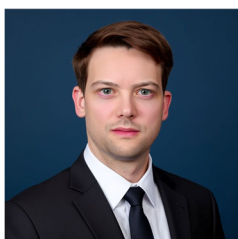


CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Christian Mannoni, CFA
Investment Advisor
Internacional

INTERNACIONAL

“A CAUSA MAIS VERDADEIRA, EMBORA MENOS MENCIONADA NOS DISCURSOS, CONSIDERO TER SIDO O CRESCIMENTO DO PODER DE ATENAS E O RECEIO QUE ISSO INSPIROU EM ESPARTA.”

História da Guerra do Peloponeso, Livro I, 23.

Parte I: Prophasis no Golfo, mercados à margem da escalada

Em períodos de tensão geopolítica elevada, os mercados podem parecer se mover no ritmo das manchetes. Escaladas militares, sanções, eleições e rupturas diplomáticas geram reações imediatas nos preços das ações, obrigações, moedas e matérias-primas. A volatilidade aumenta, as correlações convergem. No entanto, a longevidade destes

movimentos do mercado é frequentemente muito mais limitada do que a intensidade do fluxo de notícias pode sugerir.

Para entender o motivo, é útil relembrar brevemente Tucídides, general e historiador ateniense do século V a.C., cuja História da Guerra do Peloponeso continua sendo uma das obras mais antigas e rigorosas da literatura sobre realismo político. Escrevendo não como moralista, mas como

analista do poder, ele introduziu uma distinção que permanece surpreendentemente moderna: a diferença entre Prophasis e Aitia. Prophasis refere-se à causa declarada ou ao desencadeador imediato do conflito. A Aitia é a causa estrutural mais profunda, muitas vezes menos visível, mas fundamentalmente decisiva.

Para os investidores, essa distinção é mais do que erudição clássica. Ela oferece uma estrutura para diferenciar choques transitórios de mudanças estruturais no regime. Os mercados reagem à Prophasis. Os retornos de longo prazo são definidos pela Aitia. A questão essencial para os investimentos não é se os eventos geopolíticos são dramáticos, mas se eles alteram os fatores estruturais da inflação, das taxas de juros e da estabilidade financeira.

A Prophasis do mês: uma forte escalada no Golfo

No sábado, 28 de fevereiro, após os ataques aéreos conjuntos dos EUA e de Israel, o líder supremo do Irã, aiatolá Ali Khamenei, estava entre os mortos. Várias figuras militares importantes também foram declaradas mortas. O presidente dos EUA avisou que

os ataques continuariam, sem interrupção, enquanto fosse necessário. A liderança do Irã condenou a operação, e a Guarda Revolucionária prometeu uma resposta arrasadora.

A situação rapidamente se expandiu além do ataque inicial. Israel e Irã continuaram trocando tiros. Mísseis acionaram sirenes em Israel, explosões foram relatadas em Teerã e ataques envolvendo mísseis e drones foram relatados em todo o Oriente Médio, incluindo incidentes perto de instalações militares associadas aos EUA, que ativaram as defesas aéreas. A aviação civil foi interrompida em todo o Golfo, com os principais aeroportos de Dubai e Doha suspendendo as operações e várias companhias aéreas cancelando a maioria dos voos. Ao mesmo tempo, as forças iranianas teriam entrado em contato com petroleiros para alertar que a passagem pelo Estreito de Ormuz não seria permitida.

Com os mercados de energia fechados durante o fim de semana, o efeito imediato nos preços foi adiado. Os mercados acionários regionais que abriram no domingo à noite caíram entre 2% e 5%. Antes da

escalada, o Brent já havia atingido a maior valorização em sete meses, e o ouro havia subido para cerca de US\$ 5.277 por onça, próximo dos recordes recentes. É exatamente assim que a Prophasis se apresenta aos mercados: um conjunto de eventos dramáticos, horizontes temporais comprimidos e uma rápida reavaliação do risco de curto prazo.

A tarefa mais difícil é determinar se o episódio continua sendo uma Prophasis ou revela uma Aitia capaz de alterar o sistema macroeconômico.

