



# The Weekly Globe

Desafios e armadilhas de decisão  
que a guerra impôs aos cotistas  
dos fundos multimercado



15/Abr/26



Tempo de leitura: 7 min



# The Weekly Globe

**Andrea Moufarrege**

Especialista em Fundos e Previdência  
Itaú Private Bank

**Marcelo Segalis**

Superintendente de Fund of Funds  
Itaú Solutions Research



## Resumo

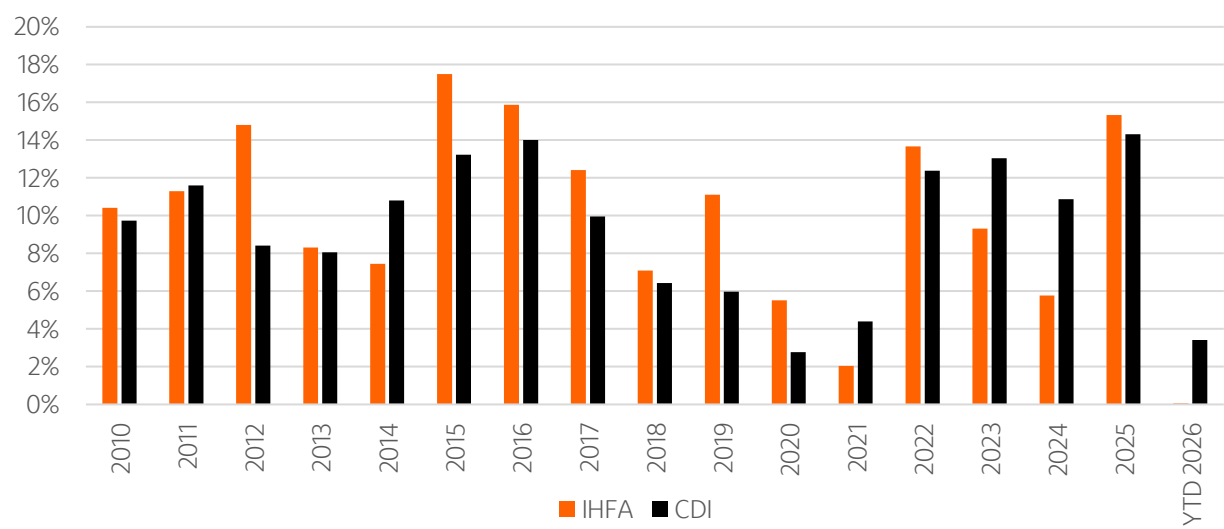
O conflito no Oriente Médio elevou de forma significativa a aversão ao risco nos mercados e pressionou as curvas de juros via alta das expectativas de inflação. Esse cenário impactou negativamente de forma generalizada a indústria de fundos multimercado no Brasil e interrompeu, em março de 2026, uma trajetória de recuperação da performance que havia começado no início de 2025, depois dos dois piores anos da indústria na década.

Neste artigo, analisamos o que há de fundamento por trás dessa volatilidade, apresentamos dados históricos em relação a períodos de *drawdowns* semelhantes e analisamos o comportamento dos investidores nesses momentos. No intuito de identificar vieses de comportamento que desviam os investidores de decisões mais racionais, buscamos indicar caminhos para apoiar decisões mais conscientes.

Março de 2026 marcou a indústria de fundos multimercados no Brasil com performances negativas expressivas, mas ainda em níveis bastante inferiores aos observados durante a pandemia de Covid-19, e por fatores bem diferentes. O comportamento dos investidores, no entanto, pode ser semelhante nesses dois momentos, marcado por vieses que os acompanham independentemente do fator ou do momento que causa turbulência no mercado. Diante disso, o objetivo deste artigo é colocar em perspectiva o movimento realizado em março e ajudar investidores a decidirem com racionalidade sobre suas respectivas exposições à essa classe de ativos.

A indústria de fundos multimercado no Brasil tem mais de 20 anos de história. Ela evoluiu acompanhando o desenvolvimento das legislações no Brasil, se internacionalizou mais intensamente buscando novas fronteiras de risco e, hoje, atinge mais de R\$ 200 bilhões sob gestão, em uma amostra de cerca de 200 gestores acompanhados de perto pelo time da Itaú Solutions Research.

