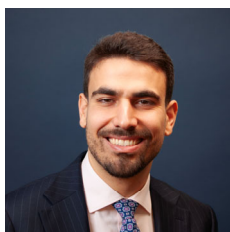


CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Henrique Pimenta, CFA
Investment Advisor
Internacional

INTERNACIONAL

\$150 É O NOVO \$100

Em 28 de fevereiro, Israel e os Estados Unidos lançaram conjuntamente ataques contra o Irã, iniciando uma guerra que se esperava terminar em poucas semanas. Quatro semanas já se passaram desde então, e o conflito continua. Até algumas semanas atrás, uma trégua de paz parecia improvável no curto prazo. Cada beligerante tenta controlar a narrativa, alternando entre elogios e ameaças, verdades e mentiras, e emitindo ultimatoss sucessivos.

Mais do que nunca, a guerra está sendo travada não apenas no campo de batalha, mas

também nos meios de comunicação globais. Programas de televisão e redes sociais estão inundados de especialistas em geopolítica: ex-diplomatas analisando discursos, especialistas em armamentos explicando as vantagens e desvantagens de cada equipamento utilizado, e oficiais militares aposentados detalhando os próximos movimentos prováveis de cada lado.

Quando ouço esses especialistas, minha conclusão é sempre a mesma — eles são excelentes em analisar o que já aconteceu, mas prever aquilo

que todos querem saber continua impossível: quando a guerra vai acabar? Qualquer opinião que um especialista dê sobre essa questão deve ser tratada, na melhor das hipóteses, como um palpite fundamentado.

Dito isso, espero que você não esteja esperando que apresentemos nossa própria visão sobre como o conflito vai terminar. Se estiver, esta carta mensal pode decepcioná-lo. Como gestores de patrimônio, nosso papel não é prever eventos geopolíticos por uma razão simples: não temos capacidade para isso. Nosso palpite não seria melhor do que o de qualquer outra pessoa. Nosso objetivo é avaliar como a guerra pode afetar a economia global e, mais importante, os ativos financeiros globais.

Em março, como era de se esperar, o petróleo foi o ativo com melhor desempenho, com o Brent subindo 63% no mês. O gás natural, que recebe menos atenção do que o petróleo, contou duas histórias bem diferentes: na Europa, registrou um impressionante ganho de 58%, enquanto nos Estados Unidos praticamente não se moveu. Essa divergência reflete o impacto assimétrico da guerra — a Europa depende muito

mais de combustíveis importados do que os EUA. Isso vale para a Ásia, o que explica por que os mercados acionários europeus e asiáticos sofreram as maiores quedas.

No geral, a disparada nos preços dos combustíveis reacendeu os temores de estagflação e provocou uma forte venda em praticamente todas as classes de ativos. O ouro caiu mais de 11%, o que é notável, dado que o metal tende a se valorizar em momentos de crises geopolíticas. A pressão vendedora de investidores institucionais — após três anos consecutivos de ganhos de dois dígitos — foi mais forte do que o apelo do ouro como ativo de proteção. Já o dólar americano se recuperou de forma significativa, com o índice do dólar subindo mais de 2% no mês. A tese de desvalorização do dólar está agora em pausa, já que a atenção de curto prazo dos investidores se voltou para a guerra e suas consequências econômicas. Vale destacar que o bitcoin registrou alta de 2%, decepcionando muitos investidores que o haviam comprado como proteção contra a exposição ao dólar.