Provas históricas: resultados dos conflitos nos mercados

Uma análise da história moderna ajuda à interpretação estrutural.

Durante a Segunda Guerra Mundial, os mercados de ações passaram por um período de volatilidade, mas assim que a industrialização aumentou a produção e os estímulos fiscais apoiaram o emprego, as ações dos EUA iniciaram uma recuperação sólida. A escalada do conflito foi sem precedentes, mas a trajetória de longo prazo do mercado foi determinada pela produtividade e pelo crescimento, e não apenas pelos acontecimentos militares.

A Guerra da Coreia provocou uma correção imediata, impulsionada principalmente pela incerteza e pela pressão sobre os preços das matérias-primas. No entanto, com a estabilização da inflação e a adaptação da política monetária, os mercados se recuperaram. O conflito em si não resultou em um mercado de baixa prolongado.

A Guerra do Vietnã é frequentemente associada à instabilidade econômica, mas grande parte da década de 1960 foi marcada por um forte desempenho das ações. O problema estrutural mais profundo surgiu mais tarde, quando a política fiscal expansionista contribuiu para a inflação. O bear market de 1973 a 1974 não foi causado apenas pela guerra. Foi o resultado de uma mudança no regime monetário, agravada pelo embargo do petróleo. O conflito imediato no Oriente Médio foi a Prophasis. A consequência estrutural foi a quadruplicação dos preços do petróleo, inflação de dois dígitos e aperto monetário agressivo. As avaliações das ações foram comprimidas em consequência. Aqui, a geopolítica foi importante porque transformou o regime monetário.

**« O CONFLITO
GEOPOLÍTICO (...) SE
TORNA
ESTRUTURALMENTE
SIGNIFICATIVO
QUANDO REMODELA
A DINÂMICA DA
INFLAÇÃO, A
POLÍTICA MONETÁRIA
OU A ESTABILIDADE
FINANCEIRA. »**

Crises subsequentes reforçam esse padrão. A Guerra do Golfo, em 1990, provocou uma correção brusca, mas de curta duração. Assim que a oferta de petróleo se normalizou e a política econômica se tornou mais acomodatória, os mercados acionários se recuperaram. Os ataques de 11 de setembro de 2001 representaram um profundo choque geopolítico, mas a prolongada fraqueza do mercado no início dos anos 2000 esteve principalmente associada a valuations excessivos e ao estouro da bolha de tecnologia.

Mais recentemente, a anexação da Crimeia em 2014 teve um impacto moderado e de curta duração no mercado global. A inflação permaneceu moderada e as condições financeiras acomodatórias.

A invasão da Ucrânia em 2022 é mais elucidativa. O conflito interrompeu o fornecimento de energia para a Europa, acelerou a inflação global e levou os bancos centrais ao ciclo de aperto monetário mais agressivo em décadas. O mercado em baixa que se seguiu foi fundamentalmente uma reavaliação inflacionária e das taxas de juros. Novamente, o mecanismo decisivo foi a propagação em nível macroeconômico.

Em todos esses episódios, o padrão é consistente. O conflito geopolítico por si só raramente produz um declínio duradouro do mercado. Ele se torna estruturalmente significativo quando remodela a dinâmica da inflação, a política monetária ou a estabilidade financeira.

**Parte II: Fevereiro de 2026, um
mês entre Prophasis e Aitia**

À primeira vista, fevereiro foi um mês construtivo para os ativos globais. No entanto, a dispersão entre regiões e setores sugere que os investidores já estavam distinguindo entre ruídos transitórios e mudanças estruturais.

O Japão ofereceu um exemplo ainda mais claro de reajuste estrutural. Após a vitória decisiva da primeira-ministra Takaichi nas eleições antecipadas de 8 de fevereiro, o Nikkei 225 subiu +10,4%, atingindo um novo recorde. A estabilidade política, as reformas na governança corporativa e o impulso sustentado dos lucros se combinaram para reforçar a confiança na trajetória de longo prazo do Japão. Em termos Tucídicos, o resultado das eleições foi um evento aparente. A causa mais profunda da subida está na reforma estrutural e na realocação de capital: Aitia, e não Prophasis.

