 - uma mudança que muitos não perceberam.

E, ainda assim, os mercados encontraram uma maneira de superar o caos.

As ameaças tarifárias foram adiadas ou suavizadas. Foram negociados cessar-fogos. Os dados econômicos - especialmente nos EUA e na Europa - permaneceram notavelmente resilientes e a inflação até surpreendeu pelo lado negativo. O otimismo voltou, a volatilidade diminuiu e os preços dos ativos subiram.

**«ASSIM COMO NÃO  
TOMAR NENHUMA  
ATITUDE, AGIR  
PRECIPITADAMENTE  
EM TEMPOS DE  
INCERTEZA PODE  
SIGNIFICAR  
INTERPRETAR MAL  
JUSTAMENTE AS  
MUDANÇAS QUE  
DEFINEM O  
PRÓXIMO CICLO.»**

Afinal, foi um trimestre de contradições. A volatilidade aumentou, as narrativas mudaram e as bases da política foram abaladas - apenas para serem coroadas por altas recordes e aparente calma.

Assim, quando os investidores analisaram seus relatórios trimestrais - entusiasmados com o desempenho - eles podem ter sido tentados, como o monarca de antigamente, a escrever nas margens:

"Não aconteceu nada de importante hoje."

Mas se a história nos ensina alguma coisa é que as coisas mais importantes geralmente não se anunciam. Elas se desenvolvem lentamente, quase imperceptivelmente, até que o mundo tenha mudado.

Ao entrarmos em julho, com o Dia da Independência logo à frente, os mercados enfrentam um novo teste de resistência. O mês de junho nos lembrou que a volatilidade nem sempre deixa cicatrizes, mas muitas vezes deixa rastros. O trimestre foi rico em contradições: forte desempenho dos ativos na superfície, mas muitos tremores por baixo. Agora, com os principais acontecimentos à frente - desde negociações

comerciais e debates fiscais até recalibrações da política monetária - os investidores devem permanecer atentos não apenas às manchetes, mas ao que está por trás delas.

A história nos dá uma lição. As transformações raramente gritam. Elas chegam silenciosamente, ocultas pelas rotinas do dia a dia e pelo barulho do curto prazo. Descartar os primeiros sinais simplesmente porque eles não são dramáticos é um risco em si. O dia 4 de julho não foi o fim do Império Britânico, mas foi o começo do fim. Aqueles que não conseguiram perceber esse fato pagaram o preço, primeiro lentamente e depois de uma só vez.

Assim como o dia 4 de julho de 1776 não pareceu um ponto de virada em Londres, os mercados atuais podem nos levar a uma falsa sensação de continuidade semelhante.

Veja a erosão gradual da posição global do dólar americano. Isso não foi notícia de primeira página, como as altas das ações ou os movimentos dos bancos centrais, mas suas consequências são profundas. Um dólar mais fraco afeta as balanças comerciais, os fluxos

de capital e a dinâmica do portfólio de longo prazo. Isso é mais do que uma flutuação - pode marcar os estágios iniciais de uma reavaliação estrutural da confiança na liderança fiscal e geopolítica dos EUA.

Antecipando-se a essa mudança, o Comitê de Investimentos reduziu a exposição ao dólar americano em todos os portfólios. Não se trata de uma reação instintiva, mas de um ajuste estratégico - um reconhecimento de que as tendências cambiais, quando baseadas em fundamentos macroeconômicos e na direção das políticas, podem remodelar o cenário de investimentos ao longo do tempo.

Assim como não tomar nenhuma atitude, agir precipitadamente em tempos de incerteza pode significar interpretar mal justamente as mudanças que definem o próximo ciclo. Permanecer vigilante e bem diversificado durante esses períodos não é complacência - é convicção. É a disciplina para permanecer comprometido quando o futuro parece obscuro e a confiança para reconhecer que o que parece tranquilo hoje pode se transformar amanhã.

Assim, para o investidor paciente, o que parece ser "não aconteceu nada de importante hoje", pode, com o tempo, revelar-se como o momento em que tudo começou a mudar silenciosamente.

**Eric Hatisuka**

Estrategista Mirabaud Brasil

**BRASIL****“SE VOCÊ NÃO MUDAR DE DIREÇÃO, PODE ACABAR AONDE ESTÁ INDO”**

Lao Tzu, filósofo chinês

Existe um conceito importante em economia e ciências sociais conhecido como Dependência do Caminho (ou “Path Dependence”, no original em inglês). Em termos simples, podemos dizer que “o desenvolvimento futuro de um sistema é afetado pelo caminho que ele traçou no passado” (G.M. Hodgson, 1993).

