

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Henrique Pimenta, CFA
Investment Advisor
Internacional

INTERNACIONAL

A FALA É PRATA, O SILÊNCIO É OURO

A situação atual do mundo leva a muitas discussões em todos os círculos sociais possíveis: entre colegas, amigos e familiares. Essas discussões continuam a ressoar quando olhamos para nossos celulares; agora estamos acostumados a receber notificações instantâneas de canais de notícias que levam a outras discussões entre os mesmos colegas, amigos e familiares. Mesmo enquanto esperamos pelo ônibus, metrô ou táxi, começamos a rolar a tela das nossas redes sociais e vemos mais opiniões e aprendemos mais informações que serão usadas para discutir os mesmos assuntos com os mesmos colegas, amigos e

familiares... e o círculo vicioso continua.

Em cartas mensais anteriores, já elogiamos os méritos dos investidores que conseguem ignorar o ruído e se concentrar nos fundamentos econômicos; esses são os verdadeiros impulsionadores dos retornos do mercado no médio e longo prazo. Essa é a nossa filosofia e, como investidores profissionais, continuaremos assim.

Dado o extremo ruído desde o início do ano, é importante recapitular alguns dos maiores "ruídos" ouvidos este mês, com a geopolítica dominando as notícias.

A maioria das pessoas ainda nem havia desistido das resoluções de Ano Novo quando Nicolás Maduro já havia sido deportado para Nova York pelas forças americanas em 3 de janeiro. Minha resolução de "Dry January" terminou em 20 de janeiro, mas espero que você tenha se saído melhor do que eu este ano.

O conflito entre o Irã e os EUA se exacerbou com o aumento das especulações sobre um possível ataque dos EUA ao Irã, após os protestos terem sido violentamente reprimidos... no Irã. Finalmente, o governo dos EUA deixou claro que "precisa da Groenlândia para fins de segurança nacional", o que chocou os aliados europeus; a situação parece agora estar sob controle, já que os EUA decidiram retirar a ameaça de tarifas adicionais caso não conseguissem o que queriam.

Se eu fosse listar os "ruídos" adicionais, o boletim deste mês seria o mais longo de todos os tempos, por isso vamos evitar nos alongar sobre os inúmeros eventos geopolíticos, políticos, jurídicos e sociais que dominaram as manchetes em janeiro. E quanto aos preços dos ativos?

Adivinhem... a maioria deles

subiu. O S&P 500 aumentou 1,44% e até ultrapassou a marca dos 7.000 pontos durante o dia, embora nunca tenha conseguido fechar acima desse nível. A maioria dos índices de ações e títulos apresentou um desempenho positivo, mas há uma classe de ativos que claramente roubou a cena: os metais preciosos tornaram-se ainda mais preciosos.

O valor do ouro aumentou 13,3% após três anos consecutivos de aumentos de dois dígitos. Enquanto isso, a prata subiu 18,9% em janeiro e agora apresenta um incrível aumento de 172% nos últimos 12 meses. O que é ainda mais impressionante é que esses desempenhos incluem o último dia de negociação do mês, quando os metais preciosos despencaram. O ouro atingiu um recorde de US\$ 5.595/onça em 29 de janeiro e, em seguida, perdeu 12,50%, fechando o mês a US\$ 4.896/onça. No mesmo dia, a prata atingiu um recorde de US\$ 121 antes de cair 30%, fechando o mês a US\$ 85/onça. Repito: apesar destas perdas, o ouro e a prata subiram 13,3% e 18,9% em janeiro.

Se as ações nos dizem o que os investidores esperam e os títulos nos dizem o que eles temem, o ouro nos diz aquilo em que eles confiam.

« SE AS AÇÕES NOS
DIZEM O QUE OS
INVESTIDORES
ESPERAM E OS TÍTULOS
NOS DIZEM O QUE
ELES TEMEM, O OURO
NOS DIZ Aquilo em
que eles confiam. »

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS DESDE 2021:

