

CARTA MENSAL MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Guilherme Barbosa
Estrategista Mirabaud
Internacional

INTERNACIONAL

HIGH, NOT DRY JANUARY

Enquanto muitos investidores esperavam uma calma em janeiro, o mercado acionário continuou a subir. O S&P500 rompeu o teto e registrou uma nova máxima histórica no dia 29 de janeiro. Desde o final de outubro, decidimos dar uma nota de 12/13 ao índice americano. Por que esta nota? O S&P500 subiu em 12 das últimas 13 semanas! Este feito aconteceu apesar de vários eventos geopolíticos importantes: guerra na

Ucrânia, guerra na Palestina, ataques de drones entre americanos e iranianos no médio-orient, combates no Iêmen, ataques no Mar Vermelho e as eleições em Taiwan. Neste contexto, vale a pena perguntar se a geopolítica tem algum impacto nos mercados acionários.

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

	Jan.	Jan. \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$	2020	2020 \$	2019	2019 \$
S&P 500	1.68		26.26		-18.13		28.7	28.7	18.4		31.5	
Stoxx 50	2.97	0.98	23.22	27.28	-8.55	-13.97	24.1	15.6	-2.6	6.1	29.4	26.8
MSCI EM	-4.64		10.12		-19.87		-2.3		18.8		18.7	
Brazil Bovespa	-4.79	-6.30	22.28	33.09	4.69	10.13	-11.9	-18.1	2.9	-20.1	31.6	26.9
Euro	-2.00		3.12		-5.85		-6.9		8.9		-2.2	
US Dollar Index	1.92		-2.11		8.21		6.4		-6.7		0.2	
Gold Spot	-1.14		13.10		-0.28		-3.6		25.1		18.3	
Brazilian Real	-2.09		8.93		5.40		-6.8		-22.6		-3.4	
Global Agg. Bond	-1.38		5.72		-16.25		-4.7		9.2		13.1	
Latam Bonds	-0.47		11.15		-13.17		-2.5		4.5		12.3	
Global High Yield	-0.19		14.04		-12.71		1.0		7.0		12.6	
US T Bills	0.43		5.12		1.30		0.0		0.7		2.3	
CDI	0.97	-1.13	13.05	24.80	12.37	18.44	4.4		2.8	-20.4	6.0	2.2



«A ANTECIPAÇÃO DE CORTES DE TAXA DE JUROS NOS ESTADOS UNIDOS SERÁ A CHAVE DE 2024.»

Fazendo um raciocínio simples (demais), queremos comparar os desempenhos de 3 dos principais índices de ações (S&P 500, STOXX 600, MSCI Emerging markets) desde o começo oficial da guerra na Ucrânia e da guerra na Palestina. No primeiro gráfico abaixo, que começa na véspera da invasão russa, vemos que os mercados caíram muito nas semanas seguintes. No entanto, é difícil identificar qual foi o efeito do conflito russo-ucraniano nos índices, porque no ano 2022 também vivemos a maior alta de taxa de juros da história, que trouxe o pior

retorno anual na renda fixa e impactou fortemente os índices acionários. Posteriormente, só os mercados emergentes ainda não voltaram aos níveis anteriores, o que pode ser explicado pela situação da China, que representa quase um quarto do índice. Podemos observar que a Europa ficou um pouco atrás dos Estados Unidos e que até obteve um melhor desempenho durante grande parte do intervalo de tempo. Isso pode parecer contraintuitivo, porque com uma guerra a sua porta, poucos teriam previsto tal desempenho das ações europeias.

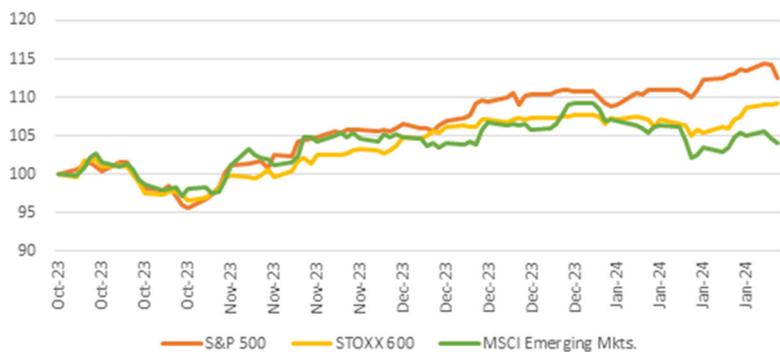
Índices de ações desde guerra russo-ucraniana



No segundo gráfico, que começa no início oficial do conflito entre Hamas e Israel, podemos ver que todos os índices tiveram um desempenho

positivo forte e que não foram impactados pelo conflito, mesmo que ele ocupe parte importante da cobertura midiática recente.