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS DESDE 2021:

	Feb.	Feb. \$	2026	2026 \$	2025	2025 \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$
S&P 500	-0.8		0.7		17.9		25.0		26.3		-18.1	
Sloxx 50	3.3	2.9	6.2	7.0	22.1	38.5	11.9	4.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0
MSCI EM	5.5		14.9		34.3		8.0		10.1		-19.9	
Brazil Bovespa	4.1	6.5	17.2	25.1	34.0	50.9	-10.4	-29.6	22.3	33.1	4.7	10.1
Euro	-0.3		0.6		13.4		-6.2		3.1		-5.8	
US Dollar Index	0.6		-0.7		-9.4		7.1		-2.1		8.2	
Gold Spot	7.9		22.2		64.6		27.2		13.1		-0.3	
Brazilian Real	2.7		7.2		12.3		-21.4		8.9		5.4	
Bitcoin	-14.7		-23.9		-6.5		120.5		157.0		-64.3	
Global Agg. Bond	1.1		2.1		8.2		-1.7		5.7		-16.2	
Lalam Bonds	0.9		1.9		13.2		10.5		11.1		-13.2	
Global High Yield	0.2		1.2		12.1		9.2		14.0		-12.7	
US T Bills	0.3		0.6		4.3		5.3		5.1		1.3	
Brazil CDI	1.0	3.5	2.2		14.3	28.4	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4

Os mercados emergentes também subiram, com o Índice MSCI Emerging Markets registrando alta de 5,5%. Mais uma vez, os investidores parecem ter concluído que as condições de liquidez global e os fluxos comerciais, embora contestados politicamente, ainda não sofreram uma ruptura estrutural.

Os Estados Unidos apresentaram um quadro mais complexo. O S&P 500 recuou 0,8% em termos de retorno total, embora tenha encerrado o mês a menos de 2% de seu recorde histórico registrado no final de janeiro. A fraqueza concentrou-se nos setores de software e nas grandes empresas de tecnologia, com o setor de software recuando 8,9% em

fevereiro e as Magnificent Seven recuando 7,3%.

À primeira vista, isso parece ser uma reação ao Prophasis: avanços em IA, um importante memorando de pesquisa que descreve os riscos de substituição da mão de obra e lucros que, embora fortes, não conseguiram superar as expectativas elevadas. A Nvidia apresentou resultados positivos, mas a magnitude da surpresa foi menor em comparação com o que os mercados estavam acostumados.

No entanto, por trás dessa correção, há uma questão mais profunda. Será que o ciclo de investimentos impulsionado pela IA está entrando em uma fase de normalização competitiva?

Se for esse o caso, a reavaliação não seria apenas um episódio de volatilidade pontual, mas um ajuste na distribuição de lucros esperada. Na linguagem de Tucídides, os mercados estão investigando se os recentes desenvolvimentos constituem Prophasis, um choque temporário no sentimento, ou Aitia, uma mudança estrutural no poder de ganhos.

O aumento de +7,9% do ouro para US\$ 5.279 por onça, marcando o sétimo ganho mensal consecutivo, pode ser interpretado de forma semelhante através de uma lente Tucídica. O metal funciona como um seguro contra a incerteza estrutural. Sua força reflete a demanda por proteção, mas não necessariamente a convicção de que já ocorreu uma mudança de regime. É uma resposta ao risco percebido, não uma evidência definitiva de ruptura estrutural.

Os desenvolvimentos na política comercial ilustram ainda mais essa distinção. A decisão da Suprema Corte dos EUA de que o uso da International Emergency Economic Powers Act (Lei de Poderes Econômicos de Emergência Internacional) para tarifas genéricas era

inconstitucional alterou a arquitetura jurídica da política comercial. O anúncio subsequente do presidente Trump de uma tarifa global temporária de 10%, nos termos da Seção 122 da Lei de Comércio de 1974, reintroduziu a incerteza. No entanto, os mercados absorveram a notícia sem estresse sistêmico. Por enquanto, esses desenvolvimentos parecem ser uma Prophasis política. Somente se evoluírem para uma fragmentação duradoura dos fluxos comerciais globais é que se tornarão Aitia.