	Jan.	Jan.\$	2025	2025 \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$
S&P 500	1.44		17.9		25.0		26.3		-18.1		28.7	28.7
Stoxx 50	2.79	3.98	22.1	38.5	11.9	4.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0	24.1	24.1
MSCI EM	8.86		34.3		8.0		10.1		-19.9		-2.3	-2.3
SMI	-0.60	1.89	18.0	35.0	7.5	-0.3	7.1	17.6	-14.3	-15.0	23.7	19.5
Euro - USD	0.89		13.4		-6.2		3.1		-5.8		-6.9	
US Dollar Index	-1.35		-9.4		7.1		-2.1		8.2		6.4	
Gold Spot - USD	13.31		64.6		27.2		13.1		-0.3		-3.6	
CHF - USD	2.54		14.5		-7.3		9.9		-1.3		-3.0	
Bitcoin	-10.78		-6.5		120.5		157.0		-64.3		59.8	
Global Aggregate	0.94		8.2		-1.7		5.7		-16.2		-4.7	
US Aggregate	0.11		7.3		1.3		5.5		-13.0		-1.5	
US Treasury	-0.09		6.3		0.6		4.1		-12.5		-2.3	
US T Bills	0.29		4.3		5.3		5.1		1.3		0.0	
Global High Yield	0.99		12.1		9.2		14.0		-12.7		1.0	
Euro Aggregate	0.73	1.64	1.2		2.6	-2.7	7.2	11.0	-17.2	-22.0	-2.9	-9.6

Em meio ao barulho ensurdecador causado pela geopolítica, é muito importante manter a calma e seguir o plano de longo prazo. É claro que esse barulho afeta os mercados, pois amplifica os efeitos da volatilidade que estamos observando nos metais preciosos. No entanto, a médio e longo prazo, os fundamentos são os principais impulsionadores dos retornos e, atualmente, parecem bastante sólidos: espera-se que o crescimento das vendas das empresas aumente em média 6,6% no Índice MSCI All-Country World e que as margens líquidas aumentem, o que leva a uma expectativa de crescimento dos lucros de 15,4% em 2026.

Este forte crescimento é o resultado da eficiência da IA, mas também se deve à tripla flexibilização que atualmente esperamos: monetária, fiscal e regulatória.

A primeira flexibilização diz respeito às taxas de juros; esperamos que as taxas de juros de curto prazo sejam reduzidas pela Fed este ano, o que é favorável aos ativos de risco. No lado fiscal, a One Big Beautiful Bill, assinada em 2025, reduzirá os impostos para as empresas, o que implica mais rentabilidade para os acionistas. Por fim, no lado regulatório, o atual governo republicano pretende desregulamentar muitos setores da economia dos EUA, o que

deve reduzir os custos de atrito e aumentar a flexibilidade e a lucratividade das empresas.

O cenário principal é, por isso, positivo, mas algumas incertezas podem ir contra a nossa previsão. Por isso, começamos a aumentar a diversificação nas carteiras dos clientes nos últimos meses.

O principal ativo que queremos diversificar é o dólar americano e parece que não somos os únicos a vender o dólar, dada a sua trajetória desde o Dia da Liberdade, em abril. A independência do Fed está no centro da diversificação do dólar. Lisa Cook, membro do Fed, foi demitida pelo presidente Trump e ainda estamos aguardando a decisão da Suprema Corte sobre se o presidente dos EUA tem o direito legal de fazê-lo. Os promotores federais abriram uma investigação criminal sobre Jerome Powell, presidente do Fed, relacionada à reforma da sede do Fed; o réu declarou publicamente que a investigação tem motivação política para influenciar o Fed a reduzir as taxas de juros de curto prazo.

Outra razão para a diversificação do dólar está relacionada com a política

fiscal dos EUA mencionada anteriormente. Esta poderia permitir que a inflação recuperasse força, impulsionada pela transmissão dos custos das tarifas das empresas para os consumidores, e levasse a um aumento das taxas de rendimento a longo prazo. Este cenário seria um verdadeiro teste à independência da Reserva Federal, uma vez que seria difícil reduzir as taxas de juros nestas condições; reduzir as taxas apesar do ressurgimento da inflação levaria a um aumento ainda maior das taxas a longo prazo. Mesmo que esse cenário seja uma possibilidade, ele não é o nosso cenário principal, mas parece sensato tomarmos precauções diversificando fora do dólar.

Vale lembrar que nosso cenário principal continua sendo o cenário "goldilocks", em que a economia dos EUA cresce, a inflação permanece sob controle e as três flexibilizações ajudam a impulsionar os mercados. Embora nunca em linha reta

Os beneficiários evidentes da desvalorização do dólar são os ativos reais, como ouro, prata e outros metais industriais. O aumento dos conflitos no mundo também contribuiu para a impressionante valorização dos preços dos metais. No entanto, quando um ativo dobra de valor em 12 meses, como foi o caso do ouro, é normal e natural que ocorra uma forte liquidação de lucros, como a que ocorreu em 30 de janeiro. Já a prata tem se comportado como ouro com esteroides. Os movimentos de preços devem ser menores daqui para frente, especialmente quando tivermos mais clareza sobre a situação entre os EUA e o Irã, um novo presidente do FED, as eleições japonesas e um governo americano mais calmo rumo às eleições de meio de mandato.

