

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Henrique Pimenta
Investment Advisor
Internacional

INTERNACIONAL

OPPA DRAM STYLE

Em 2012, o mundo ocidental descobriu o K-pop com a famosa música "Gangnam Style". O K-pop não era, na época, nada comum na cultura ocidental. Porém, o videoclipe foi o primeiro a atingir 1 bilhão de visualizações no YouTube. Alguns adoraram a música, outros a detestaram, mas ela não deixou as pessoas indiferentes com seu refrão, que ainda hoje é lembrado. Além da viralidade da música e dos gostos musicais de cada um, o fenômeno fez com que os ocidentais se interessassem pela cultura coreana, que era (e continua sendo) desconhecida do grande público.

14 anos depois, os coreanos surpreenderam novamente o resto do mundo. Desta vez, a surpresa não teve nada a ver com música, e sim com os mercados financeiros. São poucos os participantes do mercado que acompanham as ações coreanas, exceto talvez a Samsung, a maior empresa do país. Isso pode explicar por que, entre 2015 e 2024, o desempenho médio do índice ficou em apenas 4,26% ao ano.

No entanto, nos últimos doze meses, a história mudou para os investidores do mercado acionário coreano: o índice Kospi avançou impressionantes 220%. Em maio, o índice continuou a crescer com um desempenho de 28,5% positivo. Esse ganho impressionante permitiu que o mercado acionário de países emergentes registrasse alta de 9,7% em maio, uma vez que as ações coreanas representam quase um quarto do índice MSCI EM.

De modo geral, maio foi um mês muito positivo para os mercados acionários, impulsionado por uma excelente temporada de resultados das empresas norte-americanas. Mais de 80% das companhias do S&P 500 superaram as estimativas de

lucro por ação (EPS), e o crescimento do EPS ultrapassou 29% em relação ao mesmo período do ano anterior, significativamente acima da expectativa inicial do consenso, de 11%. O preço do petróleo Brent recuou 19% em maio, graças às expectativas de um fim do conflito entre os EUA e o Irã. Os resultados divulgados e a queda no preço do petróleo, juntos, ajudaram os participantes do mercado a ignorar os receios de estagflação. A Europa teve um desempenho positivo, mas não tão bom quanto o dos EUA, devido à sua menor exposição ao setor tecnológico. Com o conflito ainda em curso, a dinâmica de desvalorização do dólar permanece em pausa, o que permitiu que o dólar americano se fortalecesse.

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS DESDE 2022:

	May	May \$	2024	2024 \$	2025	2025 \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$
S&P 500	5.26		11.2		17.9		25.0		26.3		-18.1	
Stoxx 50	3.92	3.44	6.7	6.1	22.1	38.5	11.9	4.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0
MSCI EM	9.71		25.7		34.3		8.0		10.1		-19.9	
Brazil Bovespa	-7.22	-8.59	7.9	17.1	34.0	50.9	-10.4	-29.6	22.3	33.1	4.7	10.1
Euro	-0.61		-0.7		13.4		-6.2		3.1		-5.8	
US Dollar Index	0.90		0.6		-9.4		7.1		-2.1		8.2	
Gold Spot	-1.68		5.1		64.6		27.2		13.1		-0.3	
Brazilian Real	-1.59		9.1		12.3		-21.4		8.9		5.4	
Brent	-19.3		51.3		-18.5		-3.1		-10.3		10.5	
Bitcoin	-3.70		-16.0		-6.5		120.5		157.0		-64.3	
Global Agg.	0.34		0.5		8.2		-1.7		5.7		-16.2	
Latam Bonds	0.55		2.5		13.2		10.5		11.1		-13.2	
Global HY	0.70		1.9		12.1		9.2		14.0		-12.7	
US T Bills	0.31		1.5		4.3		5.3		5.1		1.3	
Brazil CDI	1.07	-0.54	5.7		14.3	28.4	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4

O desempenho superior das ações coreanas deve-se principalmente a duas empresas: a Samsung e a SK Hynix, que cresceram 43% e 82%, respectivamente, em maio. Essas duas empresas têm apresentado um desempenho superior há algum tempo, com seus preços aumentando 477% e 1054% nos últimos doze meses, respectivamente. Os movimentos têm sido tão fortes que ambas têm uma enorme participação no índice coreano. Em maio do ano passado, ambas as empresas representavam juntas aproximadamente um quarto do índice, mas agora, com seu desempenho estratosférico, representam atualmente quase 40% do índice.

