

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Guilherme Barbosa
Estrategista Mirabaud
Internacional

INTERNACIONAL

AND THE WINNER IS... SWITZERLAND

No mês passado, escrevemos sobre o impacto da (má) política e como muitos países desenvolvidos têm tentado gastar para crescer sem se preocupar com o impacto fiscal subsequente.

A Suíça foi ignorada na última carta porque o governo executa políticas fiscais e monetárias prudentes e adotou um caminho político diferente. Chato, mas bom! E quando você mergulha fundo na economia suíça, ela está longe de ser entediante e não é apenas boa, mas ótima! Antes de nos concentrarmos na Suíça, vamos começar com algumas notícias negativas, que são os desempenhos dos mercados em outubro.

O mês nos trouxe retornos negativos em ações e renda fixa com maior volatilidade devido às eleições presidenciais e legislativas nos Estados Unidos.

Para os investidores que têm o dólar americano como moeda de referência, o único porto seguro durante o mês foi o próprio dólar americano e o ouro.

O metal precioso subiu em 8 dos 10 primeiros meses do ano e está em alta de 33% no acumulado do ano. As ações globais estão apresentando um ano acima da média, e o período de setembro-outubro que normalmente é muito difícil, foi muito melhor do que se temia, com o S&P 500 subindo 1% em dois meses. Sem esquecer que o índice subiu 38% nos últimos doze meses.

A renda fixa teve dificuldades em outubro, com rendimentos mais altos nos EUA, já que a economia continua a mostrar força e as expectativas de uma vitória de Trump podem levar a um maior crescimento e inflação que elevaria os juros.

« (...) ESTAMOS EM UM CENÁRIO DE SOFT LANDING, QUE SERÁ SEGUIDO POR UMA RECUPERAÇÃO NO INÍCIO DO CICLO.»

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS:

	Out.	Out.\$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$
S&P 500	-0,92		21,0		26,3		-18,1		28,7	28,7
Sloxx 50	-3,30	-5,78	10,1	8,1	23,2	27,3	-8,5	-14,0	24,1	24,1
MSCI EM	-4,32		12,1		10,1		-19,9		-2,3	-2,3
SMI	-3,09	-5,42	9,3	6,0	7,1	17,6	-14,3	-15,0	23,7	19,5
Euro - USD	-2,25		-1,4		3,1		-5,8		-6,9	
US Dollar Index	3,17		2,6		-2,1		8,2		6,4	
Gold Spot - USD	4,15		33,0		13,1		-0,3		-3,6	
CHF - USD	-2,14		-2,6		9,9		-1,3		-3,0	
Global Aggregate	-3,35		0,1		5,7		-16,2		-4,7	
US Aggregate	-2,48		1,9		5,5		-13,0		-1,5	
US Treasury	-2,38		1,4		4,1		-12,5		-2,3	
US T Bills	0,37		4,5		5,1		1,3		0,0	
Global High Yield	-0,63		8,9		14,0		-12,7		1,0	
Euro Aggregate	-0,75		1,7		7,2		-17,2		-2,9	

Antes de falarmos sobre nossas opiniões a respeito das eleições americanas, vamos voltar à Suíça.

Uma das coisas que mais surpreende as pessoas quando falo sobre a vida na Suíça é o fato de que moro aqui há quase 20 anos e o preço do meu corte de cabelo não mudou! Sim, você leu corretamente. O custo do pedágio anual das estradas também não mudou desde 1995 e custa um pouco mais do que o meu corte de cabelo, o que pode explicar por que as estradas estão em um estado muito melhor do que o meu cabelo ralo.