Outro beneficiário do "debasement" (desvalorização acentuada) do dólar são as ações não americanas. Por exemplo, as ações europeias superaram as americanas em 2025 pela primeira vez desde 2012 (em anos positivos) e continuam a superar no início de 2026. Esse desempenho superior ocorreu mesmo sem incluir a desvalorização do dólar, uma vez que esta aumentou o retorno das ações

europeias em mais de 15% para um investidor baseado no dólar. Os mercados emergentes também tiveram um desempenho superior no ano passado, após três anos de contração das avaliações, e agora estão com um aumento de 8,9% no acumulado do ano, e esperamos que continuem a ganhar força no futuro próximo.

Para o restante deste ano, que começou muito bem para os ativos de maior risco, continuamos confiantes e recomendamos aos investidores que se concentrem nos fundamentos macroeconômicos. O alto ruído que ouvimos atualmente deve ser ignorado, desde que não afete os fundamentos que se analisa de forma contínua. Recomendamos, no entanto, diversificar as carteiras para reduzir riscos que não valem a pena correr e, para os investidores que não utilizam o dólar americano, é importante proteger parcialmente a exposição ao dólar americano, mantendo os investimentos no mercado de ações dos EUA. Atualmente, parece que os investidores valorizam o discurso racional e o silêncio, comprando prata e ouro em vez de manter o barulhento dólar americano.



Eric Hatisuka

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

"AS NOTÍCIAS DE MINHA MORTE FORAM MUITO EXAGERADAS"

Mark Twain

Em 1897, bem antes do advento das redes sociais e do fenômeno dos influencers disputando por "clickbaits" com jornais sensacionalistas, o escritor norte-americano Mark Twain, ao ser confrontado por um jornalista com rumores desconhecidos sobre sua morte, cunhou o famoso chiste acima, emprestado aqui para o título deste texto.

Neste mês de janeiro, o mundo foi confrontado com uma morte bem mais proeminente: a morte do dólar como moeda-reserva. Mas, o que a análise histórica pode nos mostrar sobre o possível futuro?

O dólar norte-americano como moeda-reserva global é uma realidade relativamente recente, remontando ao pós-guerra e ao chamado Acordo de Bretton-Woods.

Após a Segunda Guerra Mundial, com boa parte do mundo conhecido em ruínas, um arranjo foi desenhado pelos aliados para permitir que

houvesse uma referência monetária para ser usada na reconstrução das economias.

A base desse arranjo monetário foi o Acordo de Bretton-Woods, celebrado na cidade homônima entre 1944 e 1945, que determinava o dólar como moeda transacional e de reserva para o sistema financeiro internacional, na paridade fixa de US\$ 35 por onça-troy de ouro.

A paridade fixa com o ouro garantiria que o país emissor do dólar, os Estados Unidos, não usasse seu "poder de senhoria" (o poder de emitir moeda sem custo ou lastro real) para ludibriar seus parceiros comerciais, inflacionando o valor de sua moeda e extraíndo, como consequência, riqueza dos seus parceiros comerciais em seu favor.

Com a paridade fixa do dólar ao ouro, o mundo experimentou um período de grande prosperidade, crescimento econômico e estabilidade

financeira, em oposição ao período que precedeu a guerra, marcado por desconfiança e turbulência, devido ao uso recorrente de desvalorizações competitivas pelas nações desenvolvidas, que buscavam recuperar competitividade econômica às custas de desvalorizações cambiais em relação às moedas de seus parceiros comerciais.

Entretanto, com o aumento do crescimento e do comércio global (e do déficit em conta-corrente norte-americano) durante a década de 60, os Estados Unidos se viram no dilema de serem obrigados a emitir dólares sem o correspondente lastro em ouro, para garantir a continuidade do crescimento do comércio global (e da sua economia doméstica), ou restringirem a emissão e uso do dólar, causando, em última instância, a queda do comércio global pela simples ausência de disponibilidade de meios de pagamento.

Sem dólares em circulação, o comércio colapsaria. Porém, sem o ouro como lastro, quem colapsaria seria o preço do dólar, o que de fato ocorreu em 1971, após os Estados Unidos romperem com a relação de troca de US\$ 35 com o ouro.