Performance histórica IHFA vs. CDI



Fonte: Quantum Axis e Itaú Solutions Research

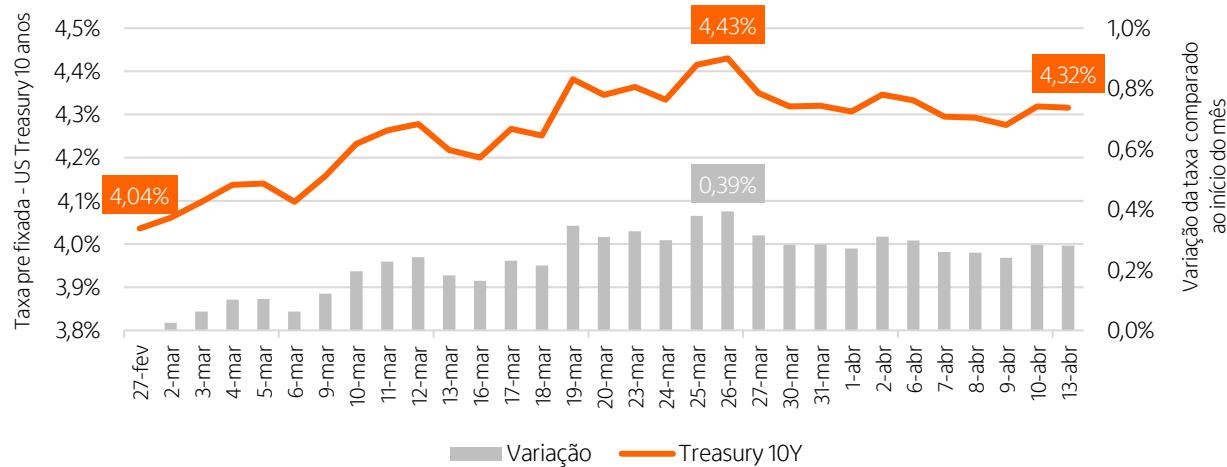
Após dois anos bastante desafiadores em 2023 e 2024 (período em que a classe teve uma performance abaixo do benchmark e foi questionada em relação aos custos versus às alternativas indexadas), os fundos multimercado voltaram, na média, a entregar retornos acima dos benchmarks a partir de 2025. Esse movimento, no entanto, foi interrompido em março de 2026, quando os investidores novamente se viram diante do desafio de lidar com vieses comportamentais que, em outros momentos, já os levaram a decisões equivocadas, seja de manutenção ou de resgate.

O que aconteceu em março de 2026 e como os gestores estavam posicionados?

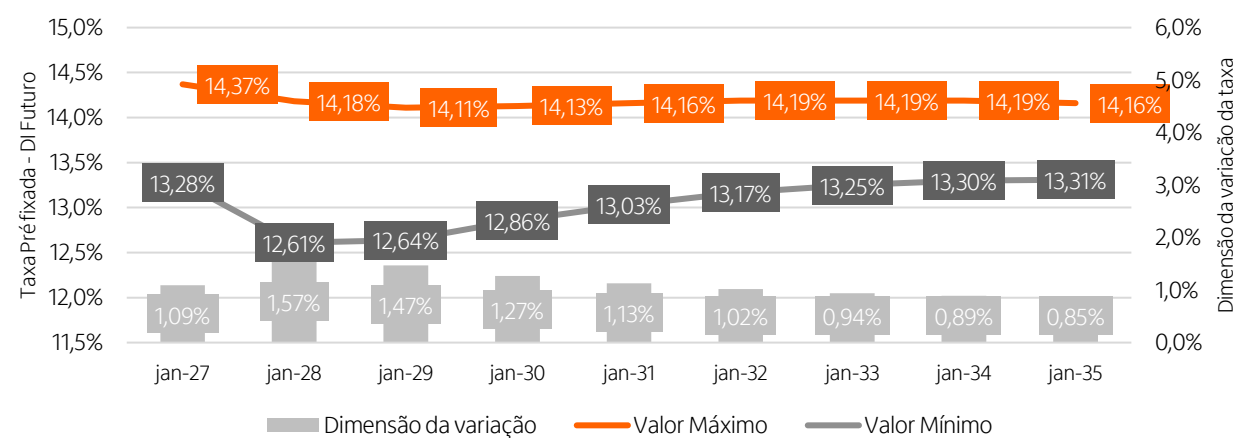
Os ataques coordenados dos EUA e de Israel contra o Irã, iniciados em 28 de fevereiro, levaram ao fechamento do estreito de Ormuz, por onde circula cerca de 20% do petróleo global. Esse evento elevou de forma significativa a aversão ao risco nos mercados e pressionou as curvas de juros via alta das expectativas de inflação, ou seja, a perspectiva de encarecimento do petróleo e seus efeitos em cadeia sobre os preços foram rapidamente incorporados aos ativos, reduzindo o espaço para teses de corte de juros.