Em essência, fevereiro demonstra a complexidade do mercado. Os desencadeadores visíveis, a escalada no Golfo, as decisões sobre tarifas e a competitividade da IA geraram volatilidade e rotação setorial. No entanto, os pilares estruturais, a trajetória da inflação, a credibilidade da política monetária, a estabilidade do sistema financeiro e a resiliência dos lucros permanecem praticamente intactos.

Tucídides escreveu que o crescimento do poder de Atenas e o medo que isso inspirava em Esparta tornou a guerra inevitável. As disputas visíveis eram secundárias em relação a essa dinâmica estrutural. Para os investidores de hoje, a questão é similar: estamos testemunhando disputas isoladas ou o surgimento de uma mudança estrutural mais profunda na ordem econômica global?

Por ora, as evidências sugerem que fevereiro de 2026 permanece predominantemente um mês de Prophasis. A Aitia – a persistência da inflação, taxas reais, liquidez e produtividade – continua a orientar a precificação dos ativos no médio prazo. Distinguir entre os dois não é um exercício acadêmico. Trata-se da base da alocação de capital disciplinada em uma era em que as notícias são imediatas, mas as mudanças estruturais se desenrolam mais lentamente.

**Eric Hatisuka**

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

UMA BREVE ANÁLISE DO CICLO DE INFLAÇÃO E JUROS NO BRASIL

Apesar dos olhos (e corações) mundiais estarem voltados para o Oriente Médio neste momento, gostaríamos de aproveitar esse espaço para uma rápida revisão sobre o cenário econômico brasileiro para este ano, e como a guerra no Irã pode nos afetar no curto prazo.

O PIB de 2025, recém-divulgado, apresentou alta de 2,3% em relação a 2024, alcançando um valor nominal de R\$ 12,7 trilhões. No mesmo tom, o desemprego médio em 2025, medido pela PNAD (Pesquisa Nacional de Amostra Domiciliar) Contínua, foi de 5,6% de desocupação entre a população economicamente ativa, registrando o valor de desemprego médio mais baixo desta série, que se iniciou em 2012.

O IPCA, como já é sabido, encerrou o ano com alta de 4,26%, dentro da meta de inflação estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) de 3,0% com intervalo de tolerância de +/- 1,5%, mas ao

custo de 14,31% de juros (CDI), também configurando um nível recorde de 10% de juros reais (taxa de juros remanescente após a inflação).

Embora ter trazido o IPCA anual de volta para dentro dos limites da meta de inflação possa ser considerada uma vitória para o Banco Central, tal sucesso não foi alcançado sem custos, uma vez que o nível de juros reais extremamente altos causou e ainda causa efeitos deletérios na dívida pública e no endividamento das empresas.

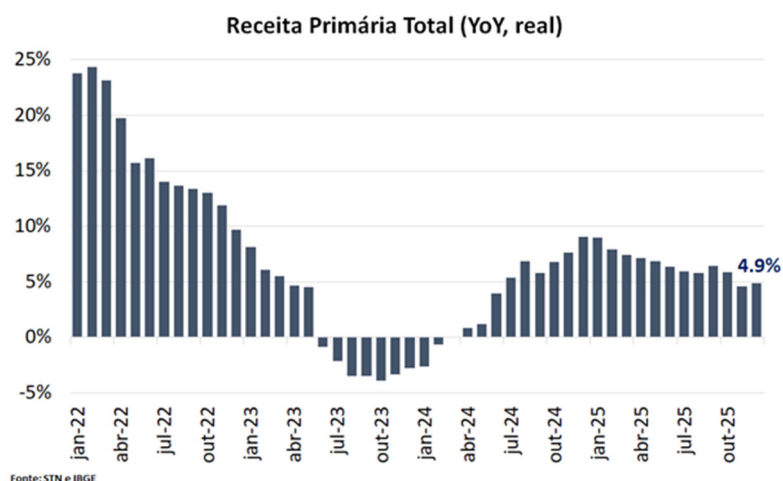
De fato, se fizemos uma recuperação do que nos ensinam as teorias macroeconômicas mais consagradas, seria esperado que o elevado nível de juros registrado no ano passado tivesse deprimido a atividade econômica e elevado o nível do desemprego, o que, como vimos acima, não ocorreu.

