



# CARTA MENSAL MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Guilherme Barbosa  
Estrategista Mirabaud  
Internacional

## INTERNACIONAL

### WINTER IS OVER – SAKURA AND INTEREST RATES

O inverno finalmente acabou, abrindo espaço para as celebrações da primavera no Hemisfério Norte. Essa época é mítica no Japão: depois de enfrentar meses frios e escuros, o povo japonês se prepara para festejar a passagem da primavera com as cerejeiras em flor, evento conhecido como Sakura em japonês, ou Cherry Blossom em inglês.

As cores e a beleza da flor combinadas ao caráter efêmero delas (só duram 1 semana) criam uma verdadeira fascinação do povo japonês. Este momento que, inicialmente, era utilizado para adivinhar a colheita do ano é agora muito importante para a filosofia xintoísta. Algumas pessoas até organizam eventos de observação das flores, conhecidos como hanami, para celebrar as cerejeiras. E este ano, a celebração da primavera vai acontecer com os mercados acionários em máxima histórica!

De fato, o mercado japonês, que viveu muitos anos complicados sem retornos interessantes, conseguiu bater a máxima histórica que tinha alcançado nos anos 90. A nova máxima coincide com máximas também históricas na Europa e Estados Unidos depois dos mercados conseguirem retornos positivos consecutivos nos últimos 5 meses!

«(...) NÃO HÁ DÚVIDA QUE OS CORTES DO BCE E DO FED VÃO CHEGAR E SERÃO MUITO IMPORTANTES PARA CONFIRMAR O NOSSO CENÁRIO DE BULL FED PIVOT(...)»

## RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS EM MARÇO E NOS ÚLTIMOS 5 ANOS:

	Mar.	Mar. \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$	2020	2020 \$	2019	2019 \$
S&P 500	3.22		10.55		26.26		-18.13		28.7	28.7	18.4		31.5	
Stoxx 50	4.38	4.34	12.94	10.21	23.22	27.28	-8.55	13.97	24.1	15.6	-2.6	6.1	29.4	26.8
MSCI EM	2.50		2.41		10.12		19.87		-2.3		18.8		18.7	
Brazil Bovespa	-0.71	-1.42	-4.53	-7.42	22.28	33.09	4.69	10.13	-11.9	-18.1	2.9	-20.1	31.6	26.9
Euro	-0.14		-2.26		3.12		-5.85		-6.9		8.9		-2.2	
US Dollar Index	0.32		3.11		-2.11		8.21		6.4		-6.7		0.2	
Gold Spot	9.08		8.09		13.10		-0.28		-3.6		25.1		18.3	
Brazilian Real	-0.89		-3.25		8.93		5.40		-6.8		-22.6		-3.4	
Global Agg. Bond	0.55		-2.08		5.72		16.25		-4.7		9.2		13.1	
Latam Bonds	2.59		2.88		11.15		13.17		-2.5		4.5		12.3	
Global High Yield	1.51		2.13		14.04		12.71		1.0		7.0		12.6	
US T Bills	0.45		1.27		5.12		1.30		0.0		0.7		2.3	
CDI	2.62	0.60	2.62	0.60	13.05	24.80	12.37	18.44	4.4		2.8	-20.3	6.0	2.2

Além do desempenho espetacular dos mercados acionários, reencontramos uma diversificação de carteira com a renda fixa tendo, de novo, uma correlação negativa com os mercados acionários. Em 2022 e 2023, quando a renda variável operava em baixa, a renda fixa também perdia em valor e não fazia o papel de estabilizador de carteira. O cenário mudou: desde o início do ano, o S&P500 subiu 10.55% enquanto a renda fixa perdeu 2.08% (ver Global Agg. Bond na tabela). Do seu lado, o ouro foi o grande vencedor do mês: o metal rompeu o teto, chegando acima de \$2'200 por causa das tensões geopolíticas, apesar dos juros longos subirem.

Do lado macroeconômico, os bancos centrais continuaram a animar o ambiente e a afetar os mercados de renda fixa, mas o efeito que eles têm no mercado acionário já diminuiu fortemente em comparação a 2022 e 2023. A pergunta agora é, entre Estados Unidos e Europa, quem irá cortar os juros primeiro.

A Europa parece inclinada a cortar os juros mais cedo que os Estados Unidos porque a Alemanha, que tem um peso muito importante na economia europeia, mostra sinais de fragilidade: a economia alemã diminuiu no último trimestre enquanto já tinha estagnado no trimestre anterior.

