

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Guilherme Barbosa
Estrategista Mirabaud
Internacional

INTERNACIONAL

FEAR AND GREED

Seja pela velocidade com que aconteceu ou pelo fato de o Hemisfério Norte estar no auge das férias de verão, poucos se lembram agora da extensão da correção que afetou os mercados no início de agosto.

De fato, após um aumento *hawkish* da taxa de juros pelo Banco Central do Japão, de 0,10% para 0,25%, no final de julho, e um número fraco de emprego nos EUA, o pânico atingiu os mercados no Japão, na Ásia e, mais tarde, na Europa e nos EUA, em 5 de agosto. O índice de ações japonesas Topix despencou 11,28% naquele dia, que foi o pior desempenho diário desde o crash do mercado de ações de 1987 e o segundo pior dia desde 1949.

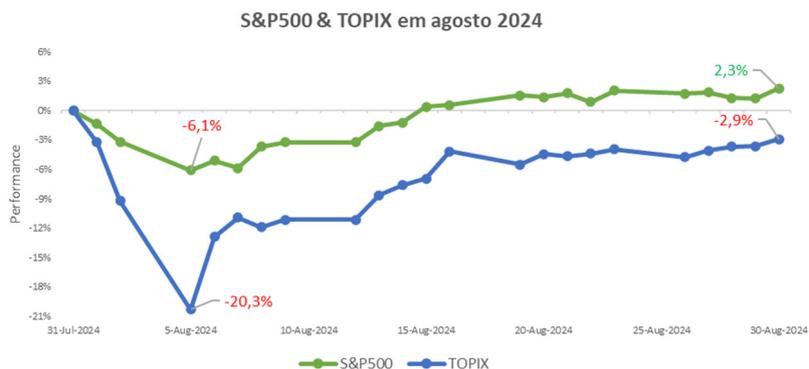
Surgiram teorias imediatas sobre o fim do Yen *carry trade*, que nos últimos anos viu o iene japonês ser vendido para

financiar investimentos em dólares americanos e outras moedas, o que também fez do Japão atrativo para turistas, já que o país finalmente se tornou acessível.

Os analistas também se aproveitaram dessa correção para anunciar o fim das altas vinculadas à inteligência artificial, já que a Nvidia caiu 26% em três dias e outras ações de semicondutores sofreram correções semelhantes.

Como acontece com frequência nesses *flash crashes*, a correção foi indiscriminada e empresas como a Meta e a Microsoft, que haviam publicado recentemente resultados trimestrais sólidos, viram os preços de suas ações despencarem no início do mês. Agosto parecia que seria um mês longo nos mercados financeiros.

«ACREDITAMOS QUE OS INGREDIENTES ESTÃO PRONTOS PARA UM POUSO SUAVE NOS EUA...»



É interessante notar que o Topix fechou o mês com uma queda de apenas 2,9%, enquanto o S&P subiu 2,3% no mesmo período. A verdade é que os investidores estavam procurando motivos para vender e qualquer desculpa era um motivo válido para isso.

O pânico tomou conta dos analistas de mercado e, inclusive, vimos alguns analistas mostrando comparações de gráficos do início da Grande Crise Financeira de 2008 com a situação atual para mostrar a correção iminente, que não se concretizou.

O S&P 500 vinha de altas em 28 das 37 semanas anteriores, tornando-se a melhor sequência em 35 anos. As avaliações estavam exageradas no final de julho e os mercados estavam tentando adivinhar quando o Fed começaria a reduzir as taxas nos EUA e se perguntando se o Fed já estava "atrás da curva" novamente.

O VIX, o índice de volatilidade, muitas vezes chamado de "medidor do medo", que mostra as expectativas de volatilidade do mercado nos próximos 30 dias, atingiu 65 no dia 5 de agosto, um nível que não víamos desde 2020, outra prova de que esse *flash crash* foi algo muito fora do comum.

Alguns analistas chegaram até a pedir uma redução emergencial de 50 bps nas taxas antes da reunião de setembro do Fed, quando os mercados derreteram nos primeiros dias de agosto. Reuniões emergências do Fed foram comuns na crise de 2008 e durante o Covid.



