

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Ruben Ferreira
Investment Advisor
Internacional

INTERNACIONAL

WUTHERING HIGHS

Na universidade, mercados financeiros eram analisados em salas de aula, onde os professores organizavam, explicavam e, muitas vezes, simplificavam demais dinâmicas complexas. Estudavam-se ciclos, correlações e reações a choques macroeconômicos. Tudo tinha um enquadramento, uma lógica, quase uma ideia de previsibilidade. Mas há um momento em que se tiram os olhos do livro-texto e se passa a ver os mercados como eles realmente são: dinâmicos, reativos e, não raro, resistentes à lógica bem definida da teoria.

Desde o início do ano, o que tem acontecido está longe de

ser teórico. A combinação de tensões geopolíticas, expectativas variáveis em relação às taxas de juros, oscilações nos mercados de matérias-primas e o comportamento dos mercados acionistas criou uma dinâmica que é difícil de compreender plenamente apenas com base na teoria. O que talvez tenha sido mais marcante não são apenas os acontecimentos em si, mas a forma como os mercados reagiram a eles, por vezes absorvendo os choques com uma resiliência surpreendente, outras vezes evoluindo de formas contraintuitivas.

De uma perspectiva teórica, seria de se esperar que o cenário observado em abril exercesse pressão sobre os mercados financeiros. Os preços mais elevados do petróleo alimentam os receios inflacionários, o aumento das taxas de rendimento dos títulos soberanos torna as condições financeiras mais restritivas e as tensões geopolíticas acrescentam uma camada adicional de incerteza. Em conjunto, esses elementos formam um contexto que, em teoria, deveria levar a um comportamento mais cauteloso por parte dos investidores. No entanto, a lógica dos mercados nunca é linear.

O mês de abril serviu para lembrar que o que parece óbvio na teoria nem sempre se concretiza na prática, uma vez que múltiplas dinâmicas interagem e, por vezes, se neutralizam mutuamente. É precisamente nesse tipo de ambiente que a divergência entre expectativa e realidade se torna mais visível. Neste mês, essa divergência assumiu uma forma particularmente marcante.

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS DESDE 2022:

	Apr.	Apr.	2024	2024\$	2025	2025\$	2024	2024\$	2023	2023\$	2022	2022\$
S&P 500	10.49		5.7		17.9		25.0		26.3		-18.1	
Stoxx 50	6.37	8.07	2.7	2.6	22.1	38.5	11.9	4.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0
MSCI EM	14.74		14.6		34.3		8.0		10.1		-19.9	
Brazil Bovespa	-0.08	4.30	16.3	28.1	34.0	50.9	-10.4	-29.6	22.3	33.1	4.7	10.1
Euro	1.54		-0.1		13.4		-6.2		3.1		-5.8	
US Dollar Index	-1.91		-0.3		-9.4		7.1		-2.1		8.2	
Gold Spot	-1.08		6.9		64.6		27.2		13.1		-0.3	
Brazilian Real	4.56		10.9		12.3		-21.4		8.9		5.4	
Brent	-3.7		87.4		-18.5		-3.1		-10.3		10.5	
Bitcoin	12.13		-12.8		-6.5		120.5		157.0		-64.3	
Global Agg.	1.25		0.2		8.2		-1.7		5.7		-16.2	
Latam Bonds	2.60		1.9		13.2		10.5		11.1		-13.2	
Global HY	2.58		1.2		12.1		9.2		14.0		-12.7	
US T Bills	0.30		1.2		4.3		5.3		5.1		1.3	
Brazil CDI	1.09	5.68	4.5	15.9	14.3	28.4	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4

«... A LIÇÃO NÃO É A DE QUE OS MERCADOS SE TORNARAM ISENTOS DE RISCO, MAS SIM A DE QUE NOVAS MÁXIMAS NÃO REPRESENTAM, POR SI SÓ, UM PONTO FINAL.»

O mês de abril foi marcado pelo conflito no Médio Oriente, o que provocou uma volatilidade significativa nos mercados de energia. Os preços do petróleo oscilaram acentuadamente, ultrapassando brevemente os 126 dólares por barril antes de fechar em torno de 114 dólares, reforçando as preocupações com possíveis interrupções no abastecimento.

Isso se refletiu rapidamente nos dados de inflação, com a inflação geral nos EUA subindo para 3,3% no comparativo anual e a inflação na zona do euro atingindo 3,0%. Ao mesmo tempo, as taxas de rendimento dos títulos soberanos subiram nos principais mercados, com as taxas de rendimento dos títulos de 10 anos dos EUA em torno de 4,37% e as taxas europeias atingindo seu nível mais alto desde o início da década de 2010.