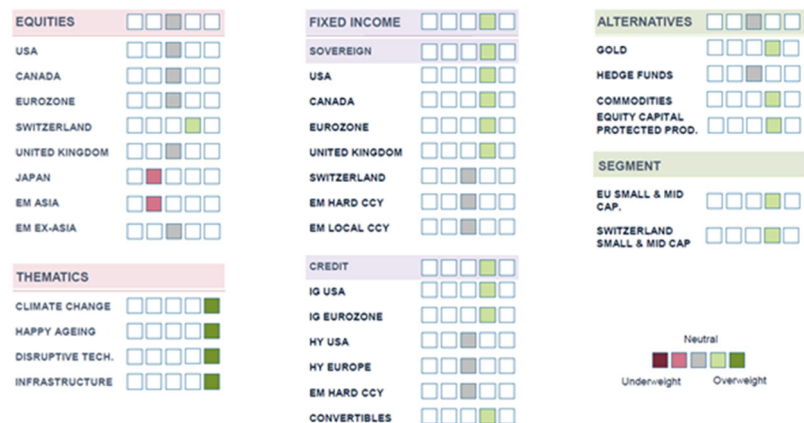
O mercado estima a probabilidade de um corte em junho de 85% na Europa, mas não está tão seguro em relação aos Estados Unidos. Depois de dados econômicos fortes, o mercado avalia a probabilidade do Fed cortar as taxas já em junho a 55%. No entanto, não há dúvida que os cortes do BCE e do Fed vão chegar e serão muito importantes para confirmar o nosso cenário de bull Fed Pivot, que prevê o Fed cortar os juros depois de conseguir controlar a inflação sem danificar a economia, apontando para um soft landing, cenário perfeito para renda variável.

Na verdade, o mercado não ficou animado só pelos dois bancos centrais principais, mas também por outros menos importantes. O banco central suíço criou a surpresa ao ser a primeira entidade do G10 a cortar a taxa de juros. O banco central reduziu assim a taxa de 1.75% para 1.50% porque a inflação de 1% nos últimos 12 meses parece estar completamente controlada atualmente; isto permite a economia suíça de se beneficiar de um franco suíço menos forte, estimulando assim as exportações.

Voltando ao Japão e às cerejeiras, o banco central japonês decidiu festejar o início do Sakura, subindo a taxa de juros de -0.10% a 0.10% pela primeira vez em 17 anos. Esta política de juros negativos era mantida desde 2016 no Japão, mas a robustez da economia e inflação

persistente desde o fim da pandemia obrigaram o banco central a não só subir os juros, mas também a abandonar o mecanismo de yield curve control que impedia a taxa de 10 anos de subir acima de um certo nível. A decisão acaba assim com a era dos juros negativos no mundo e até achamos bonito que seja no período do Sakura, marcando assim uma renascença, já que o povo japonês considera as flores de cerejeiras como um símbolo da vida humana: nobre e transitória. E de fato, sobre a vida humana, não podemos dizer o contrário que, conforme um provérbio português, a vida são dois dias (e o Carnaval são três).

### ALOCAÇÃO ATUAL (28/03/2024)





**Eric Hatisuka**  
Estrategista Mirabaud  
Brasil

## BRASIL

### A INSUSTENTÁVEL LEVEZA DO BRL

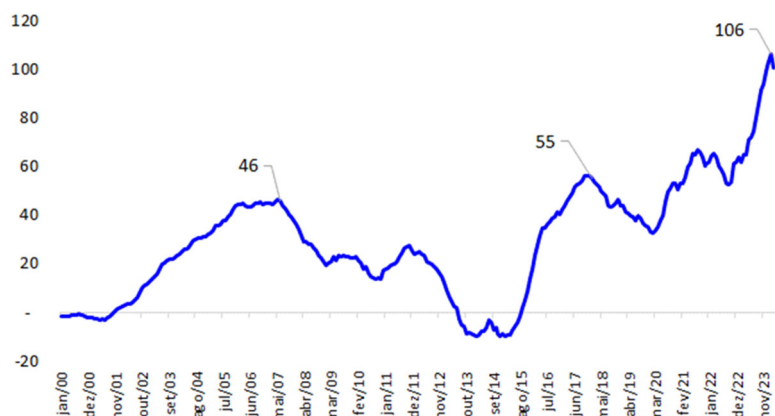
Certa vez, o brilhante economista Edmar Bacha disse que “Deus inventou a taxa de câmbio apenas para humilhar os economistas”, tamanho é o desafio de se prever os movimentos deste, que é o mais importante preço da economia. Na verdade, não surpreende que a taxa de câmbio seja um preço tão imprevisível, uma vez que possui a suprema capacidade de exprimir em um único número, toda a força ou fraqueza, acertos ou erros, virtudes ou defeitos de uma política econômica.

Entretanto, mesmo considerando todas as dificuldades inerentes ao ingrato exercício de se prever a taxa de câmbio, o comportamento do Real Brasileiro (BRL) neste ano já é digno de menção honrosa no rol dos instrumentos de humilhação de economistas e analistas de mercado.