Por outro lado, poder-se-ia chegar a resultado virtuoso, com queda na inflação sem sacrifício econômico em termos de PIB e desemprego, caso o gasto do governo tivesse se contraído fortemente, uma vez que o governo é o maior consumidor líquido dentro de uma economia, e seus gastos concorram diretamente com os gastos do setor privado para pressionar a inflação.

Também neste caso, não verificamos melhora alguma no resultado primário do governo em relação ao ano anterior, uma vez que tanto em 2024 quanto em 2025, o resultado primário do governo registrou déficit da ordem de 0,4% do PIB.

Pelo contrário, como foi registrada alta real (acima da inflação) de 4,9% na arrecadação fiscal, é fácil concluir que um resultado fiscal semelhante entre 2024 e 2025 significa que houve aumento pari-passu no gasto corrente, absorvendo toda a alta de arrecadação com alta equivalente nas despesas.

O gráfico abaixo, elaborado pela BRGC Consultoria Econômica, mostra como a alta da receita fiscal ainda tem se mantido em taxas elevadas nos últimos meses.

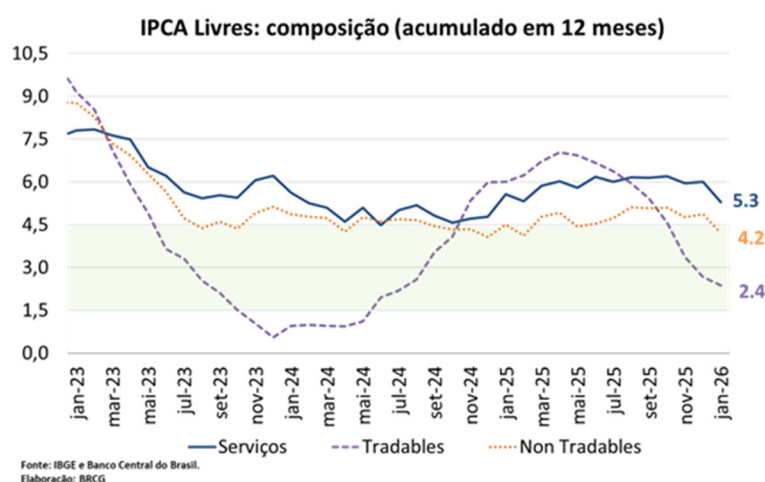


« ... CONTINUAMOS BASTANTE CAUTELOSOS COM OS ATIVOS DE RISCO, POIS NOSSO CENÁRIO É DE QUE A INFLAÇÃO E JUROS DESTE ANO SERÃO MAIORES QUE OS ESPERADOS ANTERIORMENTE... »

Com base nestes indicadores, podemos facilmente concluir que, se o nível recorde de juros reais não prejudicou a atividade econômica, foi devido, em grande, parte à pressão de demanda que o aumento do gasto público provocou no PIB em 2025.

Mas, se a economia geral não desacelerou, o que se verifica pelo PIB e pelo nível de emprego, e se o governo não reduziu seu ritmo de dispêndio (pelo contrário), de onde veio a queda da inflação?

O gráfico abaixo, também elaborado pela BRGC Consultoria Econômica, mostra que se desagregarmos o IPCA nos subgrupos Tradeables (bens comercializáveis), Non-Tradeables (bens não comercializáveis) e Serviços, veremos que os bens comercializáveis foram responsáveis pela maior parte da desinflação registrada em 2025, sendo que os bens não-comercializáveis rodaram em níveis equivalentes ao teto da banda da meta de inflação (4,5%), e os Serviços, bem acima disso.



Ou seja, podemos inferir que a desinflação brasileira foi causada pela apreciação do Real em relação ao Dólar, que tornou os preços dos bens comercializáveis mais baratos no mercado doméstico, pela via da importação.