Apesar da definição acima parecer uma obviedade ou truísmo, o conceito de Dependência do Caminho explica muito sobre o mundo que conhecemos hoje, desde a adoção do teclado padrão QWERTY, por exemplo, até o porquê do sentido de circulação do tráfego ser diferente entre os países (posição do motorista à direita ou à esquerda do carro).

Em ambos os casos acima, a realidade ou padrão prevalecente não exatamente foi o melhor ou mais eficiente, mas isso não o impediu de se tornar dominante sobre as alternativas possíveis, por razões muitas vezes fortuitas, que só

podem ser explicadas a posteriori.

De forma semelhante, a predominância do Dólar como moeda transacional internacional e moeda reserva de valor é fortemente explicada como uma consequência direta dos acordos econômicos firmados no pós-guerra, com o acordo de Bretton-Woods (1944) e o Plano Marshall (1948) como pedras angulares.

Embora a solução mais lógica fosse que as transações de comércio exterior fossem liquidadas na moeda de algum dos parceiros comerciais, ou mesmo em qualquer outra moeda internacional de importância, a preferência pelo Dólar se impôs naturalmente.

Entretanto, estudando a história, podemos ver que houve eventos graves que poderiam ter danificado seriamente a credibilidade do Dólar enquanto moeda-reserva. Eventos como a quebra unilateral do padrão-ouro pelos Estados Unidos (1971), a grande

inflação americana da década de 70 e a Crise do Subprime de 2008 poderiam ter alterado dramaticamente o curso desta história – mas não o fizeram.

Será que agora será diferente?  
E quais podem ser as consequências para o Brasil?

**“Você sempre pode contar que os americanos vão fazer a coisa certa - depois de terem tentado todo o resto” (Winston Churchill)**

Na verdade, todos os eventos nomeados acima foram causadores de baixas históricas na cotação do Dólar versus as principais moedas de status internacional, além do próprio ouro; e, tivesse havido alguma alteração crítica no status do Dólar como moeda global, a explicação seria 100% auto-evidente em todos estes casos.

A ruptura da paridade com o ouro, por exemplo, gerou uma corrida contra o Dólar a favor do próprio ouro e das outras moedas globalmente importantes, como o Yen Japonês, o Marco Alemão, a Libra Esterlina, o Franco Francês e o Franco Suíço, para ficarmos apenas nas economias industriais mais representativas à época.

Expresso em termos da cesta conhecida como DXY, representada majoritariamente pelas moedas supracitadas, a mínima alcançada no período imediatamente após a ruptura do padrão-ouro foi de 92,91, registrado em julho de 1973. Uma queda de quase 25% em relação ao período pré-saída do padrão-ouro de Bretton-Woods.

Da mesma maneira, a mínima do Dólar, expresso em termos da cesta DXY, ao final do ciclo da grande inflação americana da década de 70 foi de 83,07, atingida em outubro de 1978, caindo mais 10% em relação à mínima anterior, citada acima.

Posteriormente, na Crise do Subprime, o Dólar caiu até o valor de 71,80 em termos da cesta DXY, valor alcançado em março de 2008 (nota: àquela altura, a cesta DXY já não mais continha o Marco Alemão e o Franco Francês, que foram devidamente convertidos para Euro, a partir de 2002). Este valor representou uma queda de quase 40% (!) no valor do Dólar na cesta do DXY, quando comparado com o valor da máxima imediatamente anterior, de 118,62, atingida em março de 2002.

**«A DISCUSSÃO QUE IMPORTA É SE O DÓLAR ESTÁ PASSANDO POR MAIS UMA FASE DO SEU CICLO DE ALTAS E BAIXAS (...) OU SE O DÓLAR ESTÁ NA PRIMEIRA FASE DE UM MOVIMENTO MAIOR DE PERDA DE CREDIBILIDADE E POTENCIAL QUEDA DA HEGEMONIA ECONÔMICA AMERICANA.»**

Apenas para comparação, é possível ver no gráfico histórico abaixo que a queda atual do Dólar o levou, em termos da cesta DXY, à cotação de 96,88, alcançada ao final de junho de

2025; valor que, convenhamos, causa bem menos comoção do que os registrados nos episódios passados.



Churchill, à época da WWII, cunhou a frase do subtítulo acima sobre a capacidade dos Estados Unidos de corrigir sua rota e, de fato, quando analisamos os eventos acima e a ausência de impacto mais duradouro sobre a condição de moeda-reserva do Dólar, vemos que houve correções importantes que alteraram o que poderia ser, a priori, um destino inevitável.