Existem vários fatores que deveriam fazer com que o BRL estivesse se valorizando contra o dólar nestes últimos meses, ou que, ao menos não estivesse mostrando um comportamento tão fraco nestas últimas semanas, quando voltou a ser negociado acima de R\$ 5,00 por USD.

Podemos citar, por exemplo, a trajetória absolutamente espetacular da Balança Comercial brasileira (gráfico abaixo) que, apoiada por preços de commodities em alta e importações em baixa, chegou ao superávit recorde de mais de US\$ 100 bilhões nos últimos 12 meses.

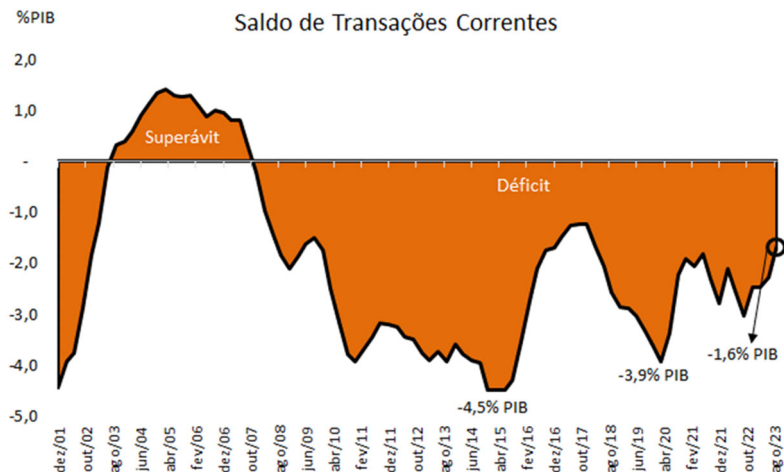
Saldo Comercial em Janela Móvel de 12 Meses  
(Em US\$ Bilhões)



«(...) A ANÁLISE DO CÂMBIO REAL NOS MOSTRA QUE O BRL TEM SOFRIDO DE UMA TENDÊNCIA NATURAL DE DESVALORIZAÇÃO AO LONGO DO TEMPO (...)»

Trata-se de um superávit tão elevado, que permitiu rápida e expressiva melhora no próprio Saldo de Transações Correntes do Balanço de Pagamentos (saldo entre entradas e saídas de dólares no

país). Como podemos ver no gráfico abaixo, o déficit se reduziu de -3,0% do PIB no 3T22 para -1,6% do PIB no 3T23, numa melhora que salta aos olhos.



De fato, no passado de vulnerabilidade externa do Brasil, antes do boom de commodities de 2003-2011, o aumento da necessidade de financiamento internacional dos déficits em conta-corrente explicava absolutamente todos os eventos de desvalorização da moeda brasileira. Felizmente, este passado de vulnerabilidade externa parece ter ficado para trás desde que o país atingiu o robusto volume de US\$ 350 bilhões em Reservas Internacionais, ao final de 2011.

Entretanto, se por um lado tivemos recentemente um recorde no fluxo de entrada de dólares no país via balança comercial, por outro lado, também tivemos uma importante saída de dólares do país na Conta Capital do Balanço de Pagamentos, referente a residentes brasileiros elevando posições de investimento nos mercados internacionais.

No gráfico seguinte, podemos ver que o Saldo em Ativos Internacionais Detidos por Brasileiros aumentou sensivelmente nos últimos 2 anos, tanto em investimentos financeiros (ex.: títulos e ações) quando em investimentos diretos (ex.: participações em empresas e propriedade de imóveis). Os registros do Banco Central do Brasil mostram que volume de investimentos internacionais detidos por residentes brasileiros veio de US\$ 857 bilhões em 1T20 para US\$ 972 bilhões 3T23, totalizando um aumento de mais de US\$ 100 bilhões nesta rubrica no período.

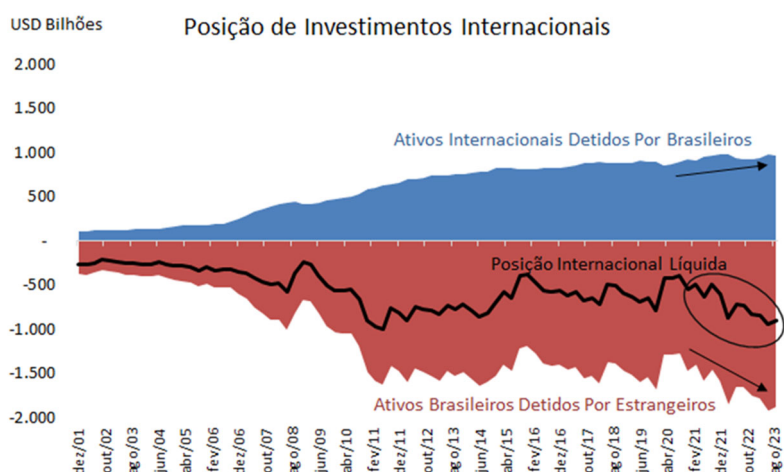
Este elevado fluxo de saída de dólares não explica sozinho a fraqueza recente do BRL, mas certamente é um fator que atuou no sentido contrário ao saldo comercial, neutralizando parte dos dólares que deveriam ter entrado no país e causado maior valorização na taxa de câmbio ao final de 2023.