« ... MAS PREVER
AQUILO QUE TODOS
QUEREM SABER
CONTINUA
IMPOSSÍVEL: QUANDO
A GUERRA VAI
ACABAR? »

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS DESDE 2022:

	Mar.	Mar. \$	2026	2026 \$	2025	2025 \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$
S&P 500	-4.98		-4.4		17.9		25.0		26.3		-18.1	
Stoxx 50	-9.14	-11.26	-3.5	-5.1	22.1	38.5	11.9	4.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0
MSCI EM	-13.04		-0.1		34.3		8.0		10.1		-19.9	
Brazil Bovespa	-0.70	-1.81	16.3	22.8	34.0	50.9	-10.4	-29.6	22.3	33.1	4.7	10.1
Euro	-2.19		-1.6		13.4		-6.2		3.1		-5.8	
US Dollar Index	2.41		1.7		-9.4		7.1		-2.1		8.2	
Gold Spot	-11.57		8.1		64.6		27.2		13.1		-0.3	
Brazilian Real	-1.08		6.0		12.3		-21.4		8.9		5.4	
Brent	63.3		94.5		-18.5		-3.1		-10.3		10.5	
Bitcoin	2.20		-22.2		-6.5		120.5		157.0		-64.3	
Global Agg.	-3.07		-1.1		8.2		-1.7		5.7		-16.2	
Latam Bonds	-2.52		-0.7		13.2		10.5		11.1		-13.2	
Global HY	-2.47		-1.3		12.1		9.2		14.0		-12.7	
US T Bills	0.29		0.9		4.3		5.3		5.1		1.3	
Brazil CDI	1.21	1.05	3.4		14.3	28.4	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4

Ao observar a tabela, o elemento mais marcante é, sem dúvida, a impressionante alta do preço do petróleo. Por ser um tema que as pessoas comuns entendem facilmente, ele atraiu uma atenção previsível da mídia: reportagens sobre o "impacto na bomba", debates especulando "até onde os preços podem chegar" e entrevistas nas ruas captando reações emocionais ao alto custo da gasolina. Todos sentem o efeito do aumento dos combustíveis, e por isso o assunto domina o debate público. Os números falam por si: o petróleo WTI saltou de US\$ 67 para US\$ 101 por barril em março, e os preços da gasolina nos Estados Unidos subiram de US\$ 3,00 para US\$ 4,10 por galão. Um aumento dessa magnitude é difícil de ignorar. Mas isso realmente significa que o petróleo e a gasolina estão caros?

Os adeptos das finanças comportamentais provavelmente já ouviram falar de Daniel Kahneman. Ele foi o primeiro psicólogo a ganhar o Prêmio Nobel de Economia ao teorizar e descrever diversos heurísticas e vieses que levam as pessoas a tomar decisões, às vezes de forma irracional. Um viés posteriormente teorizado por outros pesquisadores é o viés do dígito à esquerda: a tendência de atribuir um peso desproporcional ao primeiro dígito de um número.

No caso do petróleo, esse viés entra em ação quando ele é negociado a US\$ 100 ou mais. A marca dos US\$ 100 foi ultrapassada pela primeira vez em 2008 e, desde então, esse "1" como primeiro dígito nos faz perceber o petróleo como extremamente caro. A mesma dinâmica se aplica à gasolina, desta vez com o número 4.

Novamente, a gasolina atingiu pela primeira vez a marca de US\$ 4 em 2008 e, desde então, esse valor se tornou nossa referência para considerar que ela está muito cara. O fato de ambas as commodities terem atingido esses níveis em 2008, pouco antes da grande crise financeira, reforçou seu status como referência de preço extremo. Desde então, o petróleo voltou a atingir a marca dos US\$ 100 apenas em 2011, 2012, 2013, 2014 e 2022, com uma média de 90 dias úteis acima desse nível nesses anos, sugerindo que raramente permanece por muito tempo nesse patamar.