A saída da paridade com o ouro e a inflação que decorreu disso (e das 2 crises do petróleo que o sucederam), durante a década de 70, foi debelada a duras penas pelo Presidente do FED, Paul Volcker, por meio de taxas de juros básicas que

chegaram a alcançar impressionantes 19% ao ano em junho de 1981, algo completamente inimaginável no panorama econômico dos Estados Unidos de hoje.

Já, no caso da Crise do Subprime e década de baixo crescimento que a sucedeu, o Presidente do FED, Ben Bernanke, tomou medidas também drásticas (além de heterodoxas, como o famigerado "Quantitative Easing") para fazer frente a uma crise que havia dizimado boa parte do alicerce de capital do sistema financeiro americano.



Tais casos marcaram situações em que foram necessárias ações enérgicas, inusuais e criativas, para evitar um colapso de credibilidade e de capital que poderia rapidamente solapar a confiança na moeda americana.

A novidade do ciclo atual é o componente político do Trumponomics, com o "Liberation Day" e o "One Big Beautiful Act", respectivamente a política comercial (que visa reduzir o déficit comercial) e a política fiscal (que deve aumentar o déficit fiscal) de Trump.

O componente político adiciona bastante ruído a uma dimensão econômica que já não é trivial, pois se tanto reduzir o comércio via a implantação de tarifas de importação, quanto aumentar o déficit fiscal em uma administração que já se inicia bastante deficitária, não são de simples análise se fossem implementadas sozinhas, imagine-se com a implementação em conjunto?

A discussão que importa é se o Dólar está passando por mais uma fase do seu ciclo de altas e baixas, uma vez que seu valor nominal absoluto ainda não é tema para pânico, ou se o Dólar está na primeira fase de um

movimento maior de perda de credibilidade e potencial queda da hegemonia econômica americana.

No primeiro caso, a análise passa pelo Dollar Smile, que fizemos na Carta Mensal de março e, apesar do momento peculiar, tratar-se-ia de apenas mais uma acomodação entre preços relativos.

No segundo caso, a análise passa pela perda do Privilégio Exorbitante do Dólar, nome dado pelo ex-ministro das finanças francês, Valéry Giscard d'Estaing, na década de 60, ao que hoje chamamos de Excepcionalismo Americano.

As implicações para a perda do status de moeda-reserva do Dólar são tão vastas quanto profundas, principalmente pelo fato de que não há hoje no mundo uma moeda que possa substituir o Dólar nesta função.

Apenas para citar um efeito imediato importante, caso o Dólar deixe de ser uma moeda-reserva e moeda de proteção por excelência e, portanto, passe a sofrer baixas em momentos de crises e choques, o FED perde bastante da sua capacidade de implementar políticas anticíclicas, como o já citado Quantitative Easing (QE).

Nas operações de QE, o FED compra títulos do Governo Americano em poder dos bancos e os troca por moeda recém-emitida para este fim, causando aumento da base monetária, aumento da velocidade de circulação da moeda e, em última instância, da própria inflação.

Tal operação só é possível com o Dólar se valorizando em momentos de crise, pois caso ocorra o inverso e o Dólar caia, como uma moeda comum, o FED, ao realizar o QE, vai acabar causando fuga de capitais dos EUA, desvalorização cambial e forte aumento na inflação, requerendo alta de juros e anulando todo o efeito do aumento de liquidez que se pretendeu originalmente.

Ainda não está claro o caminho que a história seguirá, e a maior probabilidade ainda é de que o sistema político americano, com seus pesos e contrapesos, possa evitar uma alteração de direção que leve à derrocada dos Estados Unidos; entretanto, não podemos negar que os eventos políticos recentes, caso persistam, têm potencial real de afetar o uso do Dólar como moeda-reserva e ativo de proteção, no futuro.

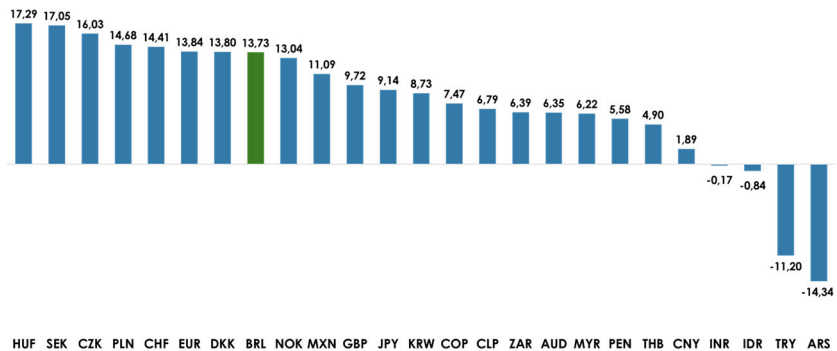
### **Impactos para o Brasil**

O Brasil hoje, com uma economia que representa menos de 2% do PIB mundial e corrente comercial relativamente baixa, é uma economia bastante fechada e, portanto, pouco exposta aos ciclos econômicos do comércio internacional.

