

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Christian Mannoni
Investment Advisor
Internacional

INTERNACIONAL

UMA HISTÓRIA EM DUAS CIDADES

Dickens inicia Uma História em Duas Cidades em 1775, ano em que a Guerra da Independência dos Estados Unidos começou. Essa guerra foi financiada duas vezes: uma em Londres e outra em Versalhes, e acabou sendo resolvida em Paris, em 1783, com custos ruinosos para a Grã-Bretanha e a França.

Seis anos depois, um desses países convocou uma assembleia que não tinha sido reunida desde 1614 para resolver um problema fiscal e que não foi capaz de resolver. O outro havia acumulado um fardo muito maior em relação à sua economia e pagou cada

centavo dele. Dickens não afirma que os ingleses foram melhores. Sua Inglaterra é complacente, desordenada e violenta. A distinção entre os dois não era a virtude, nem o tamanho da dívida, que é onde a intuição falha primeiro.

Na véspera da Revolução, a dívida francesa situava-se em cerca de 65% da receita nacional e a britânica, em cerca de 135%. A França entrou em colapso carregando metade do que a Grã-Bretanha carregava, e a Grã-Bretanha passou a carregar muito mais: em 1820, a dívida estava próxima de 175%.

A relação dívida/PIB, a medida mais comum de sustentabilidade da dívida, pode ser reduzida de apenas duas maneiras. A Grã-Bretanha atuou principalmente no denominador, fazendo a economia crescer mais rápido do que a dívida, ao mesmo tempo em que pagava cerca de um quinto do valor nominal, até que a relação caísse para menos de 30%. A França concentrou-se no numerador e se livrou da própria dívida: imprimiu papel-moeda até que o papel se tornasse sem valor, vendeu as terras que havia confiscado da Igreja e, em 1797, simplesmente cancelou dois terços do que devia. Foi assim que a França chegou a 9% em 1802.

A diferença mais profunda estava no prazo de vencimento. Em 1815, dois terços da dívida britânica consistiam em títulos perpétuos com cupom de 3% e, portanto, sem obrigação de renovação.

Consequentemente, o Estado devia o cupom para sempre e nunca o pagamento do principal. Por outro lado, a França se financiava cada vez mais com dívida flutuante, títulos de curto prazo refinanciados continuamente, até que não pudessem mais ser

refinanciados e fossem convertidos por decreto em obrigações de longo prazo. Isso ocorreu em 1759, 1770 e novamente em 1788. A crise de 1789 não foi uma crise relacionada ao quanto a França devia. Foi uma crise relacionada a quando ela deveria pagar.

O preço, não a quantidade

Vamos avançar até hoje e dar uma olhada no vencedor da Guerra da Independência: o US *Congressional Budget Office* projeta que a dívida federal em poder do público aumente de 101% do PIB neste ano para 120% até 2036, ultrapassando o pico de 106% registrado em 1946, durante a guerra. No mesmo período, o déficit primário cairá de 2,6% para 2,1% do PIB, enquanto os juros líquidos subirão de 3,3% para 4,6%. Washington não está propondo contrair mais dívidas de forma imprudente. No entanto, será forçada a pagar consideravelmente mais pelo que já emitiu.

Esse preço foi definido publicamente nas últimas duas semanas. Em 12 de agosto, o Tesouro vendeu títulos de 10 anos ao custo mais alto desde 2007; em 13 de agosto, vendeu US\$ 25 bilhões em títulos de 30 anos a 5,22%, o maior rendimento em qualquer leilão de títulos de 30 anos desde 2001. Cinco semanas antes, os títulos de 30 anos haviam sido negociados a 5,06%, com forte demanda. Desde então, a taxa dos títulos de longo prazo atingiu 5,31%, a mais alta desde 2007. Nenhum cupom deixou de ser pago. O mercado certamente não está precificando um risco de não pagamento.

Se não é risco de não pagamento, então o que é? A taxa de rendimento de longo prazo se divide na taxa média de curto prazo esperada ao longo da vida do título, mais a compensação exigida por imobilizar o dinheiro. Esse segundo componente, o prêmio de prazo, depende de um modelo. A avaliação do FED situava-se, em agosto de 2020, em -0,66%, numa época em que os investidores pagavam pelo privilégio de manter duration. Com o nível de julho em +0,87%, isso não é mais o caso.