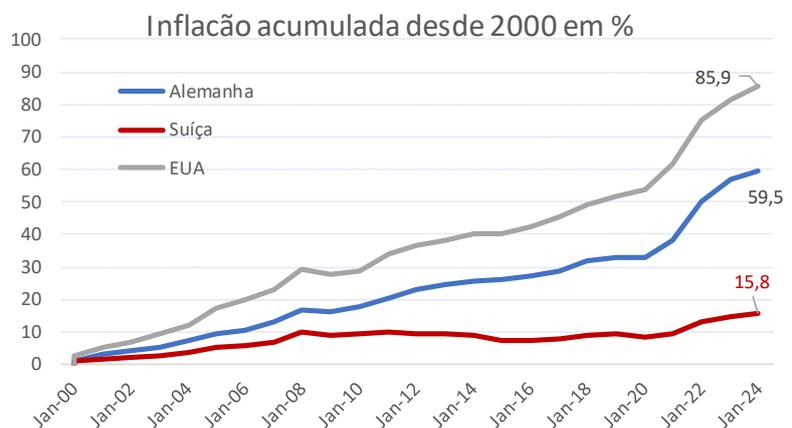
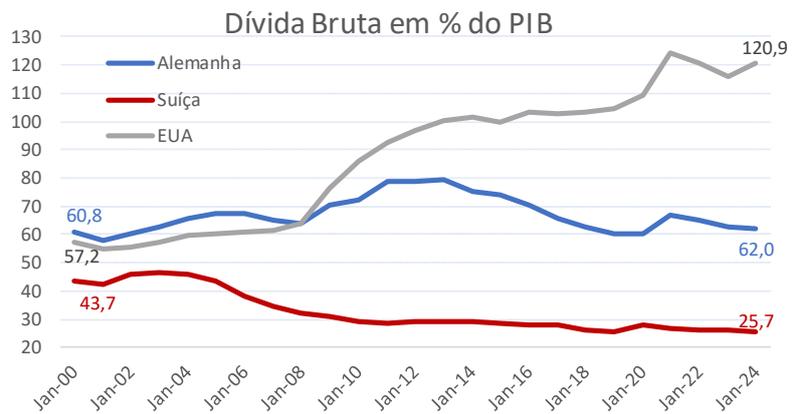
Com o fim do padrão ouro em 1971, os países permitiram que suas moedas flutuassem, o que levou a níveis de dívida e inflação muito mais altos em todo o mundo. A Suíça não seguiu essa tendência que está

em vigor há mais de 50 anos (como você pode ver nos gráficos seguintes, que remontam apenas ao ano 2000).

A taxa de inflação suíça desde 1971 foi em média de apenas 2,14%! Em 1971 (quando nasci), um dólar americano valia cerca de 4,3 francos suíços e o Suissie (jargão dos operadores de câmbio) havia se valorizado para 1,25 quando me mudei para a Suíça em 2005 e continuou a se valorizar até o nível atual de 0,86.

Portanto, meu corte de cabelo custa o mesmo em suíço, mas ficou 45% mais caro em termos de dólares americanos.

Poderíamos argumentar que meu barbeiro está praticando a “inflação por redução”, pois ele está cobrando o mesmo valor, mas está cortando menos cabelo.



Como um país sobrevive com uma moeda tão forte e baixos gastos fiscais?

Certamente é diferente crescer com tais restrições, no entanto, o país "Porto Seguro" também é uma economia em crescimento quando comparado a outros grandes países europeus e norte-americanos (veja o gráfico a seguir).

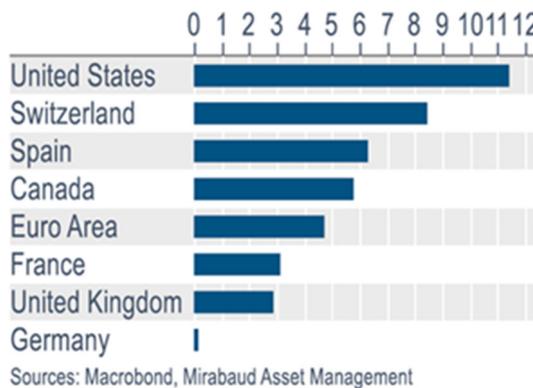
A educação, a inovação e a população estão ativamente envolvidas na política. A

educação leva a uma força de trabalho altamente qualificada. A valorização constante do franco suíço força os setores de fornecedores e de exportação a serem mais inovadores e mais produtivos ano após ano. A qualidade é o principal diferencial das empresas e dos produtos suíços. A população suíça vota em referendos cerca de quatro vezes por ano para aprovar as decisões tomadas pelos governos local, regional e federal.