Índices de ações desde guerra entre Israel e Hamas



A verdade é que, sem impacto econômico mundial tangível, é muito difícil que tensões geopolíticas tenham um efeito significativo de longo prazo nos mercados acionários. Voltando ao conflito russo-ucraniano, este teve um impacto no custo do frete porque muitos portos no Mar Negro fecharam. Isto é um exemplo de impacto econômico mundial tangível. Com os recentes ataques Houthis no Mar Vermelho, investidores temiam um cenário similar dada a relevância da região

para o comércio mundial. Por enquanto, este cenário não se materializou: desde os ataques por parte dos Houthis, o índice Baltic Dry Exchange, que representa o custo do frete, só viu um salto rápido em dezembro de 2023, que acabou voltando rapidamente. Como podemos ver no gráfico abaixo, o impacto da guerra russo-ucraniana no índice foi mais longo e durou até maio de 2022, o que foi um verdadeiro peso para a economia mundial.



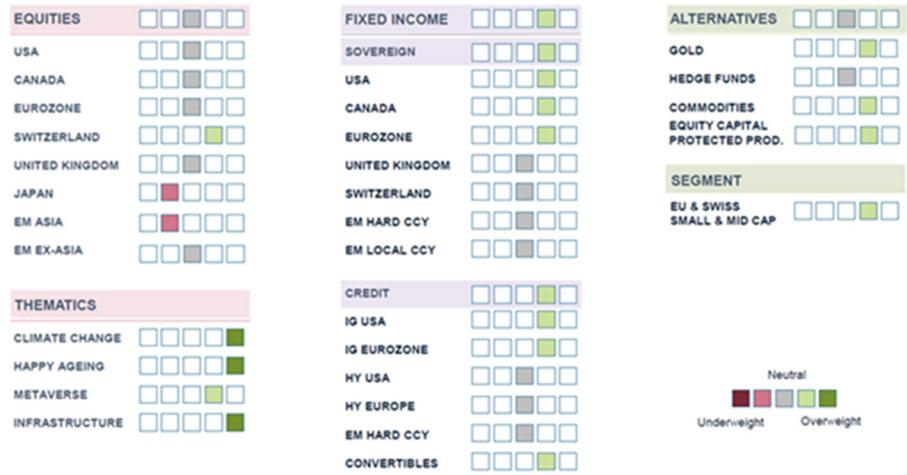
Falando sobre renda fixa, os juros de médio e longo prazo subiram ligeiramente em janeiro, o que permitiu a valorização do dólar. O mercado começa a perceber que as suas projeções de cortes de juros são demasiadas ambiciosas: elas desceram de 6.3 cortes a 5.8 em 2024, com o hipotético corte de março sendo cada vez menos plausível. O Fed reuniu-se este mês e manteve a taxa de juro intacta. Powell disse explicitamente que março seria certamente muito cedo para começar com os cortes. Na Europa, o discurso de Christine Lagarde foi parecido, mesmo que a situação da economia europeia seja pior que o da economia americana,

e.g. a Alemanha entrou em recessão técnica no último trimestre.

A antecipação de cortes de taxa de juros nos Estados Unidos será a chave de 2024. Assim, preferimos esperar pelo primeiro corte para aumentarmos a nossa exposição a ações, com a expectativa de que o Fed conseguirá manter a inflação abaixo dos 2% por ano, que é seu objetivo, sem que a economia trave completamente. Apenas quando o primeiro corte for sinalizado, poderemos ter a certeza de que a política monetária e seus efeitos tardios não danificaram demasiadamente a economia americana.



ALOCAÇÃO ATUAL (31/01/2024)





Eric Hatisuka
Estrategista Mirabaud
Brasil

BRASIL

A ANATOMIA DE UMA QUEDA

O que pode haver de emocionante em uma campanha de redução de juros por um banco central, finda uma longa jornada de combate à inflação? Se você pensou “o contexto econômico em que este processo está ocorrendo”, está correto.

E em termos de contexto, podemos dizer que Estados Unidos, Europa e Brasil vivem situações com características econômicas que podem realmente trazer muitas emoções durante todo o percurso de redução de juros, por praticamente todo o ano de 2024.

