

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Henrique Pimenta, CFA
Investment Advisor
Internacional

INTERNACIONAL

**I GROW IN SILENCE, UNSEEN BY EYES; WHEN I BURST, ALL
SWEAR THEY RECOGNIZED MY RISE.**

Uma bolha é um fenômeno de mercado em que os preços dos ativos sobem rapidamente acima do seu valor intrínseco.

A primeira parte da definição é bastante simples de avaliar: podemos facilmente ver se os preços dos ativos subiram rapidamente ou não – embora possamos discutir o que significa rapidamente, em anos, meses ou semanas.

No entanto, avaliar se um ativo é negociado acima do seu valor intrínseco é uma tarefa mais difícil. É por isso que as bolhas são um fenômeno

normal nos ciclos de mercado: sabemos que elas ocorrem às vezes, mas muito poucos são capazes de identificar quando elas acontecem – e, entre esses poucos, muitos juram que veem uma bolha, quando, na verdade, a bolha acaba por nunca se materializar.

Na história dos mercados financeiros, muitas bolhas foram identificadas (sempre ex post): a Tulip Mania na Holanda (década de 1630), a Bolha Ferroviária no Reino Unido (década de 1840), a Bolha dos Preços dos Ativos Japoneses (década de 1980), a Bolha Dot-Com (década de 1990) e a Bolha Imobiliária nos EUA (2007). A infame Dot-Com é talvez a que mais facilmente poderíamos comparar com os mercados atuais. Como costumam dizer os pessimistas: a história nem sempre se repete, mas muitas vezes rima.

De fato, muitos participantes do mercado estão começando a alertar para uma potencial bolha nos mercados acionistas devido à euforia em torno da IA que estamos testemunhando atualmente. Investidores de varejo buscaram se informar durante o verão, período em que, segundo o Deutsche Bank, as buscas por “bolha de IA” atingiram o pico antes de voltarem a níveis normais. Por enquanto, os investidores parecem manter a hipótese da bolha em mente, mas estão menos interessados em pesquisar na web sobre esse tema.

Neste mês, novamente, as ações registraram alta, com o S&P 500 avançando 2,34%, elevando o desempenho acumulado no ano para cerca de 17,5%. Se compararmos com as mínimas de abril, o resultado é ainda mais impressionante, já que o índice subiu mais de 40% nos últimos sete meses.

Retomando a definição de uma bolha, podemos dizer que a primeira parte se confirma: os preços dos ativos subiram rapidamente. No entanto, podemos realmente dizer que os mercados financeiros estão atualmente em um ambiente de bolha?

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS DESDE 2021:

	Oct.	Oct. \$	2025	2025 \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$
S&P 500	2.34		17.5		25.0		26.3		-18.1		28.7	
Stoxx 50	2.54	0.51	19.1	32.6	11.9	4.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0	24.1	15.6
MSCI EM	4.19		33.6		8.0		10.1		-19.9		-2.3	
Brazil Bovespa	2.26	1.02	24.3	42.7	-10.4	-29.6	22.3	33.1	4.7	10.1	-11.9	-18.1
Euro	-1.68		11.4		-6.2		3.1		-5.8		-6.9	
US Dollar Index	2.08		-8.0		7.1		-2.1		8.2		6.4	
Gold Spot	3.73		52.5		27.2		13.1		-0.3		-3.6	
Brazilian Real	-1.01		14.8		-21.4		8.9		5.4		-6.8	
Bitcoin	-4.55		16.8		120.5		157.0		-64.3		59.8	
Global Agg. Bond	-0.25		7.6		-1.7		5.7		-16.2		-4.7	
Latam Bonds	3.15		12.2		10.5		11.1		-13.2		-2.5	
Global High Yield	0.69		10.4		9.2		14.0		-12.7		1.0	
US T Bills	0.36		3.6		5.3		5.1		1.3		0.0	
Brazil CDI	1.28	0.24	11.8	27.8	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4	4.4	-2.7

A definição menciona o valor intrínseco dos ativos, portanto, devemos falar sobre avaliações. É bastante justo dizer que as avaliações estão acima das médias históricas, especialmente para empresas de tecnologia. O P/E médio de 12 meses do S&P500 está atualmente em torno de 25, enquanto a média dos últimos 15 anos fica em torno de 18,5. Se nos concentrarmos nas cinco maiores empresas, símbolos da euforia da IA nos mercados financeiros, o P/E médio para os próximos 12 meses gira em torno de 29.

