

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Guilherme Barbosa
Estrategista Mirabaud
Internacional

INTERNACIONAL

THE (MIS)POLITICS IN OUR WORLD

Começamos nossa carta mensal, como frequentemente fazemos, olhando para o passado, convencidos de que podemos tirar lições para melhor moldarmos nosso futuro.

Exatamente há um ano, o rendimento de um título do Tesouro dos EUA com vencimento em um ano atingiu seu pico da década, 5,49%.

Hoje, o mesmo instrumento oferece um retorno de apenas 3,98%. O passado nunca pareceu tão bom.

Com ações e ouro em máximas históricas e os rendimentos mais baixos no mercado de renda fixa, como devemos investir agora? Antes de responder a essa pergunta, vamos recapitular o que aconteceu nos mercados em setembro.

As ações subiram, o dólar enfraqueceu, o ouro subiu e os rendimentos dos juros caíram durante um mês em que o Fed reduziu sua taxa de juros em 50

pontos-base, iniciando seu ciclo de corte de juros 14 meses após o último aumento, em julho de 2023.

O Fed acredita que a inflação está agora sob controle e vê mais riscos de deterioração no mercado de trabalho do que de uma reaceleração da inflação.

Os rendimentos dos juros estão consideravelmente mais baixos em comparação com um ano atrás e podem cair ainda mais à medida que o ciclo de corte de taxas continua. O mercado agora espera entre dois e três cortes de 25 pontos-base até o final do ano, seguidos de aproximadamente cinco cortes ao longo de 2025.

A decisão do Fed foi bastante clara para o mercado. O banco central está calibrando sua política e agora está focado no emprego, e não na inflação.

« SE AS PESSOAS PERDEM A CONFIANÇA NO SISTEMA, O CICLO VICIOSO DE DESVALORIZAÇÃO SÓ PIORA. TUDO GIRA EM TORNO DA CONFIANÇA! »

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

	Sep.	Sep.\$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$
S&P 500	2.14		22.1		26.3		-18.1		28.7	28.7
Stoxx 50	0.93	1.82	13.9	14.7	23.2	27.3	-8.5	-14.0	24.1	15.6
MSCI EM	6.68		17.1		10.1		-19.9		-2.3	
Brazil Bovespa	-3.08	0.69	-1.8	-12.3	22.3	33.1	4.7	10.1	-11.9	-18.1
Euro	0.79		0.9		3.1		-5.8		-6.9	
US Dollar Index	0.90		-0.5		-2.1		8.2		6.4	
Gold Spot	5.24		27.7		13.1		-0.3		-3.6	
Brazilian Real	2.92		-11.0		8.9		5.4		-6.8	
Global Agg. Bond	1.70		3.6		5.7		-16.2		-4.7	
Latam Bonds	2.48		11.0		11.1		-13.2		-2.5	
Global High Yield	1.95		9.6		14.0		-12.7		1.0	
US T Bills	0.45		4.1		5.1		1.3		0.0	
CDI	7.99	-2.60	8.0	-2.6	13.0	24.8	12.4	18.4	4.4	

No entanto, há outro tema sobre o qual nem o Fed nem qualquer outro banco central do mundo falam: os crescentes déficits fiscais em todo o mundo.

Os déficits fiscais das "economias desenvolvidas" continuam a aumentar, com a previsão do déficit fiscal dos EUA avançar para 7,0% do PIB em 2024, enquanto o ex-ministro das Finanças da França anunciou recentemente que o déficit fiscal de seu país pode chegar a 5,6% do PIB este ano, significativamente superior ao limite de 3% da União Europeia. O impacto foi tal que o rendimento soberano de 10 anos da França ficou brevemente acima do da Espanha pela primeira vez desde 2007.

Déficits fiscais obviamente significam dívidas mais altas, que já estão em níveis preocupantes para muitas economias do mundo. Por exemplo, a dívida dos EUA agora está em impressionantes 35 trilhões de dólares.

Esse endividamento interminável ajuda a explicar a alta dos preços do ouro, que, na verdade, é uma desvalorização das moedas fiduciárias, já que imprimir dinheiro inevitavelmente reduz seu valor e leva a uma perda de confiança na moeda.

Se as pessoas perdem a confiança no sistema, o ciclo vicioso de desvalorização só piora. Tudo gira em torno da confiança!

Você pode pensar, com razão, que a confiança foi abalada recentemente não apenas pelos déficits fiscais, mas também pelo estado atual da política global.