Indo além do viés do dígito à esquerda, vale considerar os preços do petróleo em termos reais. Embora a marca dos US\$ 100 tenha permanecido fixa na mente do público como uma âncora, os preços de bens e serviços mudaram consideravelmente desde 2008. O Índice de Preços ao Consumidor (CPI), a medida mais acompanhada da inflação nos Estados Unidos, mostra que a cesta de bens e serviços subiu mais de 50% desde então. Portanto, um barril vendido hoje a US\$ 100 não é comparável a um vendido pelo mesmo preço em 2008; em termos reais, os US\$ 100 de hoje

equivalem a cerca de US\$ 65 em valores de 2008. O mesmo exercício aplicado à gasolina mostra que US\$ 4,00 por galão hoje corresponde aproximadamente a US\$ 2,60 em 2008, um preço inferior à média entre 2005 e 2009, que foi de US\$ 2,64. Levando esse raciocínio ao extremo: o pico da gasolina em 2008, de US\$ 4,11 por galão, corresponderia hoje a aproximadamente US\$ 6,40, e o recorde histórico do WTI de US\$ 145 em 2008 equivaleria a cerca de US\$ 228 por barril em valores atuais. Pelos níveis atuais, não se trata de preços elevados sob essa ótica. Considerando a inflação acumulada, US\$ 150 é o novo US\$ 100 para o petróleo.

O Estreito de Ormuz, por onde passa aproximadamente 20% da oferta mundial de petróleo, permanece fechado, e cada semana sem resolução aumenta a pressão sobre os preços. Por enquanto, os mercados vinham precificando um fim rápido do conflito: embora o WTI tenha encerrado o mês em US\$ 101, o contrato futuro para dezembro de 2026 está sendo negociado bem abaixo, em US\$ 72. O cessar-fogo anunciado no início de abril trouxe alívio aos mercados. O estreito está agora, espera-se, aberto pelas próximas duas

semanas, mas não há garantia de como a situação evoluirá no futuro próximo. Caso o estreito volte a ser fechado, os preços do petróleo retomariam a alta e poderiam, eventualmente, atingir níveis realmente elevados. Esse cenário aumentaria de forma significativa a probabilidade de estagflação, um cenário temido por todos os investidores. O cessar-fogo anunciado no início de abril trouxe alívio aos mercados. O estreito está novamente aberto pelas próximas duas semanas, mas nada garante que permanecerá assim depois disso.

A estagflação é caracterizada por baixo ou negativo crescimento combinado com alta inflação e é amplamente considerada um dos ambientes econômicos mais difíceis de enfrentar: a típica correlação negativa entre títulos e ações tende a se inverter, com ambas as classes de ativos apresentando perdas simultaneamente. Nessas circunstâncias, o caixa é o melhor ativo para se manter, e os investidores são melhor atendidos ao esperar que as condições se estabilizem antes de voltar para ações e renda fixa.

Por essa razão, decidimos ajustar gradualmente nossos cenários econômicos: passamos de uma probabilidade de 25% para 40% de estagflação e ajustamos as alocações de nossos portfólios discricionários de acordo. Primeiro, reduzimos nossa exposição a ações de mercados emergentes para neutra e diminuimos o *duration* da nossa exposição a títulos soberanos. Em seguida, reduzimos novamente ações de mercados emergentes e títulos, além de vender parte da nossa exposição a ações europeias. Por fim, reduzimos mais uma vez o *duration* da parcela de títulos soberanos. Após todos esses movimentos, estamos agora subalocados em ações e renda fixa, mas continuamos sobrealocados em investimentos alternativos. Diante da grande incerteza, permanecemos prontos para adaptar nossa visão incorporando os desenvolvimentos mais recentes.



Eric Hatisuka

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

“SI VIS PACEM, PARA BELLUM - SE QUER PAZ, PREPARE-SE PARA A GUERRA”

Flávio Vegécio, autor romano do 4º ou 5º século

“A GUERRA É UM MAL, MAS FREQUENTEMENTE, É O MENOR DOS MALES”

George Orwell

Da perspectiva da filosofia, para um autor que coleciona aforismos, como este que vos escreve, o tema ‘guerra’ é repleto de frases de impacto, duras e realistas, mas também frases ingênuas, utópicas ou mesmo niilistas.