Portanto, os eleitores não apenas escolhem seus políticos, mas também votam em muitas questões importantes. No final deste mês, os suíços votarão se

aceitam a extensão da malha rodoviária e a população de Genebra votará sobre a redução dos impostos de renda de pessoas físicas.

Crescimento acumulado do PIB desde o 4º trimestre de 2019 (inclui a Covid):



And the Winner of the US election is... Trump

A maioria dos participantes do mercado e dos eleitores dos EUA esperava um resultado rápido e inquestionável.

Os principais motivos foram que esperávamos mais volatilidade e as avaliações já estavam em níveis muito altos.

Qualquer resultado rápido é melhor do que uma repetição da eleição de 2000, quando o candidato democrata Al Gore concedeu a vitória em 13 de dezembro, trinta e seis dias após a data da eleição e depois de ter vencido o voto popular.

Mantemos nossa opinião de que estamos em um cenário de Soft Landing, que será seguido por uma recuperação no início do ciclo.

A eleição presidencial de 2024 foi acirrada, assim como a eleição para o Congresso. Devido às incertezas da eleição e para proteger o desempenho do portfólio, reduzimos a exposição aos mercados acionários dos EUA no final de outubro.

Com relação à política monetária, esperamos que o FED corte as taxas em 25 pontos-base quando se reunir em novembro e novamente em dezembro, e os movimentos em 2025 dependerão das políticas implementadas pelo novo governo.

Comportamento esperado do mercado após uma vitória republicana:

US ELECTIONS SCENARIO

Republican Sweep

Macro Impacts

- Inflationary Pressures +
- US Fiscal Deficit +
- Global Trade Growth -
- World ex-US GDP Growth -
- US GDP Growth +

Financial Markets Impacts

- US Equities ++
- EM Equities -
- US Bonds -
- EM Bonds -
- Dollar +
- US Small Cap +
- US Industrials +
- Clean Energy -



Eric Hatisuka

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

“A VIDA SÓ PODE SER COMPREENDIDA OLHANDO-SE PARA TRÁS, MAS SÓ PODE SER VIVIDA OLHANDO-SE PARA A FRENTE” (SOREN KIERKEGAARD)

Kierkegaard (1813-1855), filósofo, teólogo e poeta dinamarquês, considerado o primeiro filósofo existencialista, postulou que a vida, como experiência individual e única para cada um, deve ser vivida de forma realista e concreta, em oposição ao idealismo ingênuo de Hegel e outros filósofos de seu tempo.

Kierkegaard propôs que “frente às incertezas da vida, nossas escolhas sempre serão ‘utilitaristas’”, o que levou ao seu conceito de “salto de fé”: as decisões mais importantes de nossas vidas são realizadas sob completa incerteza e só são possíveis de serem plenamente justificadas a posteriori.

Nestes últimos dias, com a taxa de câmbio do Dólar-Real chegando próximo ao patamar de R\$ 5,90 e os juros reais das NTN-B's alcançando o patamar de 7% ao ano, lembrei-me de Kierkegaard e de sua abordagem para decisões sob incerteza.

Tomar decisões sob incerteza é o ofício e o desafio de todos que trabalham com análise econômica, investimentos e mercados financeiros e, como assevera Nassim Taleb ao longo da sua trilogia seminal (Iludidos Pelo Acaso, A Lógica do Cisne Negro e Antifrágil), as ferramentas úteis para análise e tomada de decisões sob incerteza não residem nas ciências econômicas - ou mesmo, na matemática ou estatística - mas sim, no campo da filosofia.

Taleb encontrou seu caminho na Cama de Procusto, Sexto Empírico e na famigerada abordagem dos halteres ('barbell strategy'). Eu, de minha parte, encontro algum conforto no pensamento de Kierkegaard e seu realismo cínico.

« (...) TODO SALTO DE FÉ É, NA VERDADE, UMA DECISÃO UTILITARISTA, QUE NO NOSSO CASO, É RESPALDADA PELO MAIOR NÍVEL DE JUROS REAIS EM QUASE 10 ANOS.»

A vida só pode ser compreendida olhando-se para trás (...)