Uma amostra qualificada dos gestores multimercado do Brasil acompanhada pelo nosso time mantinha um posicionamento otimista em relação à tendência de queda nas taxas de juros tanto no Brasil quanto lá fora, enxergando boas oportunidades nas curvas prefixadas.

Comportamento da Treasury americana de 10 anos (de 27/fev/26 a 13/abr/26)



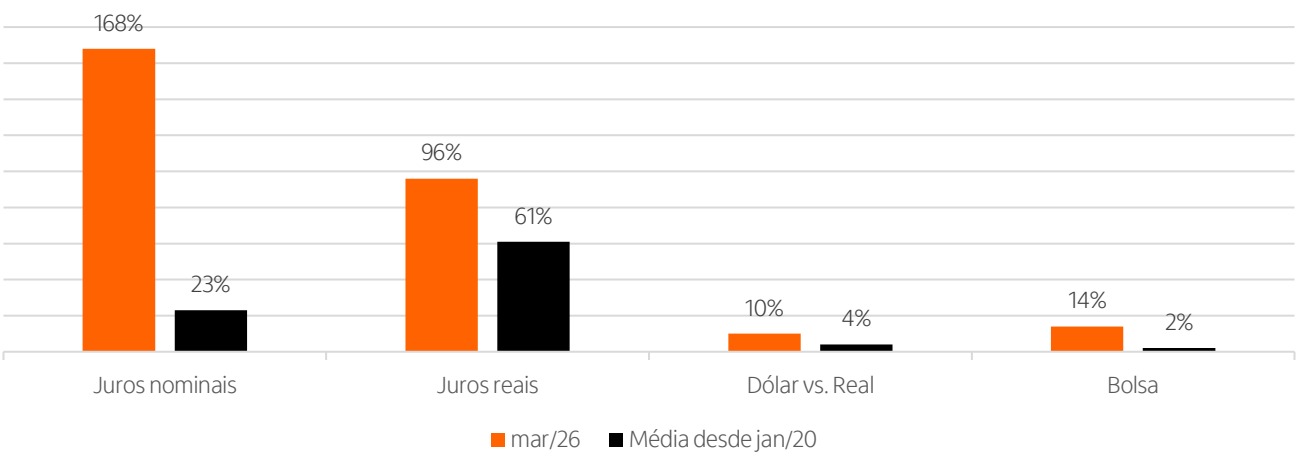
Comportamento da taxa prefixada pelo DI Futuro (de 03/mar/26 a 13/abr/26)



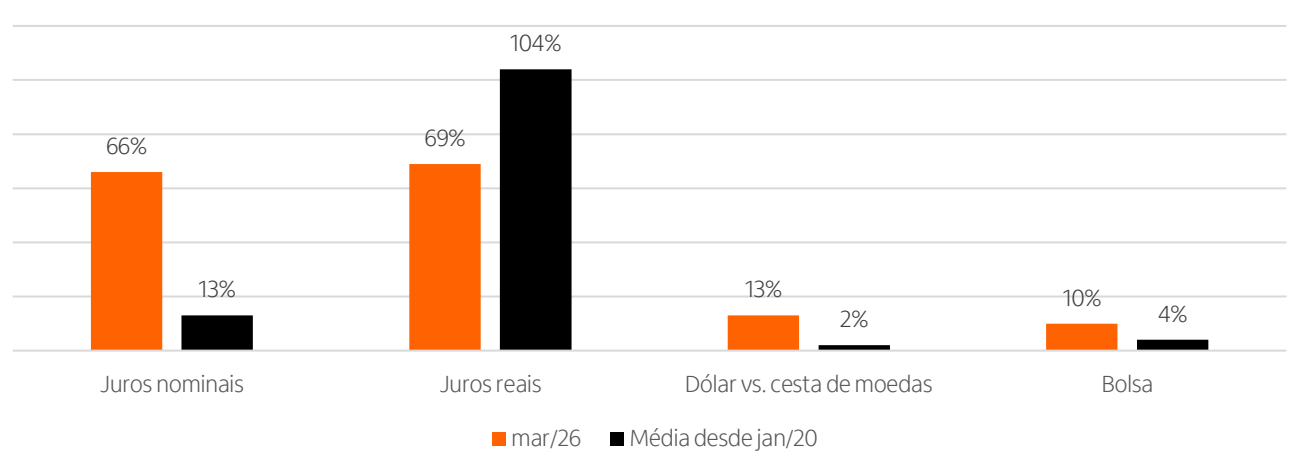
Fonte dos dois gráficos: Bloomberg e Itaú Private Bank