Por outro lado, da perspectiva da análise geopolítica propriamente dita, realizada da forma moderna, isto é, superficial e/ou politicamente correta, para que possa viralizar em redes sociais e/ou gerar engajamento, o tema é tão fecundo quanto o solo do Deserto Iraniano de Lut, o que deveria desestimular a participação qualquer analista intelectualmente honesto.

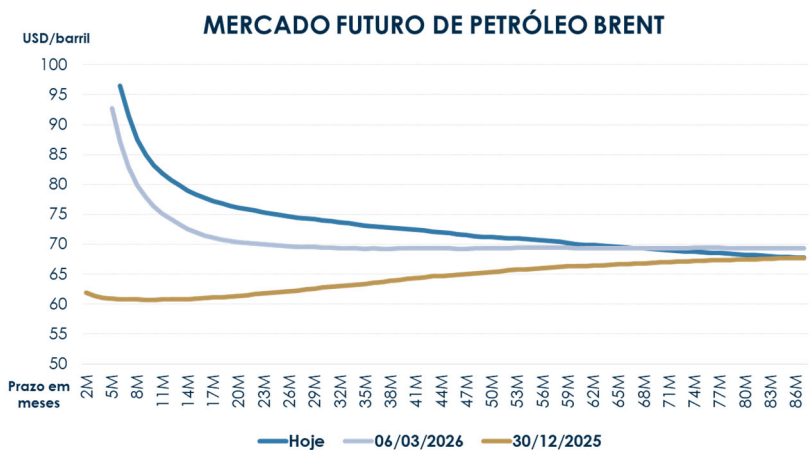
O fato é que, uma vez extraído o glacê ideológico das diversas análises em circulação, pouco sobra de conteúdo útil para a tomada de decisão sobre investimentos, no caso. Desta

forma, o distanciamento do tema em questão é mais que uma maneira de se obter isenção, mas uma verdadeira ferramenta metodológica de análise multivariada.

Daí que, como já (bem) expresso pelo meu colega de espaço nesta carta, Henrique Pimenta, não temos a menor pretensão de ter uma visão determinística sobre como o conflito vai acabar, ou mesmo sobre quem vai vencê-lo, seja material ou moralmente, uma vez que nossa missão precípua é proteger o patrimônio dos nossos clientes, seja qual for o evento.

Da perspectiva da economia, porém, algumas conclusões são mais objetivas. Por exemplo, que o preço do petróleo tende a se acomodar e ceder, com o fim da guerra, mas que não deve voltar tão rápido aos patamares pré-guerra.

De fato, as curvas de preços dos contratos futuros de petróleo mostram que os mercados nunca acreditaram em um cenário de duração indeterminada para a guerra, pois mesmo nos piores momentos do conflito, a curva permaneceu e se manteve negativamente inclinada), sinalizando que os mercados sempre acreditaram em uma resolução rápida do conflito (gráfico abaixo).



Fonte: Bloomberg

Considerando que a curva de petróleo, no final de 2025, estava em "contango" (isto é, positivamente inclinada), a informação do *backwardation* é de grande valia.

Por outro lado, embora o preço do petróleo deva ceder e se acomodar, alguns preços, como do gás natural do Golfo Pérsico, bem como de alguns refinados de petróleo e fertilizantes, devem permanecer com preços pressionados por todo o ano de 2026, quando comparados ao fechamento de 2025.

Isto porque, na ânsia de gerar retaliação e custo para seus inimigos, e pressionar pelo fim dos bombardeios, o Irã realizou diversos ataques com mísseis balísticos e drones que comprometeram a infraestrutura de fabricação dos produtos referidos acima. Ou seja, mesmo com o fim imediato das hostilidades, haverá necessidade de reposição física de equipamentos, para que a produção alcance os níveis pré-Guerra e isso, certamente, vai afetar a curva de preços.