Desde a implantação do tripé macroeconômico brasileiro, isto é, metas de inflação, câmbio flutuante e equilíbrio no resultado primário do setor público, as taxas das NTN-B's (títulos públicos indexados ao IPCA) somente alcançaram os atuais níveis de 7% ao ano durante a crise institucional do governo Dilma, entre 2015 e 2016.

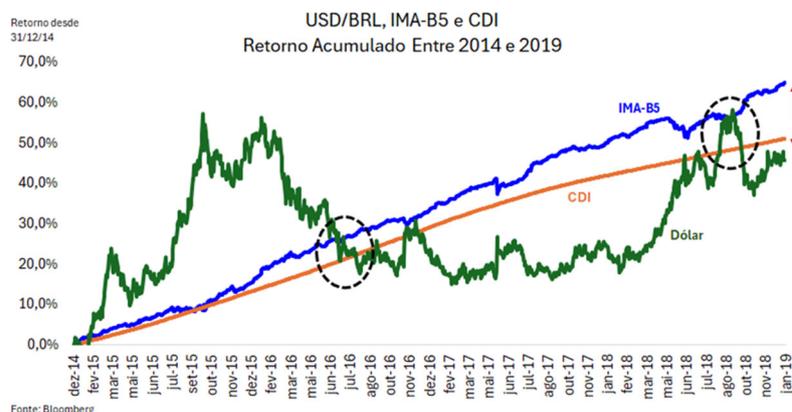
Naquele biênio de crise fiscal aguda, vivenciamos uma forte desancoragem cambial, acompanhada por uma também imponente perda de apoio popular e no Congresso pelo Governo recém-reeleito, que ao fim, foi destituído por meio de um ruidoso processo de impeachment, em 2016.

Como resultado da crise, o país sofreu a maior recessão de sua história, com uma queda acumulada de mais de 7,5% no PIB entre 2015 e 2016,

mostrando que o novo calcanhar-de-Aquiles do país era definitivamente o equilíbrio fiscal, e não mais a vulnerabilidade externa que atormentara nossa economia nas décadas de 80 e 90.

Entre o final de 2014 e o início de 2016, o Real se desvalorizou aproximadamente 52% contra o Dólar (de R\$ 2,66 para R\$ 4,04), porém, com a alta da inflação, alta de juros e estabilização fiscal que se seguiram, o processo de desvalorização foi debelado e quem esteve investido em CDI e NTN-B's curtas no período também foi recompensado.

O gráfico abaixo mostra como, ao fim do curso de 4 anos, o retorno acumulado do CDI e do IMA-B5 (carteira teórica composta por NTN-B's curtas, com até 5 anos de prazo) se equivaleram ao retorno do Dólar.

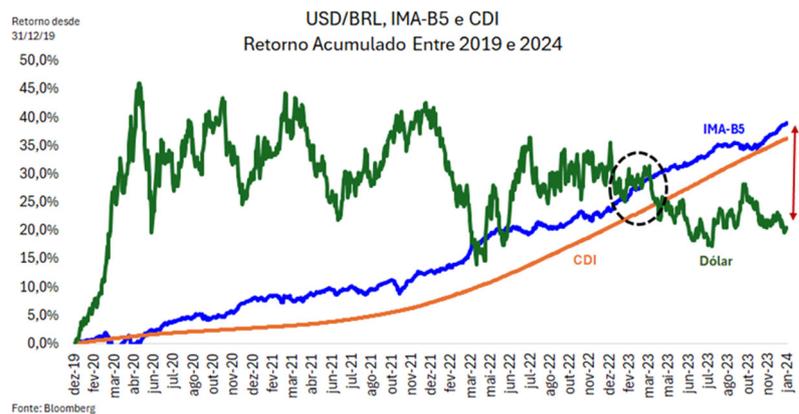


De forma análoga, em 2020, com o choque nos mercados causado pelo fechamento das economias globais no advento da pandemia de Covid-19, o Real se desvalorizou aproximadamente 30% contra o Dólar (de R\$ 4,02 para R\$ 5,20) no ano-calendário.