Com esses números em mente, podemos considerar objetivamente o mercado como caro. Mas quão caro é um mercado num período de bolha? Em março de 2000, no auge da bolha Dot-Com, as cinco maiores empresas da época eram negociadas a um P/E futuro de 40, ou seja, 38% acima da razão atual. Além disso, o indicador PEG, que leva em conta as expectativas de crescimento, está atualmente na metade do valor observado em março de 2000 para as cinco maiores empresas do S&P 500. Portanto, ainda temos espaço para crescer antes de atingirmos essas avaliações típicas de uma bolha.

« (...) AS BOLHAS SÃO UM FENÔMENO NORMAL NOS CICLOS DE MERCADO: SABEMOS QUE ELAS OCORREM ÀS VEZES, MAS MUITO POUCOS SÃO CAPAZES DE IDENTIFICAR QUANDO ELAS ACONTECEM... »

Historicamente, os mercados em bolha são caracterizados por uma elevada concentração nos índices. Olhando por este ângulo, a situação parece preocupante.

De fato, o valor das cinco principais ações tecnológicas dos EUA é atualmente superior ao valor combinado do Eurostoxx 50, dos mercados acionistas do Reino Unido, Índia, Japão e Canadá, ou seja, 16% do mercado acionário público global.

As 10 principais ações dos EUA representam US\$ 25 trilhões em capitalização de mercado, de um mercado global de US\$ 100 trilhões. No entanto, essas megacapitalizações têm sido, até agora, as grandes vencedoras da revolução da IA, não apenas em termos de preço, mas também em termos de lucros.

As expectativas de crescimento começaram a aumentar em novembro de 2022, com o lançamento do Chat-GPT, que permitiu o início da recuperação, mas os lucros publicados por estas 10 principais empresas acabaram por confirmar estas elevadas expectativas.

A Nvidia, por exemplo, viu o seu preço de mercado aumentar 13 vezes desde 2022, mas os seus lucros, que geralmente surpreendem positivamente, aumentaram 11 vezes ao longo do mesmo período — o aumento do preço parece um pouco justificado deste ponto de vista.

O fato de os lucros terem correspondido às elevadas expectativas que o mercado já tinha em relação à IA marca uma diferença clara em relação à bolha Dot-Com. Naquele período, as expectativas de lucro aumentaram muito rapidamente, mas as empresas acabaram decepcionando quando confrontadas com a realidade de seus resultados.

Nas últimas semanas, grandes empresas de tecnologia, tanto de capital aberto quanto fechado, anunciaram acordos bastante curiosos.

No mercado acionário, algumas companhias têm investido em outras desde que estas comprem produtos das primeiras, o que confere a essas operações um caráter um tanto circular.

Por exemplo, a AMD anunciou que iria alimentar a infraestrutura da Open AI através de uma implantação de 6 gigawatts em troca da emissão de um warrant de até 160 milhões de dólares das suas ações ordinárias. Este tipo de acordo está surgindo porque as empresas estão aumentando as suas despesas de capital (capex) para obter vantagem competitiva.

Os gigantes da tecnologia também começaram a emitir mais dívida para financiar esta corrida pela IA: a Meta acabou de levantar US\$ 30 bilhões em títulos de dívida em 30 de outubro. A empresa de redes sociais também contraiu uma dívida fora do balanço no valor adicional de US\$ 30 bilhões, e não foi a primeira a adotar esse tipo de operação. Isto levanta algumas questões sobre a forma como as empresas tecnológicas financiam as suas despesas de capital relacionadas com a IA.

No caso da Meta, a reação dos investidores foi tranquilizadora: ignoraram a corrida à IA, uma vez que as ações perderam 11% após o anúncio de lucros em linha com as previsões, mas acompanhados de previsões de despesas de capital extremamente elevadas.

É evidente que estas formas de financiar investimentos relacionados com a IA podem não ser vistas com bons olhos, caso se tornem mais generalizadas. No entanto, por enquanto, elas continuam sendo a exceção, e é importante destacar a incrível qualidade dos balanços patrimoniais das 10 principais empresas.