Há pouco consenso sobre as causas: alguns apontam para uma estrutura de comunicação menos previsível do Federal Reserve sob a presidência de Kevin Warsh; outros, para o aumento dos gastos públicos em áreas como saúde e defesa; e um número crescente de analistas aponta para um desancoramento estrutural do dólar e da dívida dos EUA. O debate não será resolvido tão cedo. O que importa é a reação do Tesouro.

A Redução

O governo deve juntar os recursos necessários. Ele vende notas e títulos de acordo com um cronograma divulgado, e qualquer montante não coberto por essas vendas deve ser captado por meio de letras do Tesouro, que vencem dentro de um ano.

Os títulos do Tesouro representavam 21,7% da dívida em circulação no final de abril, um nível próximo ao que vem se mantendo há dois anos. O *Treasury Borrowing Advisory Committee*, cujos membros são representantes de bancos, corretores e gestores de ativos de ambos os lados do mercado, definiu como meta de longo prazo um intervalo entre 15% e 20%.

« O QUE IMPORTA É QUE UM GOVERNO QUE NÃO AUMENTA IMPOSTOS E NÃO PODE FAZER CORTES PRECISA ENCONTRAR O DINHEIRO EM ALGUM LUGAR, E HÁ APENAS DUAS PARTES QUE PODEM FORNECÊ-LO: O CONTRIBUINTE E O DETENTOR DE TÍTULOS (...) ESCOLHER ENTRE ELES É UM ATO POLÍTICO, E ESTE É UM ANO DE ELEIÇÕES. »

O Comitê considerou pela primeira vez que uma participação elevada seria apropriada em 2020, quando as necessidades de financiamento eram extraordinárias, afirmando à época que essa proporção deveria cair ao longo do tempo para preservar espaço de manobra ao Tesouro em uma futura crise. Seis anos depois, ela não diminuiu. Reduzi-la significaria vender mais dívida de longo prazo e elevar ainda mais os rendimentos de longo prazo, e há uma eleição para o Congresso em novembro.

Os títulos de curto prazo vencem dentro de um ano e devem então ser substituídos por novos títulos à taxa que estiver em vigor. Com um quinto da dívida nessa forma, um aumento nas taxas de curto prazo atinge os juros a pagar em doze meses e, com isso, o orçamento. A mesma fragilidade vinha prejudicando Versalhes há trinta anos, passando por três conversões forçadas, e a guerra americana foi o golpe final.

Em 19 de agosto, o Tesouro dos EUA dobrou o teto para recompras de títulos de longo prazo de US\$ 2 bilhões para pelo menos US\$ 4 bilhões, com o objetivo declarado de manter baixas as taxas de juros de longo prazo. O comitê

consultivo havia afirmado que as recompras eram adequadas para garantir liquidez, mas não para alterar o perfil de vencimento. A taxa de juros de trinta anos caiu 9,2 pontos-base com o anúncio, mas voltou a 5,27% em dois dias.

Buscar ajustar o perfil de vencimento em vez do déficit não é algo novo. Em 1951, livre de uma década de rendimentos fixados, o Tesouro convenceu os detentores de títulos de médio prazo a trocá-los por títulos não negociáveis com vencimento de quase trinta anos, para que a oferta não precisasse ser testada no mercado. Depois, o prazo foi alongado, e desde 2020 vem sendo encurtado. De qualquer forma, o que o Tesouro ajusta é o prazo de vencimento da dívida, nunca o seu volume.

O movimento na parte longa da curva é um preço pela duration, não uma aposta nas taxas de juros de política monetária, e uma divergência demonstra isso. A inflação moderada, o mercado de trabalho mais fraco e a queda nas vendas no varejo deveriam ter puxado toda a curva para baixo. A parte curta da curva obedeceu, com a taxa de dois anos em 4,18%. A parte longa fez o oposto.

Um segundo sinal, distinto, aponta para a moeda, e não para o prazo de vencimento. O índice do dólar caiu 0,87% na semana passada, enquanto o ouro subiu mais de 5%, atingindo uma máxima de três meses próxima a US\$ 4.636. Os investidores não estão apenas exigindo mais rendimento; também estão questionando a força do dólar, moeda na qual esse rendimento será pago.

Ambas as interpretações podem estar erradas, pois o aumento dos rendimentos de longo prazo nem sempre é um sinal de alerta. Eles também sobem quando o crescimento se acelera. Se a inteligência artificial proporcionar ganhos mensuráveis de produtividade mais cedo do que o esperado e os gastos de capital permanecerem elevados, rendimentos reais mais altos podem simplesmente refletir uma economia em crescimento mais rápido. Esse é o caminho britânico em sua forma moderna: na equação da dívida em relação ao PIB, o denominador cresce e, conseqüentemente, o índice melhora.

