MIRABAUD



CARTA MENSAL
MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Christian Mannoni
Investment Advisor
Internacional

INTERNACIONAL

O INVERNO DO DESCONTENTAMENTO

Na primavera de 1978, os proprietários de imóveis da Califórnia perderam a paciência. Anos de inflação haviam elevado o valor venal de suas casas, e com ele o imposto predial, a ponto de alguns aposentados já não conseguirem manter imóveis que possuíam havia décadas.

Em 6 de junho, quase dois em cada três eleitores aprovaram a Proposição 13, que limitou o imposto predial a 1% do valor venal e fez as avaliações voltarem aos níveis de 1976. Foi o início de uma revolta tributária em todo o país.

Cinco meses depois, os americanos foram às urnas em uma eleição de meio de mandato com os preços ao consumidor subindo mais de 8% ao ano e o Federal Reserve tendo elevado sua taxa básica em dois pontos percentuais e meio desde janeiro.

À primeira vista, o resultado pareceu moderado: os democratas de Jimmy Carter perderam cerca de quinze cadeiras na Câmara e três no Senado e mantiveram amplas maiorias nas duas casas. Mas o vento já começava a virar: eleitores de cerca de uma dúzia de estados, de Michigan ao Texas, aprovaram limites a impostos ou aos gastos públicos.

O descontentamento não era só americano. Nas principais economias, uma década de inflação vinha corroendo salários e paciência, e o choque do petróleo de 1979 agravaria a situação.

No Reino Unido, um governo que tentava limitar os reajustes salariais a 5% com a inflação perto de 10% enfrentou um inverno de greves, com lixo acumulado em Leicester Square e coveiros cruzando os braços em Liverpool. No dia da eleição geral, em maio de 1979, um tabloide tomou emprestado um verso de Ricardo III para batizar a estação que acabava de terminar: o Inverno do Descontentamento.

Margaret Thatcher venceu aquela eleição e, em novembro de 1980, o mesmo descontentamento custou aos democratas a Casa Branca e o Senado. A insatisfação generalizada com o custo de vida está entre as forças mais antigas da política democrática, e costuma explodir nas urnas.

Quarenta e oito anos depois, o cenário parece familiar. Uma nevasca inflacionária volta a varrer as principais economias: os preços na zona do euro sobem no ritmo mais rápido em três anos, e o Banco Central Europeu e o Banco do Japão elevaram os juros em setembro.

O descontentamento já havia chegado às ruas: em meados de outubro, centenas de milhares de pessoas protestaram contra o custo de vida na França, em algumas das manifestações mais violentas em anos, e a agitação se espalhou pelas cidades do norte da Itália.

Nos Estados Unidos, a tempestade agora chegou aos eleitores. Em 3 de novembro, os americanos votaram com a inflação em alta, o Federal Reserve elevando os juros e apenas um eleitor em cada cinco aprovando a forma como o presidente lida com o custo de vida. O gelo rachou, como as pesquisas indicavam: os democratas conquistaram o controle da Câmara e do Senado.

Antes da votação, a pergunta mais frequente era quem venceria. No momento desta publicação, ela já foi respondida, e a resposta não altera a mensagem desta carta.

As perguntas mais relevantes continuam em aberto: se o resultado importa para os mercados e o que a estação após a votação nos reserva.

O Vento Predominante

A primeira parte da resposta é que o resultado raramente surpreende. Desde a Guerra Civil, o partido do presidente ganhou cadeiras na Câmara em apenas quatro eleições de meio de mandato: 1902, 1934, 1998 e 2002. O economista italiano Alberto Alesina, em trabalho com Howard Rosenthal em 1989, explicou o porquê: não se trata apenas de protesto, mas de um comportamento intencional. Os americanos elegem um presidente de um entre dois partidos polarizados e, na metade do mandato, usam deliberadamente o Congresso para puxar suas políticas de volta ao centro. A eleição de meio de mandato é um contrapeso embutido na engrenagem; o descontentamento apenas define quanta pressão ele exerce.