« PROVAVELMENTE, O RISCO DE ESTAGFLAÇÃO NO BRASIL É BEM MENOR DO QUE O PRESENTE NO CENÁRIO DOS NOSSOS COLEGAS SUÍÇOS, PELO MENOS PARA ESTE ANO ... »

Com isso, para o cenário de Brasil, estamos revisando nossas projeções de IPCA da região de valores entre 3,5 - 4,0% em 2026 para valores entre 4,5 - 5,0%, em um ajuste de mais de 60 pontos-base para este ano.

Provavelmente, o risco de estagflação no Brasil é bem menor do que o presente no cenário dos nossos colegas suíços, pelo menos para este ano, por ser ano de eleições gerais, em que tipicamente o gasto do governo é um pouco maior do que nos anos que o precedem.

Porém, é fato inegável que houve um aumento material neste risco, pois o Brasil, como um país altamente dependente de importações de fertilizantes e óleo diesel, já havia sido afetado pela redução de fornecimento por conta da Guerra da Ucrânia, e o cenário atual no Oriente Médio pode produzir um choque importante na produção agrícola do país, tanto em termos de preços quanto de volumes.

Neste contexto, a expectativa de maior inflação preconiza cautela nos investimentos, além da manutenção das posições em renda fixa concentrada em ativos pós-fixados em CDI e IPCA, bem como em títulos de

prazos mais curtos, de forma geral.

Com o aumento da incerteza e do risco fiscal local, uma vez que o governo brasileiro está apostando em estratégias de mitigação de choques de preços baseadas em renúncia fiscal, também entendemos que aumenta a necessidade de ajuste fiscal fundamentado em cortes de gasto público para 2027, sob o risco de continuidade da política de juros restritivos por parte do Banco Central por mais tempo.

Sob tal cenário, a alocação em ativos de risco, como renda variável brasileira e fundos multimercados, é menos recomendável, pois os níveis superelevados dos juros locais já começam a causar problemas de endividamento e excesso de encargo de juros nas empresas locais, derrubando sua perspectiva de crescimento lucros de forma decisiva.

Em resumo, nos investimentos, diferentemente das guerras, não há medalhas póstumas para os heróis.

MERCADOS

Renda Fixa		31/03/26	MTD	3M	YTD	
CDI	-	101,62	1,21%	3,53%	3,41%	
IMA-B	-	11.264,24	0,17%	3,13%	2,98%	
IMA-B 5	-	11.051,37	1,39%	3,97%	3,87%	
IMA-B 5+	-	12.387,15	(0,78%)	2,48%	2,29%	
IRF-M	-	22.116,22	(0,59%)	2,51%	2,36%	
IMA-S	-	8.417,85	1,27%	3,61%	3,49%	
Índices Globais		País	31/03/26	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	187.461,84	(0,70%)	16,81%	16,35%	
Dow Jones	USD	46.341,51	(5,38%)	(4,38%)	(3,58%)	
S&P 500	USD	6.528,52	(5,09%)	(5,46%)	(4,63%)	
NASDAQ	USD	23.740,19	(4,89%)	(6,99%)	(5,98%)	
Euro Stoxx 50	EUR	5.569,73	(9,26%)	(3,16%)	(3,83%)	
FTSE 100	GBP	10.176,45	(6,73%)	3,14%	2,47%	
MSCI Emerging	EM	56,79	(9,25%)	3,90%	3,80%	
MSCI World	World	4.258,31	(6,55%)	(4,55%)	(3,88%)	
Moedas		País	31/03/26	MTD	3M	YTD
Real/Dólar	USD	5,18	(1,08%)	7,04%	5,38%	
Euro	EUR	1,16	(2,19%)	(1,87%)	(1,64%)	
Franco Suíço	CHF	0,80	(3,77%)	(1,30%)	(0,85%)	
Libra Esterlina	GBP	1,32	(1,89%)	(2,11%)	(1,84%)	
Bitcoin	BTC	68.193,95	4,07%	(21,81%)	(22,20%)	
Hedge Funds		País	31/03/26	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	6.125,67	(3,42%)	0,26%	0,05%	

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.