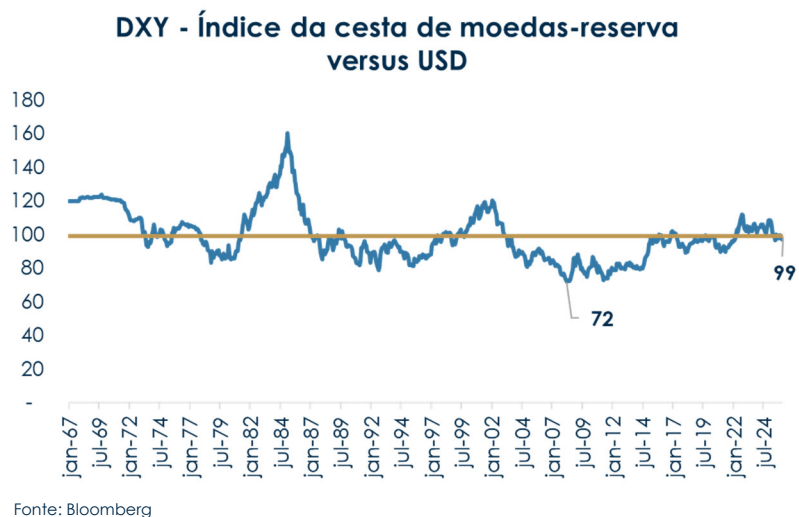
A verdade é que o uso do ouro como padrão monetário é bastante recorrente na história: toda vez que o governante de turno abusa do seu direito de senhoriação, gerando inflação e caos econômico como consequência, a solução de compromisso passa pela fixação do lastro da moeda em relação ao preço de um metal precioso, geralmente o ouro, mas também, sob certas circunstâncias, a prata.

Por outro lado, toda vez que uma economia desfruta de estabilidade e prosperidade, seu próprio crescimento econômico faz com que a necessidade de dinheiro em circulação aumente naturalmente, como consequência do aumento das trocas entre os agentes econômicos.

Neste caso, o lastreamento em um metal escasso e de oferta finita cria uma amarra monetária rígida, que atua na prática como um aumento de juros (uma vez que a base monetária não se expande paripassu com a economia) e, consequentemente causando desaceleração econômica. Uma desaceleração econômica totalmente evitável e desnecessária, diga-se.

No mundo pós-Bretton Woods, a necessidade de crescimento econômico para acomodar o aumento populacional que se seguiu à guerra, criou uma óbvia preferência pelo uso de moedas fiduciárias, isto é, cujo valor não é baseado em um ativo real, como o ouro, mas sim, no compromisso dos bancos centrais em manter a estabilidade do poder de compra das moedas no longo prazo.

Como podemos ver no gráfico abaixo, o valor do dólar oscilou livremente em relação às outras moedas da cesta DXY (hoje composta por euro, libra esterlina, franco suíço, yen e dólar canadense) desde 1971, após a ruptura do acordo de Bretton-Woods, mas sem maiores traumas, à exceção, talvez, do período entre 1981 e 1986, marcado pela política monetária ultra restritiva de Paul Volker à frente do Federal Reserve.



Também é possível notar no gráfico que o movimento recente de desvalorização do dólar, fruto da intemperividade do presidente americano Donald Trump, mal é perceptível do ponto de vista histórico, e mesmo considerando todo o drama midiático dando conta do fim da hegemonia do dólar, seu

valor mal veio abaixo da média histórica da cesta DXY, mostrando que, mais uma vez, as notícias de sua morte podem ter sido exageradas, pelo menos para o que se tem de evidências no momento atual.

« EM OUTRAS PALAVRAS, NÃO É O PREÇO DO OURO QUE ESTÁ SUBINDO, MAS O PREÇO DAS MOEDAS FIDUCIÁRIAS QUE ESTÁ CAINDO! »

O caso contra as moedas fiduciárias

A discreta queda do dólar contra as moedas da cesta DXY mostra que não há, necessariamente, um problema no dólar como moeda-reserva, mas o mesmo não pode ser dito ao falarmos sobre o valor das moedas-reserva em relação ao ouro.

O gráfico abaixo, do preço do ouro referenciado em dólar, mostra que desde a ruptura do acordo de Bretton-Woods, o metal tem seguido em ciclos de preço que se alternam entre altas suaves, altas fortes e acomodação.

Ouro cotado em USD



Fonte: Bloomberg

De fato, não há no histórico, ciclos de queda permanente no preço do ouro referenciado em dólar e, como podemos inferir pela relação estável entre o dólar e as outras moedas-reserva no gráfico anterior (DXY), também não há ciclos de queda permanente no preço do ouro referenciado em quaisquer outras moedas fiduciárias.

A verdade é que o excesso de ativismo de todos os bancos centrais mundiais, sem exceção, com medidas heterodoxas que vão desde “Quantitative Easings” (utilização do balanço do banco central para aumento do estoque de moeda em circulação), passando por taxas de juros negativas (!) e “Yield Curve Control” (atuação ativa do banco central no mercado de títulos para

manutenção dos juros a termo da dívida soberana em níveis pré-determinados), culminou em um ambiente em que não se pode afirmar qual é o verdadeiro poder de compra das moedas fiduciárias.