Se o contrapeso faz parte do sistema, não deveria surpreender, e este ano não surpreendeu. Antes da votação, a aprovação do presidente havia caído para cerca de um terço em várias pesquisas, o nível mais baixo de seu segundo mandato, e os mercados de apostas davam aos democratas cerca de 90% de chance de vencer na Câmara e aproximadamente duas chances em três de conquistar o Senado. Os eleitores fizeram o que Alesina descreveu: contiveram um presidente em segundo mandato, tirando de seu partido as duas casas, como em 2006.

Uma vez acionado, o contrapeso raramente deixou os investidores ao relento. Desde 1950, o S&P 500 subiu em média cerca de 16% no ano seguinte a uma eleição de meio de mandato, qualquer que fosse a nova composição do Congresso, com diferenças pequenas entre os cenários: quando a oposição ficou com as duas casas, como agora, quando o Congresso ficou dividido e quando o partido do presidente manteve o controle. Em apenas dezenove eleições, diferenças tão pequenas significam pouco.

« ... O INVERNO ELEITORAL FICOU PARA TRÁS; QUÃO GLORIOSO SERÁ O VERÃO DEPENDERÁ DO CLIMA DE FUNDO. »

Nuvens no Horizonte

Se o resultado importa menos do que parece, o calendário importa mais. Os anos de eleição de meio de mandato têm má reputação, em parte merecida. Os retornos foram mais fracos em média, mas não de forma consistente. O que é consistente é a turbulência: em algum momento do ano de meio de mandato, o S&P 500 chegou a cair em média 16% em relação ao pico, contra 11% nos demais anos.

Este ano, as nuvens demoraram a se formar. Mesmo durante o choque do petróleo de março, o S&P 500 nunca caiu mais de 10%. Depois, o vento ganhou força. As ações de tecnologia encerraram outubro cerca de 9% abaixo do pico, atingidas no fim do mês por dúvidas sobre o retorno dos investimentos em IA. Ainda assim, o S&P 500 terminou outubro com alta de cerca de 11% no ano. As nuvens habituais antes da eleição se formaram, ainda que tarde.

O Céu Clareia

O histórico sugeria que a tensão não duraria muito além da votação: em oito das últimas nove eleições de meio de mandato, a volatilidade do mercado caiu na semana seguinte ao pleito. Desta vez, a tempestade amainou já no primeiro dia, com o S&P 500 subindo 1,6% em 4 de novembro.

Então a estação muda. Desde 1950, o S&P 500 subiu no ano seguinte a todas as eleições de meio de mandato, dezenove vezes em dezenove, com ganho médio de 16,5%: mais que o dobro dos 6,8% registrados nos mesmos meses dos demais anos. Se a maioria dos padrões de calendário em finanças não resiste a um exame rigoroso, este se mantém. Ele valeu independentemente do partido vencedor e de quanto o mercado havia caído antes.

Porque o rali acontece é menos certo do que o fato de que ele acontece. A teoria de Alesina explica por que o resultado importa pouco: o contrapeso é esperado. William Nordhaus ofereceu uma explicação para a força que vem depois: o ano seguinte ao meio de mandato é a reta final rumo à próxima eleição presidencial, quando quem está no poder tem todo o incentivo para manter a economia aquecida. As evidências são mistas, mas um detalhe importa para 2026:

quando o presidente não podia concorrer novamente, o rali foi, em média, menor.

Um segundo detalhe diz respeito à votação em si. Quando o partido no poder perdeu o controle total de Washington, como aconteceu este ano, o rali começou mais devagar, mas recuperou o atraso em até um ano. Quando os ventos do descontentamento sopraram com mais força nas urnas, atrasaram a florada, mas não cancelaram o verão.

Dezenove em dezenove é um padrão, não uma lei. Descreve o que aconteceu, não o que necessariamente acontecerá; céu limpo após a tempestade é um hábito da estação, não uma promessa da previsão.