Seria fácil tomar o caminho mais curto e alertar sobre uma bolha para essas ações, mas seus fundamentos poderiam, na verdade, explicar a trajetória dos preços das ações. Espera-se que o lucro líquido da Samsung seja multiplicado por 7 e o da SK Hynix por 8 em 2026, se compararmos com os valores de 2025.

Como isso é possível? A resposta é simples: IA. Mais uma vez, a IA é responsável por outra alta espetacular nas ações de semicondutores. A Nvidia

costumava ser vista como a rainha dos chips, com suas GPUs de melhor desempenho, que todos os grandes participantes no setor de IA desejam adquirir para treinar seus LLMs. Em seguida, os chips ASICs roubaram a cena, o que permitiu que a Alphabet e a Broadcom apresentassem desempenho superior em 2025. Na nossa newsletter de novembro passado, destacamos a diferença entre os dois tipos de chips. Agora, outro tipo de chip é responsável pela ascensão da Samsung e da SK Hynix: a DRAM.

A DRAM, ou Memória RAM Dinâmica, talvez já lhe seja familiar, pois é um componente muito importante dos computadores pessoais. Trata-se da memória que armazena os dados que o processador utiliza enquanto o computador está ligado. A tecnologia pode não parecer revolucionária, já que esse tipo de componente existe há muito tempo. No entanto, a DRAM deu origem a um componente mais específico: a HBM (Memória de Alta Largura de Banda). A HBM é uma forma especializada de DRAM dedicada que é instalada ao lado da GPU e permite melhorar drasticamente a velocidade com que um LLM busca informações. Isso significa que o

«... É MUITO DIFÍCIL PARA QUALQUER INVESTIDOR TER UMA VISÃO PESSIMISTA EM RELAÇÃO AOS SEMICONDUTORES. NO NOSSO CASO, CONTINUAMOS OTIMISTAS EM RELAÇÃO AO SEGMENTO, APESAR DAS ALTAS VALORIZAÇÕES.»

LLM, seja ele o ChatGPT, o Claude, o Grok ou qualquer outro, pode coletar e selecionar os dados relevantes mais rapidamente, a fim de processá-la da forma mais eficiente possível. O chip também é muito importante para aceleradores de IA, que são usados intensivamente no treinamento de IA.

A demanda por HBM explodiu devido à corrida pela IA, já que cada desenvolvedor de LLM está trabalhando para melhorar a eficiência dos modelos. Atualmente, há mais pedidos de HBM do que a capacidade de produção. Os principais fabricantes, Samsung e SK Hynix, que detêm aproximadamente 90% da participação de mercado, estão, portanto, não apenas conseguindo completar a carteira de pedidos, mas também aumentando suas margens de lucro através do aumento do preço de venda.

O CEO da SK Hynix afirmou recentemente que a falta na oferta de memória pode se estender até 2030 e que a empresa está buscando agora dobrar sua capacidade de produção para satisfazer a enorme demanda. O sindicato da Samsung aproveitou a oportunidade proporcionada pela escassez para negociar bônus para os funcionários,

entrando em greve. Dadas as circunstâncias, a empresa estava disposta a evitar uma paralisação da produção a todo custo e aceitou pagar um bônus de US\$ 26,6 bilhões aos funcionários da divisão de chips para 2026. Isso representa cerca de 12% do lucro operacional esperado da unidade e um bônus médio de cerca de US\$ 340 mil por funcionário. Apesar desses valores incríveis, os investidores acolheram bem a notícia, porque a empresa evitou uma paralisação que teria sido muito cara.

A incrível história por trás dos chips de memória é uma consequência clara da corrida pela IA. De um lado, estão os "Sete Magníficos", que acumulavam uma enorme reserva de dinheiro após muitos anos de lucros elevados. Por outro lado, temos as startups de IA como xAI, OpenAI e Anthropic, que estão levantando enormes quantias de capital e avaliadas em centenas de bilhões cada. Ambos os tipos de empresas estão entrando de forma acelerada na IA comprometendo-se com gastos de capital colossais; esses fluxos estão chegando até a cadeia de produção e beneficiando os fabricantes de chips e seus acionistas.