Por outro lado, pelo canal financeiro, a comunicação é bastante evidente e o Real, assim como quase todas as moedas mundiais, foi bastante beneficiado pela queda do Dólar neste ano.

Conforme podemos ver no gráfico a seguir, o Real foi uma das moedas que mais se valorizou neste ano, com quase 15% de alta até junho. Tais ganhos cambiais tendem a se refletir internamente na queda dos preços dos produtos importados, com especial destaque, como sempre, para o preço do petróleo, contribuindo positivamente no controle da inflação doméstica.

## Variação acumulada contra o dólar até Jun-25



Embora o Governo Brasileiro esteja incorrendo em uma política fiscal que exaure a margem de manobra do orçamentária do Estado, o momento não está particularmente ruim, pois o crescimento econômico dos últimos 3 anos trouxe ganhos de arrecadação fiscal que ajudaram a gerar um resultado fiscal primário equilibrado nestes últimos 12 meses.

Por conta destas questões conjunturais, a tendência é que o Brasil se beneficie da desvalorização do Dólar, por meio da queda na percepção do risco país.

Entretanto, a valorização do Real e a queda na percepção de risco do Brasil tendem a esconder o principal problema de gestão da máquina pública brasileira: o excesso de indexações e vinculações orçamentárias obrigatórias que

amarram a execução fiscal a uma necessidade eterna de gasto obrigatório crescente.

A melhora na percepção de risco reduz a urgência de reformas que reduzam o tamanho do Estado, aumentem sua eficiência e abram espaço para um novo ciclo de investimento e crescimento em que o setor privado também possa participar.

Metaforicamente falando, o risco da valorização extemporânea do Real é criar a sensação de que o telhado da nossa casa está íntegro e sem goteiras, quando na verdade, apenas parou momentaneamente de chover.

## MERCADOS

| Renda Fixa          |       | 30/06/25   | MTD      | 3M      | YTD    |     |
|---------------------|-------|------------|----------|---------|--------|-----|
| CDI                 | -     | 91,47      | 1,10%    | 3,43%   | 6,41%  |     |
| IMA-B               | -     | 10.515,74  | 1,30%    | 5,49%   | 8,80%  |     |
| IMA-B 5             | -     | 10.105,56  | 0,45%    | 2,95%   | 6,04%  |     |
| IMA-B 5+            | -     | 11.742,77  | 1,86%    | 7,28%   | 10,74% |     |
| IRF-M               | -     | 20.244,97  | 1,78%    | 5,97%   | 10,77% |     |
| IMA-S               | -     | 7.565,23   | 1,11%    | 3,46%   | 6,55%  |     |
| Índices Globais     |       | País       | 30/06/25 | MTD     | 3M     | YTD |
| Ibovespa            | BRL   | 138.854,60 | 1,33%    | 4,29%   | 15,44% |     |
| Dow Jones           | USD   | 44.094,77  | 4,32%    | 4,24%   | 3,64%  |     |
| S&P 500             | USD   | 6.204,95   | 4,96%    | 8,99%   | 5,50%  |     |
| NASDAQ              | USD   | 22.679,01  | 6,27%    | 14,55%  | 7,93%  |     |
| Euro Stoxx 50       | EUR   | 5.303,24   | (1,18%)  | (1,45%) | 8,32%  |     |
| FTSE 100            | GBP   | 8.760,96   | (0,13%)  | 1,09%   | 7,19%  |     |
| MSCI Emerging       | EM    | 48,24      | 7,00%    | 9,21%   | 16,47% |     |
| MSCI World          | World | 4.026,44   | 4,22%    | 8,94%   | 8,59%  |     |
| Moedas              |       | País       | 30/06/25 | MTD     | 3M     | YTD |
| Dólar/Real          | USD   | 5,43       | 5,09%    | 5,46%   | 12,07% |     |
| Euro                | EUR   | 1,18       | 3,88%    | 9,13%   | 13,84% |     |
| Franco Suíço        | CHF   | 0,79       | 3,70%    | 11,17%  | 14,41% |     |
| Libra Esterlina     | GBP   | 1,37       | 2,03%    | 6,05%   | 9,72%  |     |
| Bitcoin             | BTC   | 107.606,61 | 2,88%    | 23,25%  | 14,82% |     |
| Hedge Funds         |       | País       | 30/06/25 | MTD     | 3M     | YTD |
| Ind. de Hedge Funds | BRL   | 5.754,31   | 2,12%    | 7,37%   | 8,39%  |     |



# 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.