Em outras palavras, não é o preço do ouro que está subindo, mas o preço das moedas fiduciárias que está caindo!

Por outro lado, ao longo da história, o efeito final das políticas econômicas heterodoxas sempre foi o aumento da inflação, coisa que não se verificou recentemente, ainda que por motivos não completamente conhecidos.

O comportamento recente indica que o preço do ouro pode ter entrado em terreno especulativo, porém, enquanto não houver aumento da inflação e do custo de vida geral das famílias, e os bancos centrais continuarem se sentindo à vontade para implementar quaisquer medidas que julgarem necessárias para estimular o crescimento econômico, haverá incentivo racional para os ativos reais continuarem se valorizando.

O Brasil, a bolsa e os fatos

O Brasil, como não poderia ser diferente, também tem sido bastante afetado pelo fluxo externo oriundo da redução da atratividade do dólar.

De fato, com o preço do dólar caindo abaixo da paridade de R\$ 5,30 com o real brasileiro e o Ibovespa próximo ao patamar de 200 mil pontos, um desavisado acreditaria que o país resolveu seu problema de excesso de déficit fiscal, excesso de endividamento público e excesso de carga tributária, o que o colocaria em uma nova fase de crescimento sustentado, não induzido por gastos públicos.

Entretanto, o que os fatos nos contam?

O gráfico a seguir mostra os índices de ações MSCI (família de índices de bolsas mundiais baseados no mesmo critério de composição) calculados em dólar para diversos países emergentes com os quais o Brasil pode ser comparado.

Índices MSCI de ações, valores em USD (Países Selecionados)



Fonte: Bloomberg

O fato é que, o que parece ser um caso de Brasil, na verdade é um caso de fluxo global indiscriminado e, objetivamente, o Brasil nem está entre os maiores beneficiários, muito pelo contrário.

As evidências indicam que o mercado continua diferenciando os países entre seus pares, mas como a subida da maré da liquidez global beneficia todos os barcos, não teria como não alcançar o Brasil.

Neste cenário de onda de liquidez global, o investidor local se vê bombardeado por todos os argumentos imagináveis para concluir que a alta do Ibovespa está baseada em fatores fundamentalistas, e que, portanto, é extremamente sustentável no longo prazo.

Entretanto, a indicação que temos dos mercados é que está havendo apenas uma correção de preços e o eventual refluxo da liquidez global, que sempre acontece de tempos em tempos, pode pegar muitos investidores incautos com a guarda baixa, ao atribuírem ao ciclo de alta, motivos que, na prática, ainda não foram corroborados pela realidade das reformas econômicas que o Brasil precisa.

MERCADOS

Renda Fixa		30/01/26	MTD	3M	YTD
CDI	-	99,41	1,16%	3,48%	1,16%
IMA-B	-	11.047,40	1,00%	3,38%	1,00%
IMA-B 5	-	10.768,29	1,20%	3,26%	1,20%
IMA-B 5+	-	12.210,58	0,84%	3,46%	0,84%
IRF-M	-	22.029,96	1,96%	3,98%	1,96%
IMA-S	-	8.229,81	1,18%	3,51%	1,18%

Índices Globais		País	30/01/26	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	181.363,90	12,56%	21,28%	12,56%	
Dow Jones	USD	48.892,47	1,73%	2,80%	1,73%	
S&P 500	USD	6.939,03	1,37%	1,44%	1,37%	
NASDAQ	USD	25.552,39	1,20%	(1,18%)	1,20%	
Euro Stoxx 50	EUR	5.947,81	2,70%	5,05%	2,70%	
FTSE 100	GBP	10.223,54	2,94%	5,21%	2,94%	
MSCI Emerging	EM	59,10	8,02%	8,40%	8,02%	
MSCI World	World	4.527,59	2,19%	3,12%	2,19%	

Moedas		País	30/01/26	MTD	3M	YTD
Real/Dólar	USD	5,26	3,86%	2,11%	3,86%	
Euro	EUR	1,19	0,89%	2,72%	0,89%	
Franco Suíço	CHF	0,77	2,54%	4,08%	2,54%	
Libra Esterlina	GBP	1,37	1,57%	4,06%	1,57%	
Bitcoin	BTC	84.162,39	(3,98%)	(23,09%)	(3,98%)	

Hedge Funds		País	30/01/26	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	6.259,39	2,23%	4,20%	2,23%	



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.