Esses investimentos estão longe de terem terminado. Este ano será o melhor ano para ofertas públicas iniciais (IPOs) em muito tempo.

Em 12 de junho, a SpaceX, que agora é proprietária da xAI, deve levantar US\$ 75 bilhões com uma avaliação de US\$ 1,75 trilhão. Esta é, de longe, o maior IPO já realizado. A SpaceX é agora uma empresa com diferentes unidades de negócios: a própria SpaceX, a Starlink e a xAI. Portanto, não podemos esperar que todo o dinheiro arrecadado seja investido em IA, mas certamente parte dele será.

A SpaceX não é a única empresa a abrir o capital: a Anthropic e a OpenAI também devem realizar IPOs este ano. Enquanto esta newsletter estava sendo redigida, a Anthropic formalizou sua intenção de abrir o capital ao preencher confidencialmente os documentos para um IPO. As avaliações mais recentes das empresas estão em US\$ 900 bilhões para a Anthropic e US\$ 730 bilhões para a OpenAI, o que demonstra quão único o ano de 2026 será para IPOs.

É de se esperar que os recursos arrecadados por meio dos IPOs sirvam para financiar os

enormes gastos de capital exigidos pela corrida pela IA, especialmente para a OpenAI e a Anthropic, que são empresas especializadas exclusivamente nessa área. Isso permitirá que a demanda por chips continue a crescer, uma vez que os participantes do setor buscam aprimorar seus modelos de LLM para ganhar participação de mercado e se consolidar como líderes na corrida pela IA.

Nesse contexto, é muito difícil para qualquer investidor ter uma visão pessimista em relação aos semicondutores. No nosso caso, continuamos otimistas em relação ao segmento, apesar das altas valorizações. No entanto, continuamos adotando uma abordagem cautelosa em relação ao conflito entre o Irã e os EUA. Nenhuma das partes chegou a um acordo ainda, e isso pode reacender os temores de estagflação entre os participantes do mercado. Por essa razão, aproveitamos o ambiente de baixa volatilidade para implementar uma proteção parcial da exposição à renda variável, ao mesmo tempo em que mantemos uma alocação abaixo do neutro em renda fixa.



Eric Hatisuka

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

Um conto de duas cidades: o que os índices Ibovespa e SMLL contam sobre a economia brasileira?

"Era o melhor dos tempos, era o pior dos tempos; era a idade da sabedoria, era a idade da loucura; era a época da crença, era a época da incredulidade; era a estação da Luz, era a estação das Trevas; era a primavera da esperança, era o inverno do desespero." (Charles Dickens)

O excerto acima, parágrafo de abertura do romance histórico "Um conto de duas cidades", de Charles Dickens, também poderia ser usado para resumir com particular precisão a dicotomia presente nos índices Ibovespa e SMLL, da bolsa de valores brasileira (B3).

O Ibovespa, principal índice de ações da B3, composto pelas ações das maiores empresas listadas em bolsa do Brasil, atingiu seu nível recorde de 198.657 pontos em 14 de abril de 2026, e isso se traduziu em grande euforia entre os investidores e mídia especializada no Brasil.

Entretanto, o SMLL, índice de ações das empresas com menor capitalização de mercado da B3, também conhecidas no jargão do mercado financeiro como 'small caps', se mantém preso no patamar de 2.300 pontos, bastante aquém da máxima de 3.224 pontos, alcançada em 21 de junho de 2021.

Mas por que o SMLL não acompanhou o desempenho do Ibovespa neste rally recente? E o que isso significa?