Os gráficos anteriores mostram que, tanto no mercado local quanto no internacional, os mercados de juros apresentaram fortes movimentos de elevação nas expectativas prefixadas, incorporando mais conservadorismo nas expectativas de cortes de juros, dado o novo cenário pós-fechamento de Ormuz. Abaixo, colocamos esse movimento em perspectiva histórica:

Posicionamento médio dos gestores - Brasil



Posicionamento médio dos gestores - Offshore



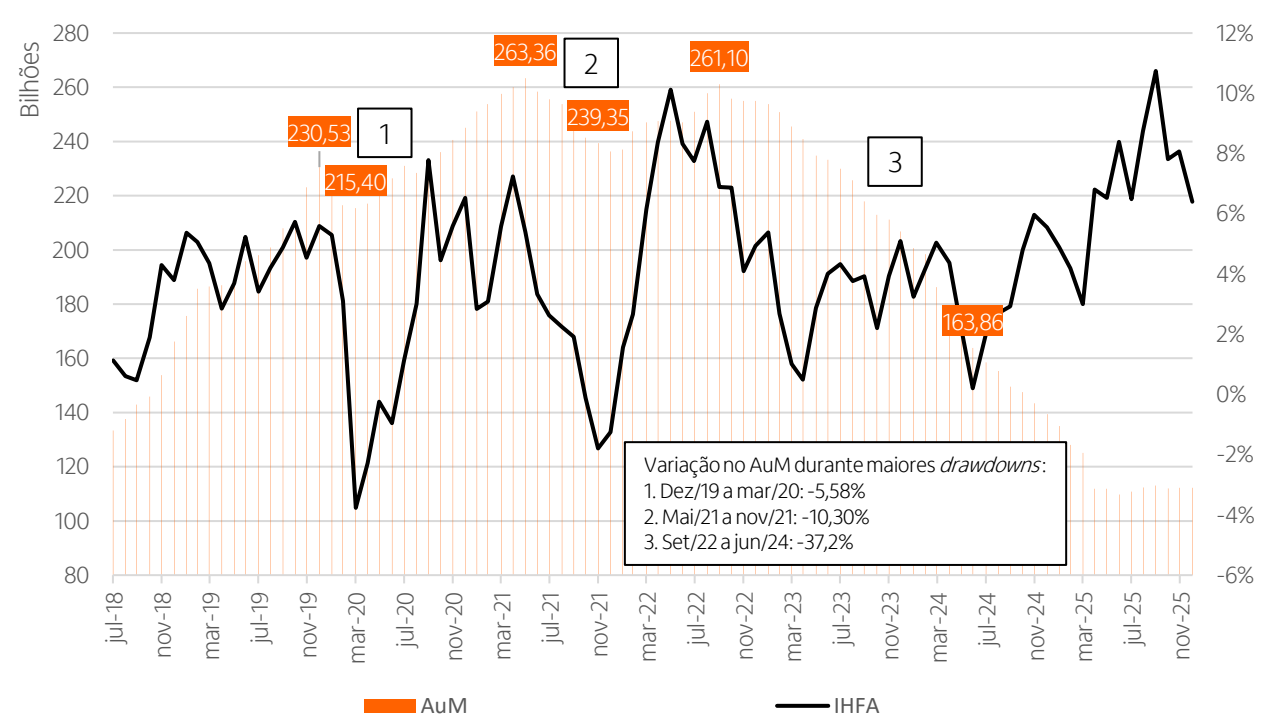
Fonte dos dois gráficos: Bloomberg e Itaú Private Bank