O Clima de Fundo

Enquanto o céu começa a clarear após as eleições, o clima de fundo persiste. Este ano foi moldado por uma longa cadeia de eventos, da geopolítica aos preços, dos preços aos juros e dos juros aos *valuations*, e nenhum desses elos foi rompido pelas urnas, ainda que os preços do petróleo tenham caído fortemente no dia seguinte à votação.

O clima atual foi definido pelo choque do petróleo da primavera. A tensão geopolítica atingiu este ano sua média mais alta em quatro décadas e chegou aos mercados pela via da energia. A inflação subiu de menos de 3% em dezembro para quase 4%. A inflação em alta já pesou sobre anos de meio de mandato no passado, mas raramente sobre o ano seguinte à votação. O precedente mais próximo, porém, é preocupante. Em 1978, com os preços subindo mais de 8%, o rali após a votação esteve entre os mais fracos já registrados.

Os juros acompanharam. O Federal Reserve retomou as altas em setembro, e o mercado de renda fixa foi além. Ainda assim, a inflação subiu mais rápido que a taxa do Fed, que em termos reais está agora pouco acima de zero: a marca de um banco central atrás da curva, como em 1974 e 2022, dois dos anos de meio de mandato mais fracos, embora ambos tenham sido seguidos por um rali. Nos prazos mais longos, os rendimentos reais dos títulos atingiram no início de outubro o nível mais alto desde 2008.

As ações resistiram à tempestade até agora porque os resultados das empresas sustentaram o mercado. Os lucros crescem cerca de 30% ao ano, de modo que as ações parecem razoavelmente precificadas em relação aos lucros esperados, ainda que caras em relação aos lucros já realizados. Mas as margens estão perto de níveis recordes, parte do crescimento vem do próprio choque do petróleo que alimenta o descontentamento dos eleitores, e os analistas esperam uma forte desaceleração até meados de 2027, quando terminam os primeiros seis meses após a votação. Com as ações oferecendo apenas um prêmio estreito sobre os títulos públicos atrelados à inflação, o gelo é fino.

Nada disso impediu um rali pós-eleição de meio de mandato no passado: em anos de inflação em alta, *valuations* elevados ou tensão geopolítica, o ano seguinte à votação foi positivo em todas as ocasiões. Quando os juros subiam com força, porém, os primeiros seis meses entregaram pouco mais da metade do ganho habitual.

A Previsão de Longo Prazo

Nossa previsão de longo prazo, portanto, tem duas partes. Para o tempo, a perspectiva é favorável: a votação de 3 de novembro produziu exatamente o contrapeso descrito por Alesina, e os mercados raramente foram prejudicados por ele. Para o clima, ela é mais mista: as forças que vão moldar 2027 estão na inflação, nos juros e nos valuations, e não nas urnas, e esperamos que os primeiros meses após a votação entreguem menos do que sua média histórica.

Não venderíamos ações americanas por causa da eleição, nem as compraríamos por causa do calendário. Seguimos construtivos em ações americanas, mas seletivos, com preferência por empresas de qualidade, com crescimento de lucros visível e exposição a tendências estruturais de investimento.

A eleição, por si só, não justifica uma mudança de alocação. O clima, porém, pede alguma cautela: preços de energia mais altos e condições financeiras mais restritivas tornaram a relação risco-retorno do high yield menos atrativa. Por isso, reduzimos pela metade nossa exposição a high yield e realocamos os recursos em títulos soberanos, que devem oferecer melhor proteção caso o crescimento perca força ou o sentimento do mercado piore.

Ricardo III costuma ser citado como se anunciasse a chegada de um inverno. Na verdade, anuncia o fim de um: "Agora o inverno do nosso descontentamento / se fez verão glorioso por este sol de York." Dezenove vezes em dezenove desde 1950, os meses após uma eleição de meio de mandato foram um verão assim para as ações. Em 1978, quando o descontentamento era com os preços, o verão chegou, mas permaneceu pálido, e o descontentamento deste ano é da mesma natureza, ainda que não da mesma intensidade. O inverno eleitoral ficou para trás; quão glorioso será o verão dependerá do clima de fundo.