Somando tudo isso ao fato de que os mercados em agosto têm pouco volume e que a maioria dos indicadores de medo e ganância (*Fear and Greed*) apontava fortemente para a ganância extrema, podemos facilmente dizer que a correção estava fadada a acontecer.

Se você estava de férias durante o mês de agosto e decidiu desligar seus telefones é muito provável que não tenha

sentido nenhuma dor no desempenho da sua carteira. Pelo contrário, não houve perdas, mas sim ganhos.

Nossas próprias estratégias subiram entre 1,4% e 1,7% durante o mês, com a renda fixa se saindo muito bem e as ações passando por um mês de volatilidade, mas terminando perto das máximas históricas.

RETORNO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS EM AGOSTO E NOS ÚLTIMOS 4 ANOS:

	Aug.	Aug. \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$
S&P 500	2.43		19.5		26.3		-18.1		28.7	28.7
Stoxx 50	1.80	4.07	12.8	12.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0	24.1	15.6
MSCI EM	1.64		9.8		10.1		-19.9		-2.3	
Brazil Bovespa	6.54	6.47	1.4	-12.9	22.3	33.1	4.7	10.1	-11.9	-18.1
Euro	2.05		0.1		3.1		-5.8		-6.9	
US Dollar Index	-2.30		0.4		-2.1		8.2		6.4	
Gold Spot	2.28		21.3		13.1		-0.3		-3.6	
Brazilian Real	0.73		-13.5		8.9		5.4		-6.8	
Global Agg. Bond	2.37		1.9		5.7		-16.2		-4.7	
Latam Bonds	2.51		8.3		11.1		-13.2		-2.5	
Global High Yield	2.17		7.5		14.0		-12.7		1.0	
US T Bills	0.50		3.6		5.1		1.3		0.0	
CDI	7.10	-6.11	7.1	-6.1	13.0	24.8	12.4	18.4	4.4	

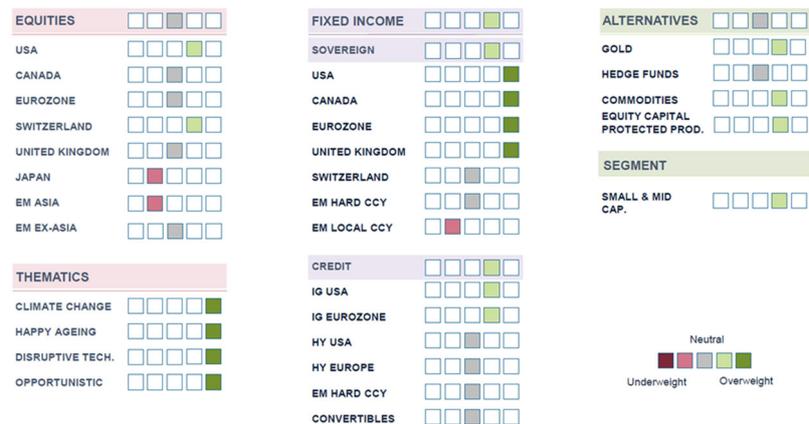
No final de julho, decidimos reduzir nossa exposição a ações de *overweight* para neutra e aproveitamos o flash crash no início de agosto para comprar ações em algumas contas de Advisory, pois achamos que foi uma queda exagerada e rápida demais.

Baseamo-nos em nosso aprendizado com Peter Lynch, investidor americano, gestor de fundos mútuos, autor e filantropo, que afirmou que *“uma correção é uma oportunidade maravilhosa para comprar suas empresas favoritas a preço de banana”*.

Seria prematuro acreditar que podemos descartar outra correção este ano, tendo em vista vários fatores.

Normalmente, setembro é o pior mês do ano para os mercados acionários, as eleições nos EUA estão se aproximando e os mercados se recuperaram quase tão rapidamente quanto derreteram há um mês. No entanto, acreditamos que os ingredientes estão prontos para um pouso suave nos EUA, as taxas de juros têm espaço para cair e os mercados de ações e de renda fixa se descorrelacionaram, tornando mais provável que a renda fixa ajude a amortecer qualquer correção do mercado de ações nos próximos meses.