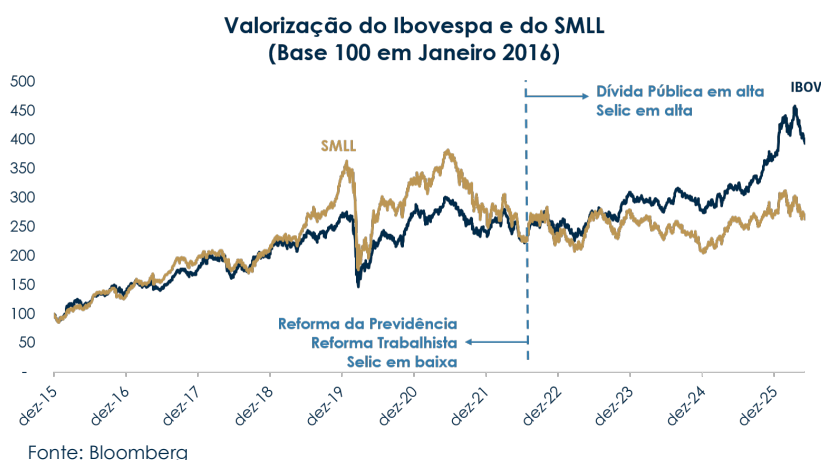
Primeiramente, é importante lembrar que os preços das ações são diretamente influenciados pela capacidade das empresas de crescer lucros no tempo. Assim, quanto mais uma empresa consegue expandir seus lucros, maior tende a ser o preço das suas ações, e vice-versa.

Também é importante lembrar que o que move o preço de uma ação é sempre um desequilíbrio entre a demanda e a oferta por aquela ação específica, pelos investidores

e participantes do mercado. fenômeno, e vice-versa.

Ou seja, se o mercado entende que uma determinada empresa vai se beneficiar do cenário macroeconômico e ter aumento de lucros, haverá aumento na compra da ação desta empresa, e seu preço subirá como reflexo deste

O gráfico abaixo mostra o comportamento dos índices Ibovespa e SMLL ao longo de mais de 10 anos, desde 1º de janeiro de 2016, e o que esse gráfico nos mostra é a história de um país que parou no tempo, economicamente.



Como podemos ver no gráfico, a partir do início de 2016, ambos os índices começaram uma trajetória de franca recuperação de valor, refletindo a melhora geral e indiscriminada esperada para a economia, fruto da guinada na orientação econômica em favor da redução do tamanho do Estado e aumento da liberdade econômica.

Também é possível ver no gráfico que, a partir de 2018, começa a haver uma lenta diferenciação entre o comportamento dos índices, de

forma que o SMLL começa a se distanciar do Ibovespa, subindo bem mais no período.

Após o choque da pandemia, o SMLL continua se destacando, até alcançar seu preço máximo, em junho de 2021.

A partir de 2022, por outro lado, começa a haver uma inversão de padrão no comportamento dos 2 índices, com o Ibovespa agora começando a se destacar e o SMLL ficando gradualmente para trás, sem conseguir sair do mesmo patamar de preços.

Finalmente, ao fim deste período, o Ibovespa atinge sua máxima histórica, em abril de 2026, sem que o SMLL tenha se libertado do seu padrão recente de completa atonia.

A verdade é que, ao examinarmos mais detidamente a composição de cada índice, veremos que além da diferença entre os valores de capitalização de mercado das empresas que compõem cada um deles, há uma outra diferença fundamental: as empresas com maior peso na composição do Ibovespa são ligadas ao setor de commodities (petróleo, mineração e siderurgia), enquanto as empresas dominantes na composição do SMLL são empresas ligadas à economia doméstica (comércio e serviços, majoritariamente).

Ou seja, além de serem diferentes por conterem ações de empresas com diferentes magnitudes de valor de capitalização de mercado, os índices também são diferentes em relação aos setores da economia a que as empresas que os compõem são expostas.

Enquanto o setor de commodities é caracterizado por preços formados nos mercados internacionais, pouca

necessidade de mão-de-obra e grande flexibilidade para ajustes rápidos na produção; os setores de varejo e serviços são conhecidos por terem os preços dos seus produtos e serviços definidos pelo equilíbrio do mercado interno, grande dependência de mão-de-obra e grande rigidez operacional, que impede ajustes mais rápidos na capacidade de oferta.

Isto significa que o setor de commodities é menos afetado pelo chamado "custo-Brasil", isto é, juros altos, elevada carga tributária e mão-de-obra cara e pouco produtiva; enquanto para quase todos os outros setores da economia doméstica, é praticamente impossível fugir desta sina.