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS DESDE 2022:

	Oct.	Oct. $	2026	2026 $	2025	2025 $	2024	2024 $	2023	2023 $	2022	2022 $
S&P 500	-0.87		11.7		17.9		25.0		26.3		-18.1	
Stoxx 50	-2.06	-3.67	8.7	3.3	22.1	38.5	11.9	4.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0
MSCI EM	-8.04		13.8		34.3		8.0		10.1		-19.9	
Brazil Bovespa	-9.88	-14.25	4.2	5.0	34.0	50.9	-10.4	-29.6	22.3	33.1	4.7	10.1
Euro	-1.50		-5.0		13.4		-6.2		3.1		-5.8	
US Dollar Index	0.42		3.6		-9.4		7.1		-2.1		8.2	
Gold Spot	-6.80		-10.3		64.6		27.2		13.1		-0.3	
Brent	13.6		93.3		-18.5		-3.1		-10.3		10.5	
Bitcoin	-7.41		-11.7		-6.5		120.5		157.0		-64.3	
Global Agg.	1.41		-1.3		8.2		-1.7		5.7		-16.2	
Latam Bonds	1.26		0.4		13.2		10.5		11.1		-13.2	
Global HY	-0.21		-0.4		12.1		9.2		14.0		-12.7	
US T Bills	0.37		3.1		4.3		5.3		5.1		1.3	
Brazil CDI	1.07	-3.82	11.7		14.3	28.4	10.9	-12.9	13.0	24.8	12.4	18.4



Eric Hatisuka
Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

"O PROBLEMA DO SOCIALISMO É QUE, CEDO OU TARDE, O DINHEIRO DOS OUTROS CHEGA AO FIM."
(Margaret Thatcher)

Na Carta Mensal Mirabaud de dezembro de 2024, utilizamos esta mesma frase de Mrs. Thatcher como epígrafe, para chamar a atenção para o fato de que as políticas fiscais expansionistas, cedo ou tarde, morrem de simples inanição e não deixam nenhum legado de longo prazo na economia, a não ser dívida e inflação.

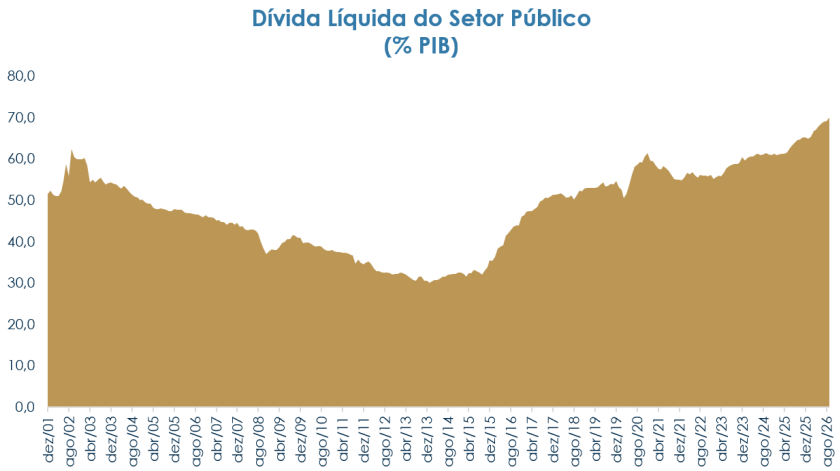
Na Carta de dezembro de 2024, escrevemos:

"Em todas essas experiências de crescimento induzido pelo Estado (inclusive a do Reino Unido), reside um importante denominador comum: as políticas fiscais expansionistas sempre entram em colapso naturalmente, a partir do momento em que se deparam com os limites financeiros para o crescimento da dívida pública, ou seja, quando seu dinheiro próprio acaba e o país é obrigado a recorrer ao dinheiro de terceiros (também conhecido como 'mercado de capitais'), cuja disponibilidade, cedo ou tarde, também acaba."