Normalmente, tal combinação teria um impacto negativo nos mercados acionistas. Apesar deste contexto, o S&P 500 recuperou-se fortemente da fraqueza registrada em março e atingiu novas máximas históricas. O índice valorizou +10,5% ao mês, o seu melhor desempenho desde novembro de 2020. O movimento foi ainda mais acentuado em

determinados setores, com o setor de semicondutores registrando alta de 38,4%, enquanto as ações europeias e dos mercados emergentes também apresentaram ganhos consistentes.

Isso leva naturalmente os investidores a uma questão fundamental: como se posicionar diante dos mercados após a renovação de máximas históricas?

A questão é particularmente relevante após um período de tanta incerteza. Alguns investidores podem ter reduzido a sua exposição durante a fase de fraqueza do mercado e agora hesitam em retornar, sentindo que as novas máximas históricas tornam o ponto de entrada menos atrativo. Outros, que mantiveram os seus investimentos durante a volatilidade, podem questionar se esses níveis configuram um momento oportuno para realização de lucros. Em ambos os casos, o desconforto provém da mesma impressão: que um mercado em máximas históricas deve estar mais próximo do fim do que da continuação da sua trajetória.

Para abordar esta questão, fomos além da intuição e analisamos o comportamento histórico dos mercados na sequência desses episódios. Com base em dados diários desde 1980, identificamos 983 ocasiões em que o S&P 500 atingiu uma nova máxima histórica e medimos os retornos subsequentes em diferentes horizontes de investimento.

Os resultados oferecem uma perspectiva clara. Um mês após atingir uma nova máxima, o S&P 500 registrou resultados positivos em 61% dos casos. Esta probabilidade aumentou com o tempo, atingindo 69% ao fim de três meses, 76% ao fim de seis meses e mais de 80% ao fim de nove meses. Mesmo em um horizonte de doze meses, os retornos mantiveram-se positivos em mais de 77% dos casos.

A análise da distribuição dos retornos proporciona uma perspectiva adicional. Os resultados concentraram-se com maior frequência em território positivo, enquanto as quedas mais expressivas mostraram-se relativamente raras. Em um horizonte de doze meses, por exemplo, a probabilidade de obter ganhos superiores a 10% foi de aproximadamente 57%, em comparação com apenas

cerca de 9% para perdas superiores a 10%.

Os retornos medianos são particularmente úteis neste contexto, uma vez que são menos afetados por episódios extremos de mercado e dão uma ideia mais clara do resultado "típico" após uma máxima histórica. Em nossa análise, os retornos medianos foram positivos em todos os horizontes estudados, subindo de cerca de +1% após um mês para mais de +13% ao longo de doze meses. Em termos práticos, os investidores que mantiveram as suas posições após um máximo histórico foram, ao longo do tempo, mais frequentemente recompensados do que penalizados por manterem as suas posições em níveis elevados. Longe de marcarem sistematicamente um ponto de exaustão, novas máximas foram, historicamente, seguidas por novos avanços na maioria das vezes.

Os dados estatísticos ajudam, assim, a colocar o nível atual do mercado em perspectiva. Atingir um máximo histórico pode causar algum desconforto, mas a história sugere que isso não deve ser automaticamente interpretado como um sinal de alerta.

Esse ponto é particularmente relevante atualmente. Em cartas anteriores, já tínhamos abordado o fato de o S&P 500 ter ultrapassado os 5.000 pontos em fevereiro de 2024 e, posteriormente, os 6.000 pontos em novembro do mesmo ano, dois patamares que, à época, naturalmente suscitaram questionamentos sobre até onde o mercado poderia avançar. No entanto, estes marcos foram ultrapassados mais rapidamente do que muitos poderiam ter esperado. Com o índice agora acima dos 7.000 pontos, a lição não é a de que os mercados se tornaram isentos de risco, mas sim a de que novas máximas não representam, por si só, um ponto final.

Para os investidores, essa distinção é importante. Os dados não sustentam a ideia de reduzir a exposição simplesmente porque os mercados atingiram um nível recorde. Permanecer investido segue sendo fundamental para capturar o crescimento de longo prazo. Ao mesmo tempo, o contexto atual continua a exigir disciplina. A incerteza geopolítica, as pressões inflacionárias e o nível mais elevado dos rendimentos soberanos justificam uma abordagem mais seletiva e

cautelosa na construção das carteiras.