A maioria delas, se não todas, possui enormes quantias de caixa acumuladas pela geração consistente de fluxos de caixa crescentes nos últimos 10 anos. Apesar dos negócios que parecem circulares e da enorme emissão de dívida (às vezes até mesmo fora do balanço da empresa), elas continuam extremamente bem capitalizadas. Não se trata exatamente de uma bolha de tulipas.

Por todas estas razões, acreditamos que os mercados acionistas não estão atualmente numa bolha.

Poderíamos argumentar que alguns setores específicos, como a computação quântica, por exemplo, que ainda geram poucas receitas e estão longe de ser lucrativos, estão sendo negociados puramente com base em expectativas futuras que se assemelham a pura especulação, mas este certamente não é o caso do mercado em geral.

Alguns céticos poderiam dizer que as Sete Magníficas estão caras e que notícias negativas poderiam provocar uma correção, mas seguimos esperando um crescimento nos lucros das empresas de tecnologia, uma vez que elas continuam a investir na corrida pela IA.

É por isso que, neste mês, decidimos manter a sobrealocação em empresas de tecnologia dos EUA e manter o nosso Disruptive Technology basket.

No lado da renda fixa, decidimos aumentar a dívida de mercados emergentes de curto prazo em moeda forte dentro de perfis defensivos. Por fim, conforme mencionado em nosso boletim informativo anterior, decidimos iniciar uma exposição de 1% ao Bitcoin nos perfis mais agressivos.

**Eric Hatisuka**

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

SÍSIFO E A BOLSA DE VALORES BRASILEIRA

Na mitologia grega, Sísifo foi um rei de reconhecida astúcia que, audaciosamente, ousou enganar os deuses em várias ocasiões, tendo inclusive enganado a própria morte por 2 vezes.

Pelo seu atrevimento, Sísifo, ao morrer, foi condenado por Zeus ao castigo eterno de empurrar uma enorme pedra de mármore até o cume de uma montanha, apenas para vê-la rolar montanha abaixo toda vez em que se aproxima de seu topo, sendo obrigado a reiniciar todo o trabalho em um ciclo que se repete indefinidamente.

A história de Sísifo é um tropo arquetípico do trabalho árduo e repetitivo, muitas vezes sem resultados práticos, que experimentamos o tempo todo em nossas vidas cotidianas. É a alegoria sobre lutar por algo e acreditar, para no fim, ver o trabalho perdido e desperdiçado, tendo que recomeçar tudo de novo.

Com a esperança de um Sísifo ao sopé da montanha, os investidores das ações brasileiras

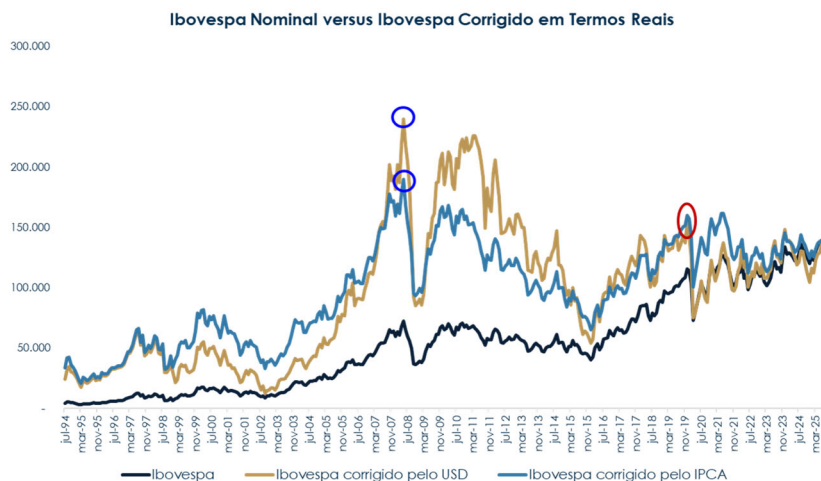
experimentam a redutiva alegria de ver o mercado subir e alcançar novas máximas, em uma antecipação ao ciclo de queda de Selic que, cedo ou tarde, virá.