A quem tiver curiosidade, as Cartas Mensais Mirabaud podem ser encontradas no website www.mirabaud.com.br

Mas o que a frase de Mrs. Thatcher, a Dama de Ferro, explica sobre o Brasil de hoje, às vésperas do início do novo (velho) governo?

Como já havíamos alertado na Carta Mensal de Abril de 2026, a dívida pública brasileira cresce em ritmo demasiadamente acelerado (e perigoso) desde o início deste atual mandato do Presidente Lula e, conforme podemos ver no gráfico abaixo, a relação da dívida líquida sobre o PIB alcançou recentemente a máxima histórica de 70% do PIB, totalizando mais de 13 pontos percentuais de aumento deste o início do governo e superando, inclusive, os patamares registrados durante a pandemia de Covid-19.



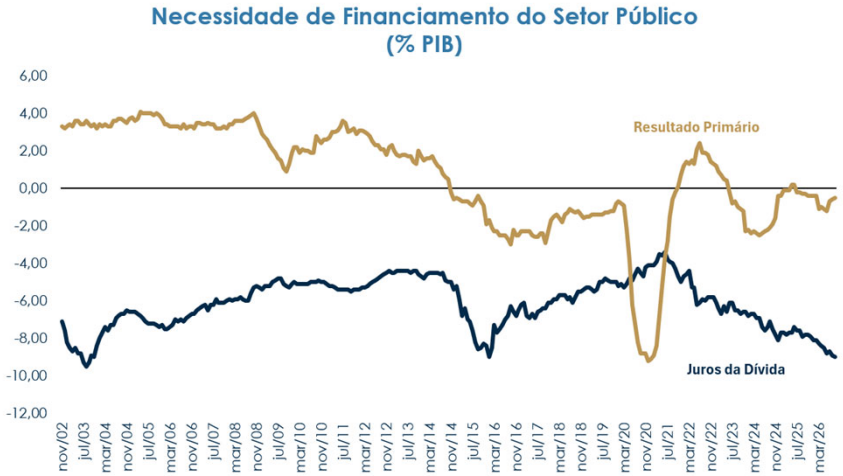
Fonte: Bloomberg

O risco de insolvência causado pelo rápido aumento do endividamento público não passou despercebido pelo mercado, que demandou maior prêmio de juros do Governo e levou o Tesouro Nacional a cancelar e reagendar vários leilões de títulos públicos desde junho deste ano, a fim de evitar problemas de rolagem de dívida.

Ou seja, aos olhos do mercado, que não se dispõe mais a financiar de forma imprudente a incontinência fiscal deste governo, o dinheiro dos outros acabou.

Porém, conforme podemos ver abaixo, a partir do gráfico da Necessidade de Financiamento do Setor Público, a maior parte do gasto que engorda o endividamento público é causado pela despesa com os juros de rolagem da dívida, ao invés da despesa primária, que permanece controlada sob o peso do aumento de carga tributária promovido por esta administração.

« EM RESUMO, NO INSÓLITO EQUILÍBRIO MACROECONÔMICO BRASILEIRO ATUAL, O GOVERNO É QUEM GASTA DEMAIS, MAS É O SETOR PRIVADO QUEM PAGA ESSA CONTA, POR MEIO DO SOFRIMENTO CAUSADO PELOS ENORMES JUROS REAIS IMPOSTOS PELO BANCO CENTRAL PARA QUE A INFLAÇÃO NÃO FUJA DA META.»



Fonte: Bloomberg

A rápida inspeção do gráfico pode levar um incauto a concluir que basta reduzir os juros para que o endividamento pare de crescer, certo? Afinal, sempre haverá uma solução simples – e errada – para um problema complexo.

A verdade é que os juros estão ~~elevados~~ elevadíssimos exatamente por conta do impacto inflacionário do excesso de dispêndio do governo.