Diferentemente do episódio de 2015/16, a desvalorização de 2020 foi causada por uma crise (sanitária) global, e mesmo assim, após o período do

choque, com o aumento dos juros necessários para conter os efeitos inflacionários das interrupções econômicas, o retorno do CDI e do IMA-B5 acabou recompensando quem ficou investido nestes ativos pelo período.

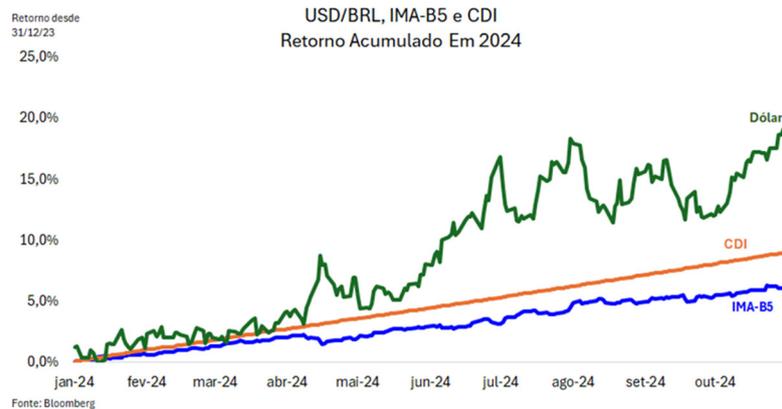
O gráfico abaixo mostra como, ao fim do curso de 4 anos, o retorno acumulado do CDI e do IMA-B5 se equivaleram ao retorno do Dólar, tendo até o superado ao final de 2023.



Agora, em 2024, frente a uma nova perspectiva de descontrole fiscal, o Real novamente sofre desvalorização contra o dólar, como se pode ver no gráfico abaixo, de histórico bem mais curto que os anteriores.

Como nos episódios anteriores, primeiro o dólar sobe, respondendo ao aumento percebido no risco de

insolvência do país; depois, com o pass-through da desvalorização cambial para os preços de importados, o IPCA sobe, aumentando o retorno das NTN-B's, em seguida causando o aumento dos juros básicos e do CDI, que vêm a reboque.



(...) mas só pode ser vivida olhando-se para a frente.

Muito já foi dito sobre o poder disciplinador dos mercados financeiros sobre os governos. De fato, quanto mais sofisticada e desenvolvida for a economia, maior é o impacto das políticas públicas sobre os mercados e maior é o custo em termos de popularidade para os governos quando os mercados se deterioram.

A recente desvalorização do Real contra o Dólar é mais um sinal bastante eloquente de que os mercados estão perdendo a paciência com o Governo e sua preferência pela leniência fiscal.

Estando a dois anos das eleições gerais de 2026, há mais do que tempo suficiente para que a alta do dólar contamine a inflação, a atividade econômica, o investimento produtivo e o mercado de

trabalho, o que deixaria o Governo em situação bastante frágil ante seu desejo de reeleição.

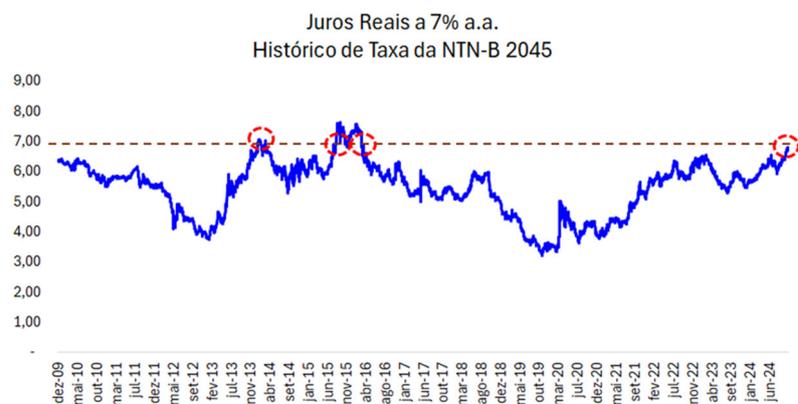
É imperativo que o Governo comece a endereçar soluções para os problemas fiscais do país, sob a ameaça de enfrentar uma disputa eleitoral bem mais acirrada, caso os fundamentos econômicos se degradem até lá.