O que podemos ver é que no período que se inicia nos estertores do Governo Dilma, em janeiro de 2016, até o período pós-pandemia, em julho de 2022, o SMLL superou o Ibovespa em praticamente todas as janelas, devido principalmente, ao efeito das reformas liberalizantes do Governo Temer, que reduziram o custo geral da mão-de-obra (Reforma Trabalhista) e reduziram o peso dos pensionistas e inativos dentro do orçamento federal (Reforma da Previdência).

**« A ALTA DO
IBOVESPA
DESACOMPANHADA
DE ALTA NO SMLL
DEVERIA SERVIR
COMO UM ALERTA...»**

Tais reformas possibilitaram uma queda mais pronunciada nas taxas de juros, sem risco de perda das metas de inflação e isso trouxe grande prosperidade às empresas menores e expostas ao ciclo econômico doméstico, que puderam pagar menos encargo de juros sobre o capital, além de expandir sua força de trabalho sem sacrifícios sobre a produtividade e margem de lucros.

Por outro lado, a partir de 2022, com a implementação de políticas que foram lentamente revertendo os ganhos anteriormente obtidos, em especial aumentando o tamanho do Estado e financiando esse crescimento de gastos com aumento de carga tributária, os juros tiveram que subir para evitar as repercussões inflacionárias destas políticas.

Com isso, a economia doméstica sofreu e o gasto do governo se tornou a maior força motriz do PIB, com o setor público se apropriando da dinâmica econômica que outrora favoreceu o setor privado.

O Ibovespa, por outro lado, foi beneficiado pela alta do petróleo, após a Guerra do Irã, e seu impacto nas ações da

Petrobrás, além da alta das ações dos bancos, que respondem positivamente aos juros mais altos em 1 década, no Brasil.

A alta do Ibovespa desacompanhada de alta no SMLL deveria servir como um alerta para nos mostrar que a alta recente do mercado acionário brasileiro é circunstancial, causada por fatores externos e totalmente exógenos ao nosso controle.

A verdade é que o SMLL, composto por empresas do Brasil real, que empregam e têm que sobreviver ao aumento de carga tributária e de taxas de juros, não tem tido a menor chance de prosperar e, neste sentido, a alta do Ibovespa, desacompanhada de alta no SMLL, deveria ser motivo de preocupação e não de comemoração.

MERCADOS

Renda Fixa		29/05/26	MTD	3M	YTD	
CDI	-	103,83	1,07%	3,47%	5,66%	
IMA-B	-	11.504,41	0,31%	2,16%	5,18%	
IMA-B 5	-	11.305,27	0,97%	3,81%	6,25%	
IMA-B 5+	-	12.635,10	(0,20%)	0,90%	4,34%	
IRF-M	-	22.542,28	0,68%	1,21%	4,33%	
IMA-S	-	8.602,49	1,09%	3,55%	5,76%	
Índices Globais		País	29/05/26	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	173.787,49	(7,22%)	(9,01%)	7,86%	
Dow Jones	USD	51.032,46	2,78%	3,10%	6,18%	
S&P 500	USD	7.580,06	5,15%	9,72%	10,73%	
NASDAQ	USD	30.333,18	10,49%	21,17%	20,13%	
Euro Stoxx 50	EUR	6.050,54	2,87%	(1,80%)	4,47%	
FTSE 100	GBP	10.409,28	0,29%	(4,03%)	4,81%	
MSCI Emerging	EM	68,60	7,20%	9,39%	25,39%	
MSCI World	World	4.864,59	4,37%	6,54%	9,80%	
Moedas		País	29/05/26	MTD	3M	YTD
Real/Dólar	USD	5,04	(1,62%)	1,99%	8,02%	
Euro	EUR	1,17	(0,61%)	(1,17%)	(0,74%)	
Franco Suíço	CHF	0,78	0,05%	(0,87%)	1,49%	
Libra Esterlina	GBP	1,35	(1,09%)	(0,19%)	(0,14%)	
Bitcoin	BTC	73.581,98	(3,77%)	9,07%	(16,05%)	
Hedge Funds		País	29/05/26	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	6.289,98	0,62%	(1,22%)	2,73%	

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.