ALOCAÇÃO ATUAL (31/08/2024)





Eric Hatisuka

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

PARA ONDE VAI O DÓLAR?

Desde que iniciei minha carreira no mercado financeiro, há 25 anos, logo após a má desvalorização do Real no início de 1999, a pergunta que mais ouço é “para onde vai o Dólar?”.

Por alguns momentos, algo como uns 5 ou 6 anos dentro deste universo de 25, a pergunta “para onde vai a bolsa?” ofuscou a pergunta sobre o Dólar. Entretanto, desde a pandemia e, principalmente, após o colapso das ações ofertadas no último ciclo de IPO's no Brasil, a pergunta sobre o Dólar voltou mais forte do que nunca.

Porém, antes de nos atracarmos com este prazeroso tema, vale a pena nos debruçarmos sobre uma análise igualmente interessante (mas prometo que ao final deste texto, vamos revelar para onde vai o Dólar – ou melhor, humildemente, tentar estimar).

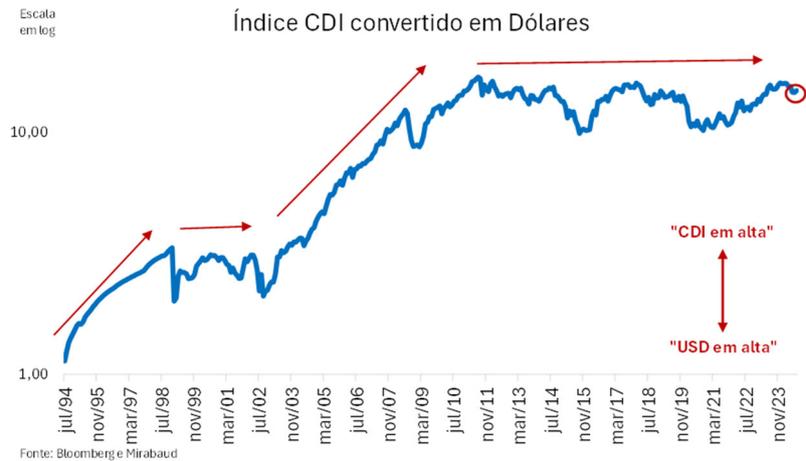
No caso, você já se perguntou como a remuneração dos juros locais compensam a

desvalorização do Real ao longo do tempo? Seria como calcular o poder de compra do Real em moeda forte (Dólar), corrigindo o Real pelo CDI diário e convertendo-o em dólares pela cotação de cada dia.

A ideia por trás deste cálculo é identificar o quanto a valorização diária do CDI, que aumenta o poder de compra do Real, compensa a valorização do Dólar, que reduz o valor do Real em moeda forte.

O gráfico a seguir reflete exatamente isso. Trata-se do Índice do CDI Cetip convertido em dólares e calculado desde o início do Plano Real, julho de 1994, em escala logarítmica.

« (...) CASO O EFEITO DO RISCO FISCAL CONSIGA SER RETIRADO DO RADAR, HAVERIA ESPAÇO PARA APRECIACÃO DO REAL CONTRA O DÓLAR.»



A interpretação gráfica é de que os períodos de alta na curva indicam os momentos em que a valorização do CDI supera amplamente a valorização do Dólar (1994-99 e 2004-11), enquanto períodos em que a curva oscila dentro de um movimento lateral, sem tendência bem definida de alta ou baixa (2000-03 e 2012-2024), indicam os períodos em que a valorização do CDI e do Dólar se cancelam ao longo do tempo.

Uma conclusão rápida é de que, desde 2012, estamos em meio a regime monetário em que o Dólar exibe tendência insistente de valorização contra

o Real (ou o Real exibe tendência insistente de desvalorização contra o Dólar?), com o CDI atuando como variável mitigadora do processo.