Esse é precisamente o equilíbrio que orientou nossas decisões mais recentes. O objetivo não é se afastar dos mercados pelo fato de terem atingido novas máximas, mas assegurar que as carteiras permaneçam posicionadas de forma a refletir tanto a força da tendência atual quanto os riscos que a cercam. É aqui que a responsabilidade e a análise aprofundada se revelam fundamentais: responsabilidade de proteger o capital dos clientes em contextos em constante mudança e análise na distinção entre ruídos de curto prazo e forças estruturais predominantes. Ainda não justificava um retorno integral ao risco.

Essa filosofia se refletiu na decisão do Comitê de Investimentos em abril. Apenas um ajuste foi implementado ao longo do mês, mas ele decorreu de uma reflexão mais ampla sobre como posicionar as carteiras em um ambiente em que os sinais apontavam em direções distintas. Por um lado, o dinamismo do mercado tinha claramente melhorado, as ações apresentavam recuperação consistente e uma subexposição excessiva poderia implicar perda de parte do movimento de recuperação. Por outro lado, o contexto macroeconômico e geopolítico ainda não justificava um retorno integral ao risco.

Diante disso, o Comitê optou por uma resposta ponderada: reduziu pela metade a subexposição em renda variável por meio do aumento da alocação em ações globais. Mesmo após o ajuste, as carteiras permanecem posicionadas de maneira cautelosa, com alocação relevante em liquidez, aliada a subexposição significativa em renda fixa, diante das preocupações com um possível cenário de estagflação. O objetivo não foi adotar uma postura agressiva, mas reconhecer a força do mercado preservando

flexibilidade. Nesse sentido, a decisão ilustra a mensagem central desta carta: participar quando a tendência se mostra construtiva, mas fazê-lo com disciplina, seletividade e margem suficiente para reagir caso as condições mudem.



Eric Hatisuka

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

O SONHO DE KEKULÉ

Nos idos de 1861, o químico alemão Friedrich August Kekulé perdia o sono para resolver um problema que lhe parecia particularmente impossível: como demonstrar a configuração espacial da molécula do benzeno, cuja estabilidade parecia indiscutível (embora também inexplicável)?

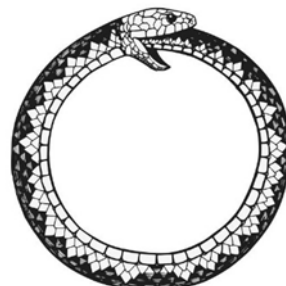
Tal dúvida existia porque, entre os 6 átomos de carbono da estrutura molecular do benzeno, não era intuitivo como as ligações químicas poderiam acomodar, de forma estável, os 6 átomos de hidrogênio também presentes na molécula.

O mundo ainda via os primeiros passos do que, hoje em dia, conhecemos como Química Orgânica, isto é, a química que estuda os hidrocarbonetos (petróleo e derivados), e Kekulé, um dos mais formidáveis químicos de seu tempo, foi

personagem fundamental no desenvolvimento deste ramo da ciência.

Entretanto, para que a indústria petroquímica chegasse ao ponto em que estamos hoje, era crucial que fossem desvendadas as propriedades das ligações do carbono presente nos hidrocarbonetos e, para isso, o entendimento da molécula do benzeno era fundamental.

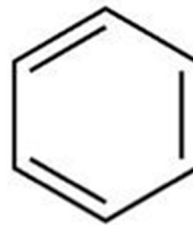
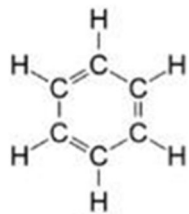
Porém, em um evento que é lembrado até hoje como um dos mais célebres casos de serendipidade, Kekulé, cansado de pensar no assunto da configuração da molécula do benzeno, adormeceu. E, em seu sono atormentado, sonhou com uma serpente que engolia a própria cauda, em um movimento cíclico e circular (figura abaixo).



A conclusão deste singelo caso é que Kekulé, inspirado pelo seu sonho da serpente que engolia a própria cauda, postulou que a molécula do benzeno teria uma configuração hexagonal, composta por ligações covalentes simples e duplas alternadas, em que os átomos do carbono compartilhariam elétrons com os átomos de hidrogênio de forma cíclica e dinâmica, estabilizando assim,

sua estrutura molecular de uma maneira tão inusitada quanto eficiente; o que, de fato, foi comprovado posteriormente, com o advento das técnicas modernas de difração de raios-x.

A figura abaixo mostra 3 representações do anel benzênico e suas ligações covalentes dinâmicas alternadas.



O símbolo do sonho de Kekulé, a serpente que engole a própria cauda, é conhecida como “ouroboros” e trata-se de uma imagem bastante difundida em várias mitologias para caracterizar tropos como o ciclo da vida, entre outros.