A hipótese não está descartada. Ela requer um resultado de produtividade ainda não visível nos dados, e as projeções fiscais não dependem disso.

Quem paga?

Suponhamos que isso não ocorra. Um Estado com uma dívida da qual não consegue se livrar por meio do crescimento econômico e da qual não vai se livrar por meio de impostos tem um único caminho a seguir, e os Estados Unidos já o trilharam antes, em tempos que ainda são lembrados.

O Federal Reserve seguiu esse caminho de abril de 1942 até março de 1951, inicialmente de forma voluntária. Para financiar a guerra a baixo custo, o Tesouro emitiu letras a 0,375% e títulos a 2,5%, e o Fed tornou essas taxas possíveis ao se manter pronto para comprar os títulos no mercado a preços compatíveis com elas. A guerra terminou, mas o teto para os títulos de longo prazo permaneceu. O Fed elevou a taxa de referência para as letras em julho de 1947, mas o teto de 2,5% para os títulos de longo prazo se manteve, e sua aplicação obrigou o Fed a absorver os títulos. Assim, as compras continuaram enquanto a inflação atingia 17,6% no ano até junho de 1947 e 9,5% no ano até junho de 1948; um detentor de títulos de longo prazo a 2,5% perdeu mais de um quinto de seu poder de compra ao longo dos dois anos.

O resultado foi uma dívida que não foi nem paga nem deixada em default. Ela se situava em 106% do PIB em 1946 e perto de 23% do PIB em 1974. Os excedentes primários contribuíram em parte; o restante veio da inflação e das taxas de juros mantidas abaixo dela. Todos os cupons foram honrados. O detentor dos títulos foi pago.

Diluir uma dívida nessa escala exigia duas coisas: uma dívida grande demais para ser refinanciada confortavelmente às taxas de mercado e um governo diante de uma despesa que não estava disposto a financiar por meio de impostos. Em 1942, a despesa era uma guerra. Ambas as condições estão presentes. O terceiro elemento, a despesa, surgiu em fevereiro.

A crise do Estreito de Ormuz levou a Casa Branca a solicitar ao Congresso US\$ 87,6 bilhões, além de um pedido recorde de US\$ 1,5 trilhão para a defesa. O montante não é o ponto principal, e nunca foi em 1942 também. O que importa é que um governo que não aumenta impostos e não pode fazer cortes precisa encontrar o dinheiro em algum lugar, e há apenas duas partes que podem fornecê-lo: o contribuinte e o

detentor de títulos. Obter o dinheiro do primeiro requer uma votação. Obter do segundo, não. Escolher entre eles é um ato político, e este é um ano de eleições. A França não entrou em colapso porque sua dívida era impagável. Ela entrou em colapso porque não conseguiu chegar a um acordo sobre quem pagaria.

Esta carta começou com duas maneiras de reduzir a dívida. Ela termina com duas maneiras de mantê-la. Como investidores, mantemos títulos de curto prazo e evitamos os de longo prazo. Os rendimentos no segmento de curto prazo são altos o suficiente para absorver uma boa parte de um novo aumento antes que o lucro se transforme em prejuízo, e tal margem de segurança não existe no prazo de trinta anos. Não podemos saber onde a dívida americana estará na próxima década, e 1789 nos lembra que aqueles que estão mais próximos da questão raramente sabem. Ser remunerado para esperar e ter a liberdade de mudar de ideia a cada vencimento do título é uma posição que dispensa uma resposta.

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS DESDE 2022:

	Aug.	Aug. \$	2026	2026 \$	2025	2025 \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$
S&P 500	2.72		13.1		17.9		25.0		26.3		-18.1	
Stoxx 50	1.04	1.92	13.5	12.4	22.1	38.5	11.9	4.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0
MSCI EM	3.39		24.3		34.3		8.0		10.1		-19.9	
Brazil Bovespa	-0.33	-2.26	10.1	16.6	34.0	50.9	-10.4	-29.6	22.3	33.1	4.7	10.1
Euro	0.79		-1.1		13.4		-6.2		3.1		-5.8	
US Dollar Index	-0.49		1.1		-9.4		7.1		-2.1		8.2	
Gold Spot	9.67		2.7		64.6		27.2		13.1		-0.3	
Brazilian Real	-2.13		6.0		12.3		-21.4		8.9		5.4	
Brent	0.4		48.7		-18.5		-3.1		-10.3		10.5	
Bitcoin	25.3		-10.0		-6.5		120.		157.		-64.3	
	7						5		0			
Global Agg.	0.45		-0.3		8.2		-1.7		5.7		-16.2	
Latam Bonds	0.62		2.8		13.2		10.5		11.1		-13.2	
Global HY	1.04		2.9		12.1		9.2		14.0		-12.7	
US T Bills	0.30		2.4		4.3		5.3		5.1		1.3	
Brazil CDI	1.09	-1.10	9.3		14.3	28.4	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4

**Eric Hatisuka**Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

“NÃO TEMOS INFLAÇÃO PORQUE AS PESSOAS ESTÃO VIVENDO BEM DEMAIS, TEMOS INFLAÇÃO PORQUE O GOVERNO ESTÁ VIVENDO BEM DEMAIS.”

(Ronald Reagan)

Há 2 meses, neste mesmo espaço, abordamos o tema da mudança de paradigma na política fiscal americana, que deixou de ser contracionista (2010 - 2017) para se tornar francamente expansionista (2018 - ?).

Naquela Carta de Junho, mostramos como a dramática alteração na política fiscal americana, acentuada após a pandemia de Covid-21, está causando alterações no comportamento da inflação ao consumidor nos Estados Unidos, com óbvios impactos no nível e na trajetória dos juros básicos daquele país.

Neste mês de agosto de 2026, com a intervenção do Tesouro Americano no mercado de dívida soberana, anunciando um programa de recompra de títulos de longo prazo para conter a alta dos juros no mercado, podemos dizer que essa conta da política fiscal mais frouxa começou a chegar.

Agora, na Carta deste mês, nos utilizaremos do tempo e da paciência do nosso querido leitor para mostrar que, por mais potente e imponente que seja, nenhuma intervenção governamental terá êxito duradouro em controlar os preços dos mercados de dívida, caso o fundamento econômico continue apontando na direção contrária.

E, neste caso, o fenômeno econômico que aponta na direção contrária é a inflação.

A tabela a seguir lista os principais países (por dimensão de PIB), suas metas nominais de inflação, suas inflações interanuais registradas em janeiro de 2020 (pré-pandemia) e julho de 2026 (observação mais recente), bem como seus respectivos desvios em relação às metas nestas mesmas datas.

Consumer Price Index (Inflação ao Consumidor)					
G7	Target	YoY Jan/2020	YoY Jul/2026	Deviation in 2020	Deviation in 2026
USA	2,0	2,5	3,4	+0,5	+1,4
CANADA	2,0	2,4	3,0	+0,4	+1,0
GERMANY	2,0	2,1	2,9	+0,1	+0,9
UK	2,0	1,8	2,9	-0,2	+0,9
FRANCE	2,0	1,5	2,4	-0,5	+0,4
ITALY	2,0	0,5	3,3	-1,5	+1,3
JAPAN	2,0	0,7	1,9	-1,3	-0,1

Asia	Target	YoY Jan/2020	YoY Jul/2026	Deviation in 2020	Deviation in 2026
CHINA	2,0	5,4	0,5	+3,4	-1,5
INDIA	4,0	7,6	4,5	+3,6	+0,5
S. KOREA	2,0	1,2	3,1	-0,8	+1,1
INDONESIA	2,5	2,7	3,2	+0,2	+0,7
THAILAND	2,0	1,1	2,0	-0,9	-0,1

Latam	Target	YoY Jan/2020	YoY Jul/2026	Deviation in 2020	Deviation in 2026
BRASIL	3,0	4,2	4,4	+1,2	+1,4
MEXICO	3,0	3,2	3,1	+0,2	+0,1
COLOMBIA	3,0	3,6	6,0	+0,6	+3,0
CHILE	3,0	3,5	3,9	+0,5	+0,9
PERU	2,0	1,9	4,1	-0,1	+2,1

Fonte: Bloomberg

Podemos ver pela tabela que, com a clara exceção de apenas 2 países (China e Índia), todos os outros países apresentaram aumento no desvio das suas inflações em relação às suas respectivas metas, quando comparadas ao momento pré-pandemia.