Assim, a cada choque de alta do Dólar, refletido no gráfico como uma queda brusca na curva, a taxa do CDI é elevada e, em alguns meses ou anos, acaba por repor o poder de compra perdido pela moeda local contra a moeda forte.

Por esta leitura, estamos neste momento no auge da valorização do CDI contra o Dólar.

Agora sim, para onde vai o dólar?

O estudo do câmbio não é uma tarefa simples e, há alguns anos, trabalhamos com um modelo

simplificado para analisar o câmbio, que pode ser ilustrado pelo diagrama a seguir:

Determinantes do USD-BRL	Curto Prazo (6 a 12 meses)	Longo Prazo (1 a 5 anos)
Câmbio Real ("equilíbrio")	Competitividade Externa (Termos de Troca)	Diferencial de Produtividade
Câmbio Nominal (observado)	Moedas de Países Semelhantes	Diferencial de Juros Reais

O 'câmbio real' é a cotação em termos reais, isto é, medido em termos do valor relativo entre os produtos doméstico e externo, ou seja, sem a influência da inflação. No caso, entendemos o câmbio real como a "taxa de equilíbrio" para a paridade Dólar-Real, que atuaria como um 'norte magnético' para onde o câmbio tenderia a convergir ao longo do tempo.

O fator de longo prazo que afeta o câmbio real é o diferencial de produtividade entre Estados Unidos e Brasil, que no caso, deve ser lida como produção por homem-hora, isto é, quanto cada trabalhador de cada país produz na mesma escala de tempo. Já o fator de curto prazo é a competitividade externa, que pode ser expressa pela variável 'termos de troca' (valor da cesta de exportação em comparação ao valor da cesta de importação do Brasil).

Por outro lado, o câmbio nominal é o preço observado de fato, que é bastante influenciado no longo prazo pelo diferencial de juros reais (isto é, descontados da inflação) entre Estados Unidos e Brasil, e no curto prazo pelos preços das moedas de países equivalentes, por conta da correlação no fluxo internacional de capitais.

É importante ressaltar que esta análise é totalmente baseada em fundamentos econômicos, o que equivale a dizer que estamos desconsiderando alterações na percepção de risco de ambos os países, por serem choques exógenos e de análise idiossincrática.

Agora, avaliando cada determinante separadamente:

- Câmbio real no longo prazo: nossa produtividade é constantemente menor do que a dos Estados Unidos, o que deixa o Real em permanente pressão de desvalorização contra o Dólar;
- Câmbio real no curto prazo: recentemente, os principais produtos em nossa pauta de exportação estão em retração nos mercados internacionais, o que também tende a pressionar o Real para desvalorização;
- Câmbio nominal no longo prazo: a perspectiva de redução de juros nos Estados Unidos faz com que o

diferencial de juros reais entre Estados Unidos e Brasil tenha aumentado em favor do último, gerando pressão de valorização sobre o Real contra o Dólar;

- Câmbio nominal no curto prazo: a comparação com as moedas de países equivalentes mostra que o Real está depreciado em relação a estes pares, o que deveria gerar pressão de valorização sobre a nossa moeda.

Em resumo, teríamos as seguintes resultantes no diagrama, utilizado setas para cima como indicadores de pressão por desvalorização do Real e setas para baixo como pressão por valorização do Real:

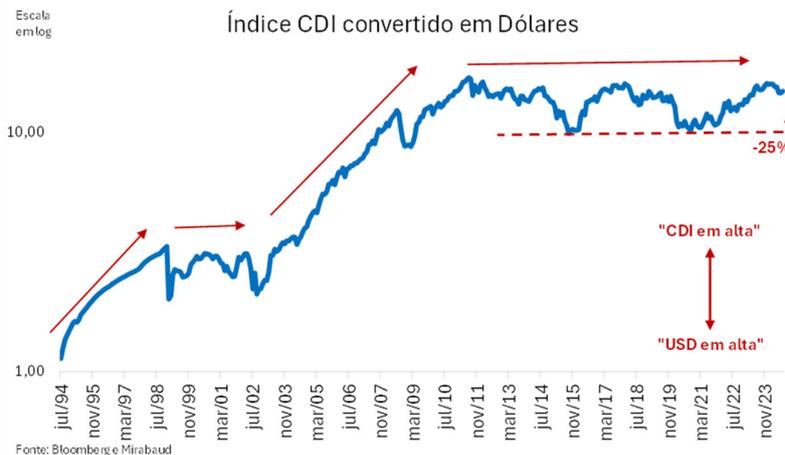
Determinantes do USD-BRL	Curto Prazo (6 a 12 meses)	Longo Prazo (1 a 5 anos)
Câmbio Real ("equilíbrio")		
Câmbio Nominal (observado)		