Temos agora uma guerra estagnada na Ucrânia e uma guerra em escalada no Oriente Médio. Infelizmente, ninguém sabe como e quando qualquer uma delas terminará ou se outros conflitos surgirão no mundo. De forma mais irônica, temos até o Natal sendo celebrado em outubro na Venezuela – nossos leitores que acompanham as notícias sobre o estado bolivariano saberão do que estou falando. Esses exemplos de instabilidade política mais uma vez reduzem a confiança das pessoas nos governos.

Recentemente, a China foi manchete justamente por tentar aumentar a confiança, com seus líderes anunciando um pacote de estímulo para tentar impulsionar a economia e os preços dos ativos. O mercado de ações reagiu imediatamente, com o principal índice local CSI 300 subindo 27,7% desde que a notícia foi divulgada, mas o índice ainda está longe das máximas de 2021. Coincidentemente, ninguém na mídia está falando

agora sobre uma possível invasão de Taiwan.

Nesse contexto de menor confiança nos governos, decidimos manter uma posição *overweight* em ouro e neutra em ações, apesar de ambas estarem negociando em máximas históricas.

A credibilidade dos governos é baixa, mas nossa confiança em empresas de qualidade com crescimento de lucros permanece alta. O consenso estima que os lucros globais aumentarão 8% em 2024 e 15% em 2025, o que acreditamos que dará suporte às ações.

No lado macroeconômico, continuamos a prever um pouso suave seguido de uma recuperação de início de ciclo nas economias desenvolvidas.

Nestas circunstâncias, recomendamos aos nossos leitores que mantenham suas alocações em ações e ouro, que não hesitem em comprar títulos de prazo mais longo de emissores de alta qualidade e que ignorem o barulho que vem das ruas. Em resumo, “*Não siga a multidão, deixe a multidão segui-lo*” (Margaret Thatcher).

ALOCAÇÃO ATUAL (30/09/2024)

| EQUITIES | <input type="checkbox"/> |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| USA | <input type="checkbox"/> |
| CANADA | <input type="checkbox"/> |
| EUROZONE | <input type="checkbox"/> |
| SWITZERLAND | <input type="checkbox"/> |
| UNITED KINGDOM | <input type="checkbox"/> |
| JAPAN | <input type="checkbox"/> |
| EM ASIA | <input type="checkbox"/> |
| EM EX-ASIA | <input type="checkbox"/> |

| THEMATICS | <input type="checkbox"/> |
|------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| CLIMATE CHANGE | <input type="checkbox"/> |
| HAPPY AGEING | <input type="checkbox"/> |
| DISRUPTIVE TECH. | <input type="checkbox"/> |
| OPPORTUNISTIC | <input type="checkbox"/> |

| FIXED INCOME | <input type="checkbox"/> |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| SOVEREIGN | <input type="checkbox"/> |
| USA | <input type="checkbox"/> |
| CANADA | <input type="checkbox"/> |
| EUROZONE | <input type="checkbox"/> |
| UNITED KINGDOM | <input type="checkbox"/> |
| SWITZERLAND | <input type="checkbox"/> |
| EM HARD CCY | <input type="checkbox"/> |
| EM LOCAL CCY | <input type="checkbox"/> |

| CREDIT | <input type="checkbox"/> |
|--------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| IG USA | <input type="checkbox"/> |
| IG EUROZONE | <input type="checkbox"/> |
| HY USA | <input type="checkbox"/> |
| HY EUROPE | <input type="checkbox"/> |
| EM HARD CCY | <input type="checkbox"/> |
| CONVERTIBLES | <input type="checkbox"/> |

| ALTERNATIVES | <input type="checkbox"/> |
|-----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| GOLD | <input type="checkbox"/> |
| HEDGE FUNDS | <input type="checkbox"/> |
| COMMODITIES | <input type="checkbox"/> |
| EQUITY CAPITAL | <input type="checkbox"/> |
| PROTECTED PROD. | <input type="checkbox"/> |

| SEGMENT | <input type="checkbox"/> |
|------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| SMALL & MID CAP. | <input type="checkbox"/> |





Eric Hatisuka

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

UMA BREVE HISTÓRIA DO RATING SOBERANO DO BRASIL

Nesta semana tivemos o upgrade do rating soberano do Brasil pela Moody's. Mas o que é rating soberano? Quem é Moody's? E por que o rating soberano importa?

O que chamamos comumente de 'rating soberano' é, na verdade, a expressão da nota do risco de crédito ("rating") atribuída por uma agência de classificação de risco a um país (rating soberano) ou empresa (rating corporativo).