Além disso, podemos ver que absolutamente TODOS os países do G7 apresentam inflações correntes com desvios em relação à meta MAIORES do que antes da pandemia, com destaque para os EUA, Alemanha e Japão, cujos desvios em relação à meta

aumentaram em 1 ponto percentual, em média.

Em que pese o fato de haver múltiplas causas para este fenômeno, quais sejam, fragmentação das cadeias produtivas globais ("nearshoring"), nova política tarifária imposta pela administração Trump, Guerra da Ucrânia, Guerra do Irã e aumento dos preços do petróleo; não podemos deixar de considerar o papel que o aumento nos déficits fiscais e do endividamento exercem sobre a inflação.

« ... ENQUANTO A INFLAÇÃO NÃO VOLTAR AO SEU LEITO NATURAL, A PRESSÃO DE ALTA NO MERCADO DE JUROS PERSISTIRÁ, A DESPEITO DAS INTERVENÇÕES DO TESOURO AMERICANO. »

Conforme ilustrado pelo ex-presidente americano Ronald Reagan, defensor histórico do liberalismo, na frase que abre este texto, um dos efeitos mais diretos do aumento do gasto público é exatamente o aumento da inflação.

Isto acontece por dois canais: o canal real, isto é, a elevação da demanda agregada da economia em resposta à pressão que o aumento dos gastos do governo produz sobre os fatores de produção; e o canal financeiro, com a elevação dos juros de mercado devido à pressão exercida pela rolagem da dívida pública, que aumenta o custo financeiro das empresas, criando pressão para o repasse nos preços finais.

A lei dos rendimentos decrescentes

A lei dos rendimentos decrescentes é um princípio natural que mostra que, em cada ação ou política implementada, a mesma ação produz efeitos marginais (efeito de uma unidade adicional) cada vez menores.

Ou seja, para uma mesma unidade incremental de uma certa ação, a reação desejada é cada vez menor, de forma que, para obter a mesma

reação do efeito original, torna-se necessária ações incrementais cada vez maiores.

A verdade é que todo processo de aumento de gasto público vai encontrar um limite claro em uma das 3 restrições possíveis: a capacidade da sociedade absorver aumentos de impostos, necessários para reequilibrar o orçamento público; a capacidade do mercado absorver quantidades cada vez maiores da emissão de dívida necessária para financiar os gastos públicos; ou, em última instância, a capacidade da economia como um todo absorver o aumento da inflação gerada pela política fiscal leniente.

Além disso, da mesma maneira que a política fiscal produz rendimentos decrescentes no tempo, a intervenção governamental no mercado de dívida também e, enquanto a inflação não voltar ao seu leito natural, a pressão de alta no mercado de juros persistirá, a despeito das intervenções do Tesouro Americano.

MERCADOS

Renda Fixa		31/08/26	MTD	3M	YTD
CDI	-	107,43	1,09%	3,36%	9,33%
IMA-B	-	11.676,24	1,58%	1,95%	6,75%
IMA-B 5	-	11.616,57	1,28%	2,84%	9,18%
IMA-B 5+	-	12.695,97	1,81%	1,22%	4,84%
IRF-M	-	23.130,53	1,04%	2,87%	7,06%
IMA-S	-	8.903,53	1,11%	3,39%	9,47%

Índices Globais		País	31/08/26	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	177.418,78	(0,33%)	1,85%	10,11%	
Dow Jones	USD	53.185,90	1,34%	3,66%	10,66%	
S&P 500	USD	7.686,14	2,62%	1,00%	12,28%	
NASDAQ	USD	29.456,97	4,18%	(3,93%)	16,66%	
Euro Stoxx 50	EUR	6.420,16	0,98%	5,11%	10,86%	
FTSE 100	GBP	10.824,26	(0,40%)	4,35%	8,99%	
MSCI Emerging	EM	67,02	4,57%	(4,85%)	23,14%	
MSCI World	World	4.967,92	2,48%	1,83%	12,13%	

Moedas		País	31/08/26	MTD	3M	YTD
Real/Dólar	USD	5,19	(2,22%)	(3,60%)	5,29%	
Euro	EUR	1,16	0,79%	(0,11%)	(1,09%)	
Franco Suíço	CHF	0,81	(0,10%)	(2,61%)	(1,94%)	
Libra Esterlina	GBP	1,35	0,49%	0,62%	0,55%	
Bitcoin	BTC	78.853,76	25,37%	16,84%	(10,03%)	

Hedge Funds		País	31/08/26	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	6.412,35	1,61%	1,98%	4,73%	

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.