Baseado nesta análise, podemos concluir que nosso câmbio possui uma tendência intrínseca de desvalorização contratada e, embora os fatores determinantes do câmbio nominal estejam apontando pela apreciação da moeda doméstica, o aumento de risco causado pela política fiscal do governo atua desencadeando a tendência subjacente de câmbio real, enfraquecendo o Real contra o Dólar, como estamos vivenciando.

Mas, é importante notar que, as variáveis determinantes do câmbio nominal estão claramente em favor da valorização do Real, o que sugere que, caso o efeito do risco fiscal consiga ser retirado do radar, haveria espaço para apreciação do Real contra o Dólar.

Entretanto, na prevalência do cenário pessimista, que preço podemos esperar para o Dólar?

Caso a tendência de depreciação do Real continue dominando, podemos esperar que a curva plotada do CDI convertido em Dólares, em um primeiro momento, retorne a patamares equivalentes ao de "USD em alta", o que implicaria em uma desvalorização adicional da ordem de 25% no Real, conforme indicado no gráfico abaixo:



Considerando a cotação utilizada no estudo (R\$ 5,60), a desvalorização adicional de 25% resultaria em uma taxa de câmbio da ordem R\$ 7,00 por Dólar, aproximadamente.

“Em economia, as coisas demoram mais tempo para acontecer do que você achava que iriam, e então elas acontecem mais rápido do que você achava que poderiam”.

Finalmente, quando essa forte desvalorização poderia ocorrer? Bom, isso é matéria para outra análise, mas ainda sobre isso, podemos citar aforismo do eminente economista Rudiger Dornbusch (1942-2002):

MERCADOS

Renda Fixa		30/08/24	MTD	3M	YTD
CDI	-	83,03	0,87%	2,50%	7,10%
IMA-B	-	10.055,17	0,52%	1,76%	1,49%
IMA-B 5	-	9.414,90	0,59%	1,85%	4,88%
IMA-B 5+	-	11.464,33	0,77%	2,00%	(1,21%)
IRF-M	-	18.579,10	0,66%	1,70%	3,54%
IMA-S	-	6.854,67	0,90%	2,58%	7,26%
Índices Globais	País	30/08/24	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	136.004,01	6,54%	11,66%	1,36%
Dow Jones	USD	41.563,08	1,76%	7,37%	10,28%
S&P 500	USD	5.648,40	2,28%	6,75%	18,42%
NASDAQ	USD	19.574,64	1,10%	4,93%	16,34%
Euro Stoxx 50	EUR	4.957,98	1,75%	0,09%	9,65%
FTSE 100	GBP	8.376,63	0,10%	1,76%	8,32%
MSCI Emerging	World	43,37	0,98%	4,87%	8,60%
MSCI World	EM	3.661,24	2,51%	6,01%	15,53%
Moedas	País	30/08/24	MTD	3M	YTD
Dólar/Real	USD	5,61	0,77%	(6,04%)	(15,43%)
Euro	EUR	1,10	2,05%	1,55%	0,08%
Franco Suíço	CHF	0,85	3,35%	4,78%	(0,96%)
Libra Esterlina	GBP	1,31	2,11%	2,80%	3,11%
Bitcoin	BTC	59.045,40	(8,54%)	(16,16%)	40,80%
Hedge Funds	País	30/08/24	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	5.145,71	0,79%	3,20%	2,51%

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.