Em sua sanha perdulária e intervencionista, um governo em expansão fiscal tende a pressionar a demanda agregada, criando pressão inflacionária, que, na ausência de juros mais altos, tende a se espalhar e contaminar toda a economia.

Em um regime de metas de inflação, como o brasileiro, cabe ao Banco Central calibrar a taxa de juros básicos da economia para evitar que se materializem os efeitos de segunda ordem dos excessos fiscais sobre os preços da economia; e assim o BCB o fez, trazendo os juros reais (no gráfico, calculado como sendo a Selic deflacionada pelo IPCA em janelas móveis de 12 meses), para o patamar de 10% a.a., extremamente nocivo à atividade econômica.



Fonte: Bloomberg

Em resumo, no insólito equilíbrio macroeconômico brasileiro atual, o governo é quem gasta demais, mas é o setor privado quem paga essa conta, por meio do sofrimento causado pelos enormes juros reais impostos pelo Banco Central para que a inflação não fuja da meta.

Consequências das soluções simples – e erradas – para problemas complexos

Como pudemos ver até aqui, os juros elevados têm uma razão muito objetiva de ser: o excesso de gasto do governo que, mesmo financiado pelo aumento de carga tributária, deslocam o equilíbrio de preços em favor da aceleração inflacionária.

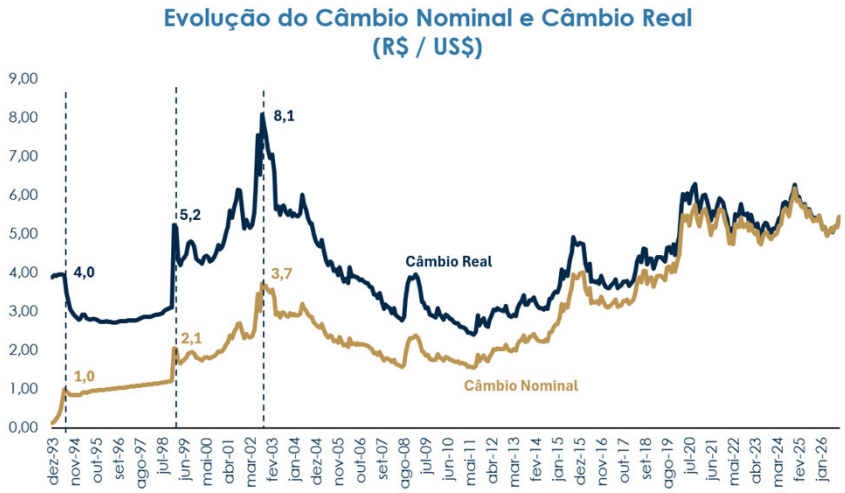
Entretanto, um dos efeitos colaterais mais importantes dos juros elevados é a valorização cambial, pois juros altos atraem capital de curto prazo em busca de oportunidade de retorno, que ao entrarem no país, derrubam o preço da taxa de câmbio do Dólar em relação ao Real.

Ou seja, podemos dizer sem qualquer risco de errar que, qualquer medida que resulte em menor taxa de juros doméstica deve causar, necessariamente, uma taxa de câmbio menos apreciada como consequência direta.

Porém, a pergunta que realmente importa é: quão menos apreciada?

Para responder a essa pergunta, vamos recorrer a um gráfico que utilizamos com certa frequência. A taxa de câmbio de Reais por Dólares, em termos nominais (valor observado nas transações do dia a dia) e em termos reais (valor nominal corrigido no tempo pelo diferencial de inflação entre Brasil e Estados Unidos).

A correção do valor nominal da taxa de câmbio pelo diferencial de inflação acumulado entre Brasil e Estados Unidos garante que possamos comparar de forma justa 2 valores que estejam distantes no tempo, pois a inflação é um fenômeno insidioso, que distorce os preços nominais de todos os bens e serviços no tempo, inclusive e, principalmente, a taxa de câmbio entre 2 países.