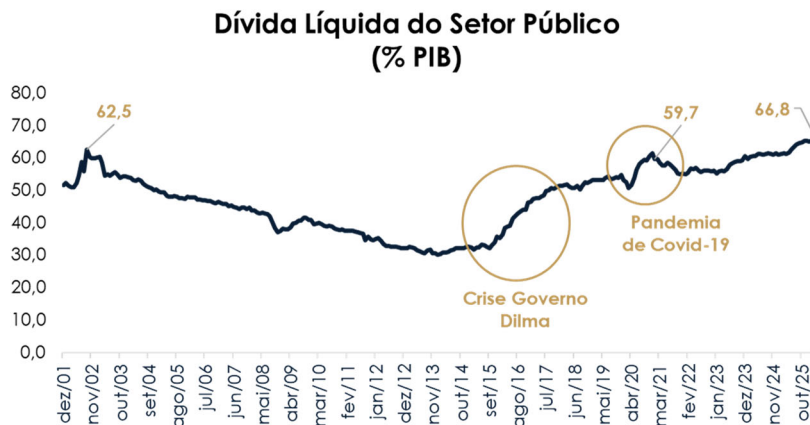
De forma análoga, a metáfora expressa pelo ouroboros, a serpente que engole a própria cauda, também explica de forma simples e precisa a causalidade entre juros e dívida no Brasil.

Após as crises do Governo Dilma e da Pandemia de Covid-19, a dívida pública brasileira cresceu

rapidamente, saindo do valor de 30% do PIB em 2014 para 56% do PIB em 2022. No entanto, era esperado que se estabilizasse após a aprovação da emenda do Teto de Gastos, em 2017.

Porém, com a substituição do Teto de Gastos pelo Arcabouço Fiscal, em 2023, e seu posterior abandono completo, em 2024, a orientação da política econômica passou a ser realizada por meio de compromissos etéreos, quando não, frágeis, e que obviamente, tendem a se perder completamente em anos de eleições gerais.

Moral da história, com o fim do Teto de Gastos, a Dívida Pública Federal cresceu de 56% do PIB em 2022 para os atuais 67% do PIB, e não há absolutamente nada que indique que ela vá se estabilizar nestes níveis no curto prazo (gráfico abaixo).



Fonte: Banco Central

Contudo, tão importante quanto o crescimento da dívida, é a composição do gasto excessivo que a faz aumentar, caracterizado principalmente por despesas correntes, isto é, despesas de funcionamento da máquina pública, majoritariamente salários e remuneração de funcionários públicos, aposentadorias e pensões do INSS, além de auxílios e bolsas assistenciais oferecidas pelo Estado.

O Estado Brasileiro gasta hoje o equivalente a quase 50% do PIB anualmente e, desta estrutura de gastos, menos do equivalente a 3% do PIB correspondem a despesas de investimento e infraestrutura.

A composição dos gastos importa porque, embora tanto as despesas de investimentos quanto as despesas operacionais sejam, em última instância, impulsos de demanda, apenas as primeiras se convertem, em termos macroeconômicos, em oferta agregada no longo prazo, contribuindo para o aumento da produtividade e desenvolvimento do país.

**« APENAS UM
CHOQUE DE
CREDIBILIDADE, ISTO
É, UM COMPROMISSO
EXPLÍCITO, FIRME E
INDESVIÁVEL COM O
CORTE DE GASTOS
PÚBLICOS PODERIA
GERAR UMA RUPTURA
NO CÍRCULO VICIOSO
DE DÍVIDA E JUROS A
QUE O BRASIL ESTÁ
PRESO.»**

Ou seja, em um país em que o maior consumidor líquido da economia é o governo, e em que esse consumo é concentrado na forma de transferências monetárias e impulso de demanda injetados diretamente na veia, o equilíbrio macroeconômico é fortemente deslocado em favor do dispêndio, obrigando o Banco Central a elevar os juros e mantê-los altos, de forma a tentar controlar os efeitos inflacionários que o descompasso entre oferta e demanda de tal política causa.

Finalmente, os juros elevados terminam por encarecer a rolagem da dívida pública, incorporando-se ao principal como serviço da dívida e aumentando exponencialmente o valor do estoque da dívida com o tempo, caso nenhuma ação seja feita para se prevenir.

Em resumo, o gasto público primário pressiona a demanda agregada, forçando o aumento dos juros, que aumentam o serviço da dívida, causando como efeito secundário, também o aumento dos juros. E assim, a cada ano que se passa, a serpente engole a própria cauda, no Brasil.

Em tempo: cabe lembrar que, neste ambiente de juros

elevados, não é só a dívida do setor público que aumenta, mas também a dívida das empresas e das famílias.