A nota de crédito ou rating tem o objetivo de condensar em uma única medida-resumo todas as variáveis que impactam na probabilidade de um país (ou empresa) em dar o calote na sua dívida. A nota mais alta é conhecida como "AAA" e denota um risco muito baixo de calote.

As 3 principais agências de classificação de risco de crédito são a Standard & Poor's, Moody's e Fitch e suas tabelas de classificação de nota de risco seguem abaixo.

	Moody's	S&P	Fitch
Grau de Investimento	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-	
Grau Especulativo	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	C
	Ca	CC	DDD
	C	SD	DD
D	D	D	

Fonte: agências de rating

O chamado (e almejado) Grau de Investimento qualifica aqueles países cujo risco de inadimplência é baixo e, portanto, são altamente solventes. Por outro lado, o chamado Grau Especulativo qualifica aqueles países cujo risco de insolvência é mais alto e, portanto, são mais arriscados para investimentos.

« NO CASO DO RECENTE UPGRADE DA MOODY'S, CHAMA A ATENÇÃO O FATO DE QUE (...) NÃO FOI ACOMPANHADO DE REDUÇÃO DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO... »

Países com Grau de Investimento tendem a pagar juros menores na rolagem da sua dívida e a ser destinos mais frequentes (e seguros) para investimentos estrangeiros, enquanto países de Grau Especulativo, por sua vez, precisam oferecer remuneração mais elevada para o capital dos investidores, na forma de maiores juros, de forma a compensar seu risco mais de inadimplência mais elevado.

Resumindo: países com o selo de Grau de Investimento veem seus esforços de controle do endividamento recompensados por meio de condições de financiamento mais amigáveis, enquanto países com Grau Especulativo tendem a viver na "corda bamba", correndo o risco de o investidor virar-lhes as costas quando mais precisarem, principalmente no advento de recessões econômicas ou crises globais diversas.

Como tudo que envolve o Brasil, nossa história com os ratings soberanos também é pitoresca. Depois da última moratória no pagamento da dívida pública, em 1987, o Brasil perseguiu reformas liberalizantes e modernizantes, principalmente durante o governo FHC (1995-2002), mas que mantidas pelo

governo Lula (2003-2010), resultaram na obtenção do Grau de Investimento pelas 3 agências em 2010.

Porém, a partir da "política desenvolvimentista" do Governo Dilma, que impôs ao Estado a sobrecarga de atuar como principal motor da economia, entre 2011 e 2015, o país regrediu em seus índices de solvência, perdendo o Grau de Investimento em 2015.

O gráfico a seguir conta um pouco da história da evolução do rating soberano do Brasil pela Moody's, e mostra como os movimentos de 'upgrade' e 'downgrade' de ratings são muito correlacionados com o nível do endividamento público, medido aqui em percentual do PIB.

De fato, tal correlação faz sentido pois é bastante lógico que países com endividamento maior tendam a necessitar de maior volume de recursos para rolagem de sua dívida, tornando sua situação financeira mais vulnerável, de forma geral.



No caso do recente upgrade da Moody's, chama a atenção o fato de que, diferente de eventos anteriores, não foi acompanhado de redução do nível de endividamento; ao contrário, tendo a dívida pública se elevado no mesmo período em que houve a melhora do rating.

Entretanto, há que se pontuar que o nível do endividamento não é o único fator a sopesar na classificação de crédito. De fato, podemos entender que o recente upgrade da Moody's pode estar refletindo o crescimento do PIB, que também se converte em menor risco de insolvência pelo país, e que tem sido objeto recente de reiteradas surpresas de alta.

A balança de Osiris

Na mitologia do Egito Antigo, Osiris, o deus do reino dos mortos, pesava o coração do

morto contra uma pena. Se o coração fosse mais pesado que a pena, o finado não poderia entrar no reino dos mortos para sua morada eterna, sendo condenado a vagar sem descanso por um mundo sem formas e sem vida.

No mundo moderno, não temos uma balança de Osiris, mas temos uma balança bastante eficaz para medir o preço e o risco de investimentos: chama-se mercado financeiro.