Uma última alteração digna de nota, no Balanço de Pagamentos, foi o recente aumento do Passivo Externo Líquido do país, visualizado pelo saldo de Ativos Brasileiros Detidos por Estrangeiros. Tal aumento, embora expresse o desejo de investidores estrangeiros por investimentos no Brasil, também reflete o aumento nas obrigações líquidas com o setor externo, que totalizaram no 3T23 o valor de US\$ 1,87 trilhões.

Com isso, a Posição Internacional Líquida, medida pela diferença entre os Ativos Internacionais Detidos por Brasileiros e os Ativos Brasileiros Detidos por Estrangeiros (gráfico abaixo), aumentou quase US\$ 500 bilhões entre 1T20 e 3T23, o que, na prática, pode significar maior fragilidade em uma eventual crise, interna ou externa, que obrigue os investidores internacionais a repatriarem seus recursos.



Finalmente, a análise do câmbio real (câmbio deflacionado ou corrigido pela inflação) nos mostra que o BRL tem sofrido, de uma tendência natural de desvalorização ao longo do tempo que, em grande parte deve estar sendo causada pelo diferencial de produtividade (e por conseguinte, de inflação), entre o Brasil e o mundo desenvolvido.

Tal tendência pode ser facilmente verificada no gráfico abaixo, do BRL corrigido pelo diferencial da inflação entre Brasil e Estados Unidos, em que o BRL, desde 2011, entra em um “canal de desvalorização”, onde recentemente, alcançou a borda inferior.



Em resumo, atualizado por diferencial de inflação, já não podemos afirmar categoricamente que o BRL esteja subvalorizado. Na verdade, se pensarmos em uma curva suave de desvalorização ao longo do tempo, pode ser que o BRL já esteja flertando com alguma sobrevalorização pontual.

Na verdade, a própria dificuldade da moeda em se valorizar mais, apesar do influxo de divisas recorde na Balança Comercial, de alguma forma pode estar confirmando este diagnóstico.

Somando-se a isso a elevada remessa de dólares de brasileiros para investimento no exterior e o

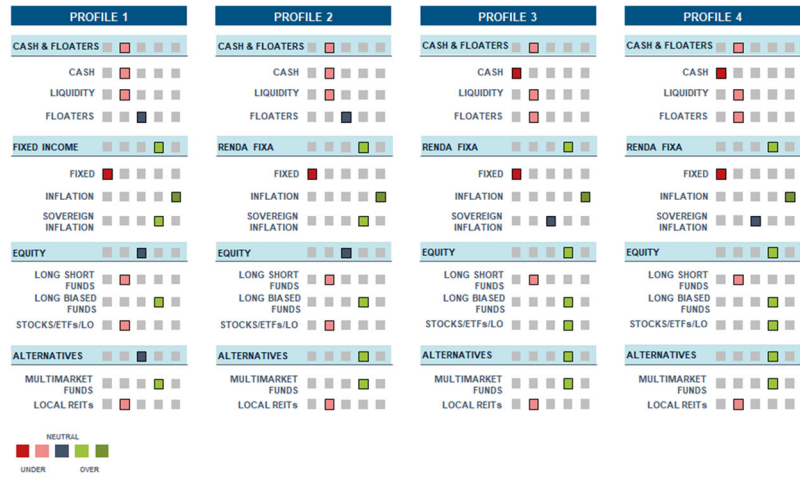
aumento do Passivo Externo Líquido da Economia, que cria potenciais fragilidades, a conclusão é de que podemos estar na fase de acumulação de energia para uma nova mudança de patamar na cotação do BRL, em direção a cotações mais desvalorizadas.

Hoje, não há gatilhos à vista para este movimento, mas a própria queda da Selic também é um fator a contribuir na mesma direção. Na verdade, levando-se em conta todas as evidências, é provável que os juros internos elevados sejam o único motivo a impedir que BRL entre em uma tendência mais pronunciada de desvalorização.

\* Fonte Gráficos: Bloomberg e Banco Central



## ESTRATÉGIA E ALOCAÇÕES





---

## 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.