Em síntese, as perdas concentraram-se em posições prefixadas no Brasil e no exterior. Mais do que o posicionamento em si, porém, é essencial compreender a reação dos gestores. De forma geral, a maioria optou por reduzir as exposições, sem zerá-las, apenas ajustando o risco dos fundos ao novo contexto de mercado. Os casos de zeragem foram pontuais e não houve qualquer evidência de rompimento de limites ou de fragilidade nos controles que colocasse em dúvida a robustez da indústria.

Com essa leitura, seria razoável pensar que o investidor racional, que realiza uma boa seleção de gestores, mantém uma alocação em multimercados compatível com o risco desejado para a carteira e acompanha as evoluções do mercado com atenção, deveria manter sua exposição na classe. A estratégia mais adequada nesse cenário seria aguardar que o mercado encontrasse novos patamares mais racionais de preços ou, havendo espaço na carteira, avaliar oportunidades de aumentar o risco por meio desta classe.

No entanto, essa não é a realidade que se observa e isso é porque, na realidade, o investidor é muito menos racional do que pressupomos. É aqui onde entram os vieses de comportamento que desviam o caminho das decisões vencedoras no longo prazo. Historicamente, os fluxos de resgate vs. performance mostram isso.

Variação da performance IHFA vs. AuM numa amostra de gestores selecionados



Fonte: Quantum Axis, Itaú Solutions Research e Itaú Private Bank

Apesar da recuperação de performance em 2025, a estabilização dos ativos sob gestão (AuM, na sigla em inglês) da indústria foi mais lenta do que em períodos anteriores, possivelmente devido à extensão do ciclo de performance negativa, evidenciando a sensibilidade do investidor ao histórico recente e sua dificuldade de permanecer alocado em ciclos adversos mais longos.

## Quais os principais vieses que podem ter impactado essas decisões?

- **Viés de aversão à perda:** definido pelos brilhantes Daniel Kahneman e Amos Tversky, este é o viés mais poderoso de todos, pois resume o sentimento de vários outros. Basicamente, a modelagem mostra que o sentimento negativo de uma perda é proporcionalmente maior que o sentimento positivo de um ganho financeiro de mesmo tamanho. Isso faz com que o investidor tome decisões para interromper a dor e não para maximizar retorno de longo prazo. O resgate, portanto, torna-se um alívio emocional e não uma decisão de portfólio.
- **Viés de recência:** citado com frequência nos trabalhos de Nicholas Barberis, é o atalho mental que leva as pessoas a atribuir peso desproporcional aos eventos mais recentes ao formar expectativas sobre o futuro em detrimento de informações históricas mais amplas, dados de longo prazo ou análises estruturais. Leva à confusão entre volatilidade e deterioração de fundamentos e é difícil de ser percebido pois o investidor sente que está sendo racional, mas, na prática, está supervalorizando um corte muito curto da realidade.
- **Viés de confirmação:** profundamente estudado pelo pesquisador Raymond S. Nickerson, é a tendência cognitiva de buscar, interpretar, favorecer e lembrar informações de maneira seletiva, de modo a confirmar crenças, hipóteses ou decisões pré-existentes, ao mesmo tempo em que se ignora, minimiza ou desqualifica evidências contrárias. Pensamentos como “essa classe de multimercado não vai se recuperar” com a busca de dados para legitimar essa conclusão são um exemplo. São filtros mentais que distorcem a leitura do cenário especialmente em momentos de incerteza e estresse com busca seletiva de informações.

## E como mitigar esses vieses?

A primeira (e talvez mais importante) medida para mitigar o impacto dos vieses inconscientes sobre a tomada de decisão de investimentos é repensar frequentemente o papel daquele ativo na carteira como um todo, em termos de contribuição de retorno, diversificação e tamanho da exposição.