Conforme já comentado, os juros reais das NTN-B's alcançaram o patamar de 7% ao ano, que só se compara ao pior período do Governo Dilma, em mais um sinal de que as coisas não estão sendo bem encaminhadas pelo atual Governo.

Este é o momento do salto de fé kierkgaardiano: a lógica racional leva a crer que o Governo não mais dispõe de espaço político e econômico para continuar fugindo do arcabouço fiscal. Não obstante, a incerteza subsiste, pois sabemos que o Governo (como qualquer governo), gostaria de

poder gastar ilimitadamente e infinitamente.

Como proposto por Kiergaard, todo salto de fé é, na verdade, uma decisão utilitarista, que no nosso caso, é respaldada pelo maior nível de juros reais em quase 10 anos (gráfico abaixo).



“Nossa vida se expressa sempre como o resultado dos nossos pensamentos mais dominantes”. (Soren Kierkegaard)

A recém confirmada eleição de Donald Trump para a Presidência dos Estados Unidos, torna-se um fator de incerteza adicional ao cenário econômico brasileiro, especialmente por conta de sua política comercial protecionista e sua predileção por uma política fiscal deficitária.

Com a também confirmada 'red sweep', isto é, formação de maioria Republicana na Câmara e Senado, é esperado que tenhamos 2 anos de

'Trumponomics' a pleno vapor.

Conforme expresso na nossa Carta Mensal de Fevereiro, a cartilha econômica de Trump em seu mandato anterior, ou 'Trumponomics', foi deficitária, protecionista e inflacionária; fatores que, conjugados, tendem a gerar alta de juros e fortalecimento no dólar, com implicações deletérias para o fluxo de capitais para os emergentes em geral, e para os países deficitários como o Brasil, em particular.

O Brasil não vive hoje uma dependência de financiamento externo que nos coloque em risco, mas caso a nossa política fiscal continue em trajetória francamente deficitária, essa dependência virá.

O Governo Trump não será obstáculo para o desenvolvimento do Brasil, mas certamente, reduzirá sobremaneira o espaço para leniência, displicência e erros de comunicação.

De forma que, mais do que nunca, se tornou premente que o Governo resolva de uma vez por todas a dúvida que paira sobre os mercados acerca de seu compromisso com o equilíbrio fiscal.

MERCADOS

Renda Fixa		31/10/24	MTD	3M	YTD
CDI	-	84,50	0,93%	2,53%	8,99%
IMA-B	-	9.923,22	(0,65%)	(2,08%)	0,16%
IMA-B 5	-	9.522,69	0,74%	1,02%	6,08%
IMA-B 5+	-	11.113,63	(1,66%)	(4,11%)	(4,23%)
IRF-M	-	18.682,14	0,21%	0,54%	4,12%
IMA-S	-	6.981,87	0,98%	2,64%	9,26%

Índices Globais	País	31/10/24	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	129.713,33	(1,60%)	3,55%	(3,33%)
Dow Jones	USD	41.763,46	(1,34%)	7,91%	10,81%
S&P 500	USD	5.705,45	(0,99%)	10,01%	19,62%
NASDAQ	USD	19.890,42	(0,85%)	11,15%	18,21%
Euro Stoxx 50	EUR	4.827,63	(3,46%)	5,60%	6,77%
FTSE 100	GBP	8.110,10	(1,54%)	1,27%	4,87%
MSCI Emerging	EM	44,45	(3,07%)	9,97%	11,31%
MSCI World	World	3.647,14	(2,04%)	9,11%	15,08%

Moedas	País	31/10/24	MTD	3M	YTD
Dólar/Real	USD	5,79	(6,20%)	(1,13%)	(19,16%)
Euro	EUR	1,09	(2,25%)	(0,62%)	(1,40%)
Franco Suíço	CHF	0,86	(2,14%)	(1,38%)	(2,63%)
Libra Esterlina	GBP	1,29	(3,56%)	0,96%	1,32%
Bitcoin	BTC	69.937,51	9,65%	28,57%	66,77%

Hedge Funds	País	31/10/24	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	5.216,53	0,29%	2,14%	3,92%

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.