Não é por acaso que estamos presenciando, não só muitas grandes companhias brasileiras renegociando suas dívidas, sob a ameaça de requerer proteção judicial contra credores, mas também muitas famílias severamente endividadas, em um ciclo pernicioso de renegociação e re-endividamento, cujo grande vilão é a Taxa Selic hipertrofiada necessária para controlar a inflação.

Apenas um choque de credibilidade, isto é, um compromisso explícito, firme e indesviável com o corte de gastos públicos poderia gerar uma ruptura no círculo vicioso de dívida e juros a que o Brasil está preso.

Para nós, analistas e investidores, é essencial conseguir separar o ruído do sinal: sem que haja uma mudança radical na orientação macroeconômica brasileira, que pende desmesuradamente em favor do excesso de dispêndio, não haverá melhora de preços, seja bolsa, câmbio ou juros, que não seja apenas um desvio fugaz dentro de uma trajetória nefasta.

Kekulé, a bolsa, o câmbio e os juros brasileiros

Em 1861, quando descobriu o anel benzênico, Kekulé jamais poderia imaginar o tamanho que a indústria petroquímica alcançaria no futuro, e o quanto o mundo seria dependente dela, em um nível que vai muito além dos combustíveis fósseis.

O Brasil, assim como outros países produtores de commodities, foi bastante beneficiado pelos eventos da Guerra do Irã, ao tornarem-se alternativa de produção de petróleo que não necessita transitar pelo Estreito de Ormuz em seu caminho até o consumidor final.

Os preços dos ativos brasileiros não ficaram inalterados neste cenário. O Ibovespa sobe 16% no ano e o Dólar cai 9,5% no ano contra o Real neste mesmo período.

Por outro lado, os juros futuros permanecem praticamente inalterados neste ano, o que não deixa de ser paradoxal, uma vez que, tipicamente, o bom humor e a liquidez global tendem a exercer efeito unidirecional sobre os ativos brasileiros.

De fato, na esmagadora maioria dos eventos de descompressão de risco que vivenciamos no passado, tanto Ibovespa, quanto Dólar e juros futuros se moveram em uníssono, expressando nos preços a melhora percebida nas perspectivas macroeconômicas do país.

No caso atual, a conclusão direta é que o Ibovespa e o Dólar se moveram em resposta a uma expectativa de aumento no saldo comercial, por conta do aumento do preço do petróleo, mas o grande descompasso entre demanda e oferta na economia brasileira continua impedindo que os juros futuros antecipem uma trajetória mais decisiva de queda na Selic.

Com isso, nossa expectativa é que o Ibovespa e o Dólar já tenham alcançado seus melhores preços no curto prazo, e que, sem queda de juros sustentável que ampare esta melhora, até esse parco equilíbrio se mostre sendo apenas um evento efêmero.

MERCADOS

Renda Fixa		30/04/26	MTD	3M	YTD
CDI	-	102,72	1,09%	3,51%	4,54%
IMA-B	-	11.468,62	1,81%	4,28%	4,85%
IMA-B 5	-	11.196,92	1,32%	4,33%	5,23%
IMA-B 5+	-	12.660,10	2,20%	4,24%	4,55%
IRF-M	-	22.391,13	1,24%	2,05%	3,63%
IMA-S	-	8.509,74	1,09%	3,57%	4,62%

Índices Globais	País	30/04/26	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	187.317,64	(0,08%)	2,97%	16,26%
Dow Jones	USD	49.652,14	7,14%	1,32%	3,31%
S&P 500	USD	7.209,01	10,42%	3,30%	5,31%
NASDAQ	USD	27.452,12	15,64%	5,83%	8,72%
Euro Stoxx 50	EUR	5.881,51	5,60%	(1,89%)	1,56%
FTSE 100	GBP	10.378,82	1,99%	1,68%	4,51%
MSCI Emerging	EM	63,99	12,68%	6,05%	16,96%
MSCI World	World	4.660,70	9,45%	2,19%	5,20%

Moedas	País	30/04/26	MTD	3M	YTD
Real/Dólar	USD	4,96	4,35%	4,43%	9,49%
Euro	EUR	1,17	1,54%	(2,57%)	(0,13%)
Franco Suíço	CHF	0,78	2,31%	(2,59%)	1,44%
Libra Esterlina	GBP	1,36	2,85%	(1,77%)	0,96%
Bitcoin	BTC	76.466,34	12,13%	(14,04%)	(12,76%)

Hedge Funds	País	30/04/26	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	6.251,16	2,05%	(0,40%)	2,10%

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.