Para a classe multimercado, as alocações estratégicas recomendadas como referência para ajudar nesse processo são:

| LOCAL<br>Tabela de Alocação | Perfil 1    |        | Perfil 2    |        | Perfil 3    |        | Perfil 4    |        |
|-----------------------------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
|                             | Estratégico | Tático | Estratégico | Tático | Estratégico | Tático | Estratégico | Tático |
| Renda Fixa                  | 90,0%       | 90,0%  | 82,0%       | 81,2%  | 69,0%       | 67,5%  | 61,0%       | 58,8%  |
| Pós-Fixado                  | 76,0%       | 76,0%  | 52,0%       | 51,2%  | 29,5%       | 28,0%  | 21,0%       | 18,8%  |
| Prefixado                   | 1,0%        | 1,0%   | 3,0%        | 3,0%   | 7,5%        | 7,5%   | 9,0%        | 9,0%   |
| Juro Real                   | 13,0%       | 13,0%  | 27,0%       | 27,0%  | 32,0%       | 32,0%  | 31,0%       | 31,0%  |
| Durações Curtas             | 12,0%       | 12,0%  | 23,0%       | 23,0%  | 17,5%       | 17,5%  | 13,0%       | 13,0%  |
| Durações Longas             | 1,0%        | 1,0%   | 4,0%        | 4,0%   | 14,5%       | 14,5%  | 18,0%       | 18,0%  |
| Renda Fixa Ativo            | 3,0%        | 3,0%   | 3,0%        | 3,0%   | -           | -      | -           | -      |
| Multimercados               | 7,0%        | 7,0%   | 9,0%        | 9,0%   | 15,0%       | 15,0%  | 13,0%       | 13,0%  |
| Renda Variável              | -           | -      | 6,0%        | 6,8%   | 16,0%       | 17,5%  | 26,0%       | 28,2%  |
| Ibovespa                    | -           | -      | 3,0%        | 3,8%   | 10,0%       | 11,5%  | 18,5%       | 20,7%  |
| S&P em Reais                | -           | -      | 3,0%        | 3,0%   | 6,0%        | 6,0%   | 7,5%        | 7,5%   |
| Total                       | 100,0%      | 100,0% | 100,0%      | 100,0% | 100,0%      | 100,0% | 100,0%      | 100,0% |

Data-base: mar/26. Fonte: Itaú Private Bank

Além disso, o investidor deve sempre buscar **separar volatilidade de risco permanente**. Para o caso dos multimercados, a análise qualitativa que vai além da cota é a que efetivamente identifica os principais riscos de gestão que estão vinculados à troca de time-chave, quebra de processo, mudança de estilo de gestão e problemas dentro da empresa que possam trazer um risco de continuidade do business.

Por fim, o investidor também deve **analisar dados históricos** para identificar *drawdowns* (ou seja, o tamanho das perdas nos piores momentos) e tempos de recuperação para que, assim, consiga entender precisamente os custos de saída nos momentos errados.

O estudo a seguir, por exemplo, analisou todos os momentos em que o fundo **Itaú Multi Hedge 30** (um multigestor com exposição média a 12 gestores de fundos multimercado e volatilidade anual de 5,33%) registrou *drawdowns* superiores a 2,5% entre 2016 e 2026.

Foram observados seis momentos nesse período. Em cinco deles, quando se observa a performance nos 12 meses subsequentes, a recuperação de performance foi tão forte, que só em alfa (diferencial de performance em relação ao CDI) o *drawdown* foi mais do que recuperado e o retorno ainda foi adicionado pelo fator beta (CDI).

| Data<br>Drawdown | Multi Hedge |                                  | Órion    |                                  |
|------------------|-------------|----------------------------------|----------|----------------------------------|
|                  | Drawdown    | Performance após 12 meses (CDI+) | Drawdown | Performance após 12 meses (CDI+) |
| Novembro/16      | -2,60%      | 6,80%                            | -2,20%   | 9,90%                            |
| Mai/17           | -5,10%      | 8,70%                            | -6,40%   | 15,30%                           |
| Junho/18         | -3,40%      | 2,80%                            | -3,70%   | 2,70%                            |
| Março/20         | -13,20%     | 17,20%                           | -14,80%  | 21,20%                           |
| Outubro/20       | -3,70%      | 6,80%                            | -3,40%   | 10,90%                           |
| Dezembro/22      | -3,00%      | -4,30%                           | -4,30%   | -6,40%                           |
| Março/26         | -5,46%      | TBD                              | -7,56%   | TBD                              |

Fonte: Quantum Axis, Itaú Solutions Research e Itaú Private Bank

Vale destacar que, nesses mesmos períodos, o fundo **Itaú Orion** (também um multigestor gerido pelo mesmo time, com exposição média a 12 gestores e perfil de risco mais elevado, refletido em uma volatilidade anual de 6,37%) apresentou recuperações ainda mais intensas nos 12 meses subsequentes. Esses movimentos foram marcados por assimetria positiva, com ganhos proporcionalmente superiores aos tamanhos dos *drawdowns*, especialmente quando comparados ao **Multi Hedge 30**.