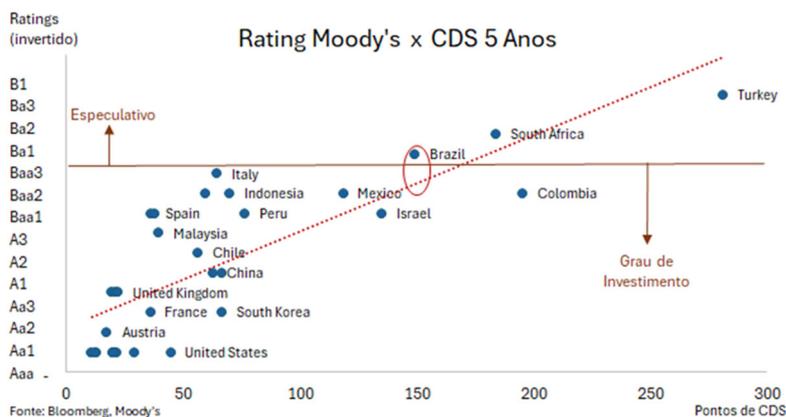
O mercado financeiro, frente à necessidade de tentar se proteger do risco de calote que, sempre vaga como uma alma penada à assombrar os investidores, inventou um contrato chamado "Credit Default Swap – CDS", cuja principal característica é servir como um seguro de crédito contra calote de empresas e países.

Sem entrar em tecnicidades, a ideia do CDS é permitir que o risco de calote seja negociado e repassado para terceiros, sob um custo definido pelo mercado, de forma que seu titular possa, mediante um custo, se proteger do evento de um calote nos ativos que detém.

De forma simples, podemos dizer que, quanto maior o risco de calote, maior o preço do CDS e vice-versa, de forma que o preço do CDS também pode

oferecer uma medida da qualidade de crédito de um emissor de dívida, assim como faz o rating atribuído pelas agências de nota de crédito.

No gráfico abaixo, plotamos vários países na data-base de 03/10/24, com a abscissa indicando o preço do CDS em pontos e a ordenada indicando a escala de rating Moody's do país, invertida (do menos arriscado para o mais arriscado) para efeitos de análise.



No mesmo gráfico, também plotamos uma regressão linear simples, para tentar indicar uma relação estatística entre o nível do CDS e o rating Moody's dos diversos países analisados na amostra.

De forma geral, podemos ver que o CDS Brasil já antecipava em certa medida a melhora de rating recém-promovida pela

Moody's, pois a relação de CDS x rating Moody's do Brasil se aproxima bastante do valor preconizado pela regressão linear (reta vermelha tracejada).

De fato, existem muitos outros países no gráfico cujo rating não corresponde ao valor do CDS e o contrário, tornando o caso do Brasil bastante trivial nesta amostra.

Portanto, podemos dizer que o mercado, de certa forma, também já reconhecia alguma melhora nos indicadores econômicos do país, em que pese o fato de que estes indicadores não estejam se traduzindo em redução do endividamento.

No entanto, é forçoso reconhecer que, caso não tenhamos uma resposta final que se traduza em controle sobre a trajetória de alta na dívida pública, ainda podemos ter problemas de rolagem de dívida, caso o mercado se torne mais hostil.

Para o curto prazo, com Estados Unidos e Europa reafirmando suas campanhas de redução de juros, a elevação da nota de crédito do país se traduz serenamente em uma ótima notícia.

MERCADOS

Renda Fixa		30/09/24	MTD	3M	YTD
CDI	-	83,72	0,83%	2,51%	7,99%
IMA-B	-	9.988,18	(0,67%)	1,76%	0,82%
IMA-B 5	-	9.452,81	0,40%	1,93%	5,30%
IMA-B 5+	-	11.301,11	(1,42%)	2,19%	(2,62%)
IRF-M	-	18.642,98	0,34%	2,05%	3,90%
IMA-S	-	6.914,14	0,87%	2,60%	8,20%
Índices Globais	País	30/09/24	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	131.816,44	(3,08%)	4,90%	(1,77%)
Dow Jones	USD	42.330,15	1,85%	7,69%	12,31%
S&P 500	USD	5.762,48	2,02%	4,07%	20,81%
NASDAQ	USD	20.060,69	2,48%	(0,62%)	19,22%
Euro Stoxx 50	EUR	5.000,45	0,86%	0,70%	10,59%
FTSE 100	GBP	8.236,95	(1,67%)	0,81%	6,51%
MSCI Emerging	World	45,86	5,74%	5,55%	14,84%
MSCI World	EM	3.723,03	1,69%	4,51%	17,48%
Moedas	País	30/09/24	MTD	3M	YTD
Dólar/Real	USD	5,45	2,80%	1,86%	(12,20%)
Euro	EUR	1,11	0,79%	3,24%	0,87%
Franco Suíço	CHF	0,85	0,47%	6,61%	(0,50%)
Libra Esterlina	GBP	1,34	1,89%	4,97%	5,06%
Bitcoin	BTC	63.785,09	8,03%	7,12%	52,10%
Hedge Funds	País	30/09/24	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	5.201,41	1,08%	3,10%	3,62%



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.