É compreensível que, frente ao potente rally observado nos mercados de ações internacionais nos últimos 24 meses, após debelado o choque de inflação de 2022, os investidores sintam que o mercado local está "atrasado", gerando portanto, grande expectativa sobre o retorno a ser "desbloqueado" com o início da distensão monetária.

Entretanto, uma análise mais profunda, utilizando preços com ajustes reais, mostra que, embora os desenvolvimentos recentes sejam muito auspiciosos, o mercado ainda jaz distante de uma máxima em termos reais, considerando a manutenção do poder de compra da moeda.

O gráfico abaixo mostra o Ibovespa nominal e sua comparação com o índice corrigido em termos reais tanto

pela taxa de câmbio do Real contra o Dólar quanto pela inflação nacional, medida pelo IPCA.



Fonte: Bloomberg

No gráfico é possível ver que a máxima alcançada no Ibovespa, no período pré-pandemia, quando corrigida pelo dólar e pelo IPCA (círculo vermelho), é de 154.272 pontos e 159.963 pontos, respectivamente. O fechamento do Ibovespa em outubro foi aos 149.540 pontos, ainda abaixo das máximas anteriores em termos reais, mas certamente, na iminência de superá-las.

Por outro lado, as máximas absolutas do Ibovespa ("all time high", em círculos azuis), alcançadas em maio de 2008, quando corrigidas pelo dólar e pelo IPCA, são de respectivamente, 239.890

pontos e 190.087 pontos, ou seja, ainda bastante distantes dos recordes recentes alcançados pelo Ibovespa nominal.

Embora a análise acima tenha o simples objetivo de qualificar as altas recentes, elucidando o papel da taxa de câmbio e da inflação como agentes causadores de erosão do valor real da moeda no tempo, não podemos negar que o momento da bolsa brasileira é positivo e que, certamente, novas máximas virão.

De fato, não estamos alheios aos efeitos positivos que o vindouro ciclo de queda na Selic deve causar e, portanto,

« ASSIM COMO NO MITO DE SÍSIFO, NOSSO MERCADO SOBE MONTANHA ACIMA QUANDO AS CONDIÇÕES SE MOSTRAM MINIMAMENTE FAVORÁVEIS (...), MAS ROLAM MONTANHA ABAIXO SEMPRE QUE A REALIDADE SE IMPÕE... »

nossa estratégia de alocação de portfólios já contempla movimentos de aumento na alocação em renda variável, de forma a poder-se capturar parte desse valor a ser desbloqueado com a queda dos juros.

Crowding Out

Em economia, chamamos de Crowding Out o fenômeno onde o aumento excessivo dos gastos do governo causa a redução do investimento privado. Tal fenômeno é uma decorrência natural do aumento da necessidade de financiamento do setor público, levando à disputa de recursos econômicos com o setor privado.

O crowding out é o motivo concreto que levou o mercado de ações brasileiro a permanecer atrasado, em termos de valorização de preços, quando comparado aos mercados internacionais.

O elevado déficit público brasileiro, o abandono do arcabouço de gastos pelo Governo em abril de 2024 e as múltiplas rodadas recentes de aumento de carga tributária tiveram o efeito deletério de manter a inflação longe da meta, com impacto severo nos juros básicos, que tiveram que ser elevados em 425 pontos-

base entre setembro de 2024 e junho de 2025, reprimindo a capacidade de crescimento de lucro das empresas.

Assim como no Mito de Sísifo, nosso mercado sobe montanha acima quando as condições se mostram minimamente favoráveis, principalmente com os ciclos de quedas de juros da Selic, mas rola montanha abaixo sempre que a realidade se impõe, na forma do crescimento inexorável do gasto público, com as consequências nefastas de sempre: aumento de carga tributária, aumento do endividamento público, aumento da inflação estrutural da economia e, em última instância, aumento da taxa de juros básicas do país.