Além disso, podemos deduzir que a queda da inflação é fortemente temporária, uma vez que os preços dos bens comercializáveis são altamente dependentes da taxa de câmbio, que é volátil por natureza.

Por outro lado, os preços dos bens não comercializáveis e dos serviços (mais rígidos e menos voláteis), ao se manterem consistentemente acima da meta de inflação, são uma garantia de que, caso (ou quando) os preços dos bens comercializáveis subirem, a inflação voltará a ficar acima do teto da banda da meta de inflação, com consequências óbvias para a política monetária do Banco Central.

A guerra e o cenário para inflação e juros

Agora, com a situação plenamente descrita acima, fica fácil de entender que a alta dos preços do petróleo e da taxa de câmbio do Real contra o Dólar vai afetar negativamente a inflação, pelo canal da alta dos preços dos bens comercializáveis e dos preços de energia em geral.

Os mercados financeiros locais, que operavam em estado de pura (e ingênua) euforia, estão sendo chamados à realidade de um cenário geopolítico complexo, que se instalou desde a volta de Trump à presidência americana, e se escancarou com o início de um novo ciclo de intervenções militares externas, a partir do bombardeio das instalações iranianas de Fordow, em junho de 2025.

Com isso, as expectativas para o início do ciclo de redução da taxa Selic estão sendo questionadas, bem como a taxa terminal para este ciclo de queda, que deve ser maior que a originalmente esperada, uma vez que deve demorar até que a situação dos mercados internacionais de energia se estabilize.

Em resumo, continuamos bastante cautelosos com os ativos de risco, pois nosso cenário é de que a inflação e juros deste ano serão maiores que os esperados anteriormente, com impactos fiscais relevantes, em um ambiente eleitoral ainda inóspito a discussões mais profundas e maduras sobre a questão fiscal do Brasil.

Conforme já discutido na Carta de Setembro de 2025, a Lei de Parkinson garante que não enfrentemos a nossa displicência fiscal até que estejamos com uma crise de confiança plenamente instalada.

Com o desdobrar dos fatos recentes, esse desfecho pode nos alcançar tão cedo quanto 2027 e, por isso, continuaremos perseguindo estratégia de investimentos conservadora e defensiva, em prol da proteção dos interesses dos nossos clientes e investidores.

MERCADOS

Renda Fixa		27/02/26	MTD	3M	YTD	
CDI	-	100,40	1,00%	3,53%	2,17%	
IMA-B	-	11.245,58	1,79%	3,05%	2,81%	
IMA-B 5	-	10.899,42	1,22%	3,42%	2,44%	
IMA-B 5+	-	12.484,00	2,24%	2,75%	3,09%	
IRF-M	-	22.247,13	0,99%	3,42%	2,97%	
IMA-S	-	8.312,58	1,01%	3,57%	2,20%	
Índices Globais		País	27/02/26	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	188.786,98	4,09%	19,07%	17,17%	
Dow Jones	USD	48.977,92	0,17%	3,27%	1,90%	
S&P 500	USD	6.878,88	(0,87%)	0,97%	0,49%	
NASDAQ	USD	24.960,04	(2,32%)	(1,10%)	(1,15%)	
Euro Stoxx 50	EUR	6.138,41	3,20%	8,54%	5,99%	
FTSE 100	GBP	10.910,55	6,72%	12,58%	9,86%	
MSCI Emerging	EM	62,58	5,89%	17,03%	14,38%	
MSCI World	World	4.556,79	0,64%	4,22%	2,85%	
Moedas		País	27/02/26	MTD	3M	YTD
Real/Dólar	USD	5,13	2,63%	3,91%	6,39%	
Euro	EUR	1,18	(0,33%)	1,87%	0,56%	
Franco Suíço	CHF	0,77	0,49%	4,54%	3,04%	
Libra Esterlina	GBP	1,35	(1,49%)	1,82%	0,05%	
Bitcoin	BTC	65.527,34	(22,14%)	(27,34%)	(25,24%)	
Hedge Funds		País	27/02/26	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	6.342,88	1,33%	4,38%	3,60%	

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.