Esse movimento sugere ao investidor com mais apetite de risco que, em momentos de *drawdown* forte, a migração para veículos mais agressivos pode acelerar a recuperação da performance. No entanto, é preciso dizer que, os fundos não se recuperaram nos 12 meses seguintes ao *drawdown* de 2022, por exemplo, refletindo um período (2023 e 2024) em que os fundos multimercado registraram as piores performances da indústria na década, com recuperação iniciando apenas em 2025. Nesse sentido, março de 2026 representou um novo desafio para essa trajetória de recuperação, mas, dada a natureza do evento, ainda é prematuro concluir se se trata de uma volatilidade pontual ou de uma mudança estrutural na tendência da performance da indústria.

A conclusão da observação desses dados é que, em pelo menos cinco de seis períodos recentes, o investidor que decidiu resgatar em algum momento próximo ao final do período dos *drawdowns* deixou de participar de um movimento de recuperação bastante importante que os próprios fundos proporcionaram.

Fica, portanto, o convite ao investidor incomodado com o *drawdown* de março de 2026 para reconhecer esses vieses e recorrer a um conjunto mais amplo de informações e análises, trazendo maior racionalidade às decisões de alocação. Ao mesmo tempo em que, os gestores mais qualificados de fundos multimercado vêm incorporando aos seus modelos a dinâmica de fluxos entre ativos, explorando esses vieses na busca por estratégias com assimetrias mais favoráveis de risco e retorno, o que amplia o potencial de geração de valor ao longo do tempo.



## Key Takeaways

- Após dois anos bastante desafiadores em 2023 e 2024, os fundos multimercado voltaram, na média, a entregar retornos acima dos benchmarks a partir de 2025. Esse movimento, no entanto, foi interrompido em março de 2026.
- O fechamento do estreito de Ormuz, em decorrência do conflito no Oriente Médio, elevou a aversão ao risco e pressionou as curvas de juros, reduzindo o espaço para teses de corte de juros.
- Diante disso, a maioria dos gestores optou por reduzir suas posições prefixadas no Brasil e offshore, mas não zerá-las, indicando que não há evidência de rompimento de limites ou de fragilidade nos controles que colocasse em dúvida a robustez da indústria.
- Com essa leitura, seria razoável pensar que o investidor manteria sua exposição na classe (ou aumentaria). No entanto, essa não é a realidade que se observa, já que vieses inconscientes agiram para desviar o caminho das decisões vencedoras no longo prazo.
- Para mitigar os vieses de **aversão a perdas**, **recência** e de **confirmação** é importante revisar frequentemente a função que o ativo em questão desempenha na carteira como um todo em relação a contribuição de risco vs. retorno, buscar entender se o movimento que impacta a performance é uma volatilidade de curto prazo ou um novo risco permanente e estudar dados históricos como *drawdowns* para entender o impacto dos momentos de resgate.
- Nosso estudo mostrou que, em pelo menos cinco de seis períodos recentes, o investidor que decidiu resgatar suas posições nos fundos Itaú Multi Hedge 30 e Itaú Orion em algum momento próximo ao final do período dos *drawdowns* nos últimos 10 anos deixou de participar de um movimento de recuperação bastante importante que os próprios fundos proporcionaram nos 12 meses seguintes.

## Veja também



Como o **conflito no Oriente Médio** afeta o **retorno das Treasuries** americanas?

Acessar relatório



Por que os **investidores estrangeiros** estão **comprando a bolsa brasileira**?

Acessar relatório



**Estratégias imobiliárias** que o Brasil ainda não conhece

Acessar relatório



Este e muitos outros conteúdos **você encontra em um só lugar**

Private Insights

O que achou deste conteúdo?





# Informações relevantes

Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.