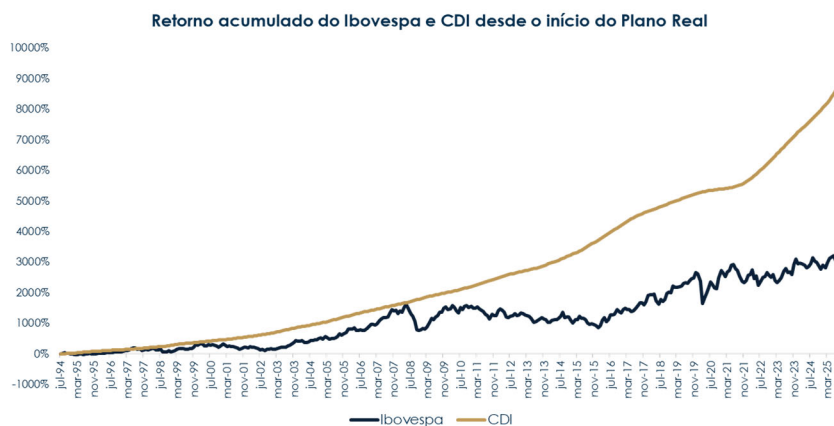
O momento atual da bolsa brasileira reflete particularmente dois fatores que criam uma dinâmica muito favorável aos preços: além da queda da Selic, também a redução do universo de ações negociadas na B3, após a onda de fechamento de capital de empresas listadas que ocorre desde o ano passado.

Com isso, o aumento da propensão à risco causado pelo ambiente de queda de juros encontra menos ações disponíveis para compra, com efeito duplamente positivo sobre os preços.

Porém, caso a política econômica não seja ajustada em favor de uma redução do tamanho do Estado Brasileiro na economia, o desempenho das ações tende a não se manter, pois um Estado perdulário precisa drenar recursos da economia, seja na forma de arrecadação de impostos, seja na forma de aumento de endividamento, criando dificuldades quase

intransponíveis para que o mercado continue subindo ou mesmo para que se sustente nos mesmos patamares, ante um ambiente de negócios que se torna adverso de forma cíclica e previsível.

O gráfico abaixo, que mostra o retorno acumulado do CDI e do Ibovespa desde o início do Plano Real.



Fonte: Bloomberg

Como se pode ver, a partir de 2010, há um claro divórcio entre as curvas de acumulação do CDI e do Ibovespa. Não por coincidência, este período também marca a inflexão da política econômica brasileira em favor de um "Estado Indutor de Crescimento".

A conclusão é direta: em um ambiente de crowding out, os ativos de renda fixa sempre vão performar melhor que os ativos

de renda variável e, caso o ciclo atual de redução da Selic não seja acompanhado de um profundo ajuste fiscal à frente, permaneceremos como Sísifo, esperançosos e felizes com a alta da bolsa agora, apenas para nos frustrarmos com a pedra rolando montanha abaixo depois.

MERCADOS

Renda Fixa		31/10/25	MTD	3M	YTD	
CDI	-	96,07	1,28%	3,53%	11,76%	
IMA-B	-	10.686,65	1,05%	2,12%	10,57%	
IMA-B 5	-	10.428,01	1,03%	2,55%	9,42%	
IMA-B 5+	-	11.802,05	1,06%	1,76%	11,30%	
IRF-M	-	21.187,29	1,37%	3,90%	15,93%	
IMA-S	-	7.950,56	1,29%	3,57%	11,97%	
Índices Globais		País	31/10/25	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	149.540,43	2,26%	12,31%	24,32%	
Dow Jones	USD	47.562,87	2,51%	7,82%	11,80%	
S&P 500	USD	6.840,20	2,27%	8,59%	16,30%	
NASDAQ	USD	25.858,13	4,77%	12,34%	23,06%	
Euro Stoxx 50	EUR	5.662,04	2,39%	7,86%	15,65%	
FTSE 100	GBP	9.717,25	3,92%	6,28%	18,89%	
MSCI Emerging	EM	55,30	3,56%	13,23%	33,51%	
MSCI World	World	4.390,42	1,94%	8,05%	18,41%	
Moedas		País	31/10/25	MTD	3M	YTD
Dólar/Real	USD	5,38	(1,03%)	2,38%	12,96%	
Euro	EUR	1,15	(1,68%)	(0,33%)	11,43%	
Franco Suíço	CHF	0,80	(1,01%)	0,37%	12,78%	
Libra Esterlina	GBP	1,32	(2,19%)	(1,11%)	5,08%	
Bitcoin	BTC	109.428,01	(4,55%)	(3,75%)	16,77%	
Hedge Funds		País	31/10/25	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	5.992,15	1,00%	4,39%	12,87%	

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.