Fonte: Bloomberg

Uma primeira inspeção visual rápida no gráfico já traz alguns insights interessantes:

O valor de 1 real por dólar do início do Plano Real, quando atualizado por inflação para preços de hoje, equivaleria a 4 reais por dólar. Isso dá uma medida mais precisa de quanto o Real estava sobrevalorizado ao preço de 5 reais por dólar, pois tal preço subentenderia apenas 25% de desvalorização real de 1994 até hoje (para comparar, a desvalorização nominal equivalente seria de 400%, mas a inflação consumiu essa diferença).

Paralelamente, o valor de 2,1 reais por dólar da maxidesvalorização de 1999 corresponderia ao valor de 5,2 reais por dólar hoje, e o valor de 3,7 reais por dólar da crise da primeira eleição de Lula em 2002 corresponderia ao valor de 8,1 reais por dólar hoje.

Em um cenário otimista, caso o governo apresente um programa de consolidação fiscal e redução crível do gasto público, esperamos que a taxa de câmbio desvalorize para a faixa de 6,0 – 6,5 reais por dólar, devido à queda da taxa de juros subsequente. Ainda neste cenário, acreditamos que o PIB de 2027 seja bem mais baixo que o dos últimos anos, ficando abaixo de 0,5% de crescimento real.

Alternativamente, caso o governo se mantenha na trajetória irresponsável de manutenção do nível de gastos, esperamos que o câmbio se desvalorize para a faixa de 7,0 reais por dólar, com risco de buscar até mesmo o nível de 8,0 reais por dólar, caso haja medida voluntarista de redução forçada da taxa Selic.

Neste cenário alternativo, o PIB não desaceleraria, podendo ficar acima de 1% de crescimento real, mas os ganhos da expansão da atividade econômica seriam rapidamente perdidos pela alta da inflação, que poderia buscar o patamar de 6% de IPCA ou mais, caso haja redução forçada da taxa Selic.

Os economistas, analistas e agentes de mercado são unânimes em declarar que a margem de manobra do governo para políticas populistas chegou a um beco sem saída. Esperamos que o novo governo tenha o bom senso de ver o que já está tão claro.

MERCADOS:

Renda Fixa		30/10/26	MTD	3M	YTD
CDI	-	109,76	1,07%	3,28%	11,70%
IMA-B	-	11.919,93	(1,03%)	3,70%	8,98%
IMA-B 5	-	11.912,74	0,53%	3,86%	11,96%
IMA-B 5+	-	12.921,19	(1,98%)	3,62%	6,70%
IRF-M	-	23.254,78	(1,52%)	1,58%	7,63%
IMA-S	-	9.090,59	1,03%	3,24%	11,77%

Índices Globais	País	30/10/26	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	167.921,80	(9,88%)	(5,66%)	4,22%
Dow Jones	USD	51.770,31	1,70%	(1,36%)	7,71%
S&P 500	USD	7.580,07	(0,93%)	1,21%	10,73%
NASDAQ	USD	28.384,85	(6,65%)	0,39%	12,42%
Euro Stoxx 50	EUR	6.131,31	(2,20%)	(3,57%)	5,87%
FTSE 100	GBP	10.729,78	1,17%	(1,27%)	8,04%
MSCI Emerging	EM	61,04	(8,61%)	(4,76%)	12,15%
MSCI World	World	4.862,38	(0,82%)	0,30%	9,75%

Moedas	País	30/10/26	MTD	3M	YTD
Real/Dólar	USD	5,44	(5,08%)	(7,19%)	0,68%
Euro	EUR	1,12	(1,50%)	(3,18%)	(4,99%)
Franco Suíço	CHF	0,83	1,30%	(2,12%)	(3,92%)
Libra Esterlina	GBP	1,34	0,95%	(0,68%)	(0,62%)
Bitcoin	BTC	76.782,20	(8,18%)	22,07%	(12,40%)

Hedge Funds	País	30/10/26	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	6.447,61	(1,61%)	2,17%	5,31%

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.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Patrimônio