Uma similaridade importante nas condições de Estados Unidos e Europa, por exemplo, é que em ambas as regiões, a inflação *headline* (“índice cheio”) caiu para abaixo da inflação *core* (“núcleo do índice”), sendo que as metas de política monetária nestes países têm como variável-objetivo as inflações de núcleo. Vejamos: nos Estados Unidos, o índice de inflação cheio está registrando 3,4% de variação em 12 meses, contra o núcleo da inflação em 3,9% na mesma medida. Já na Zona do Euro, o índice cheio registra 2,8% de variação em 12 meses contra o núcleo de inflação em 3,3% na mesma medida. Em ambos os casos, os núcleos de inflação permanecem ainda distantes dos objetivos dos bancos centrais, de 2% nas medidas de núcleo.

Em uma análise simples, isto significa dizer que a inflação saiu dos itens mais voláteis da cesta de preços ao consumidor, tendo migrado para os itens mais rígidos desta, aonde uma vez instalada, é mais difícil de ser combatida. Para complicar o cenário, uma boa parte destes itens rígidos é composta por preços dependentes dos salários (preços de serviços e de outros itens de consumo intensivos em mão-de-obra) e os mercados de trabalho em ambas as regiões econômicas têm emitido sucessivos sinais de que estão “apertados”, isto é, que há mais vagas em aberto do que trabalhadores disponíveis, criando espaço, portanto, para pressão por reajustes salariais, com impacto direto na persistência inflacionária.

No caso do Brasil, embora nosso objetivo de inflação seja associado ao índice cheio do IPCA, e não ao seu núcleo, sustentando, portanto, o veredito de que o Banco Central do Brasil foi bem-sucedido no controle da inflação, os níveis recordes de déficit público alcançados pelo governo, e sua disposição em mantê-los elevados, podem pressionar o custo da dívida pública e superaquecer a atividade econômica, o que, em última instância, pode causar própria volta da inflação a médio prazo.

«A VOLATILIDADE DE JANEIRO (...) SERVE PARA NOS LEMBRAR DE QUE AINDA NÃO HÁ “VOLTA OLÍMPICA” A SER DADA NO COMBATE À INFLAÇÃO.»

Ainda, caso o governo continue optando pelo controle do déficit público pelo lado da receita, com aumento de carga tributária, o repasse inflacionário seria imediato; e caso o governo decida recorrer ao mercado para financiar o aumento da dívida pública, o efeito seria perda de confiança, desvalorização cambial e... inflação.

Em síntese, tanto nos países desenvolvidos quanto no Brasil, ainda não se pode dizer que houve uma vitória inequívoca em trazer a inflação para seu comportamento pré-pandemia, uma vez que as últimas divulgações de atividade econômica e mercado de trabalho têm trazido números fortes, que podem de fato atrasar o início do processo de queda de juros nos

países desenvolvidos, causando consequências ao Brasil, que pode até ser obrigado a interromper seu próprio processo de queda de juros.

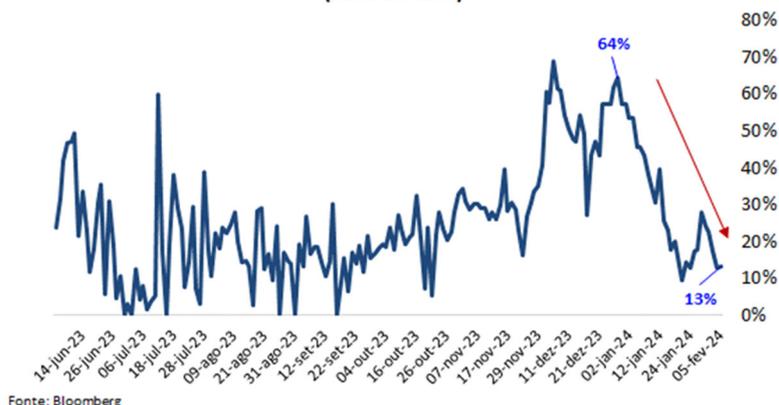
Entretanto, em um cenário mais pessimista (por sorte, distante), caso a inflação global dê uma guinada para cima novamente, nosso déficit fiscal elevado se configuraria em uma fraqueza importante na nossa economia.

Por enquanto, a pauta de racionalização do tamanho do Estado para redução dos custos da máquina pública permanece fora da agenda. Quiçá não esteja totalmente fora do nosso alcance, a ponto de sermos cobrados por nossas (más) escolhas à frente.

Probabilidade Implícita de Corte de Juros em Março (Estados Unidos)



Probabilidade Implícita de Corte de Juros em Março (Zona do Euro)



Gráficos 1 e 2: Expectativas de início de queda de juros em março são postergadas por conta dos dados mais fortes de mercado de trabalho.

ESTRATÉGIA E ALOCAÇÕES

A volatilidade de janeiro, que causou a queda de 3,73% no Ibovespa e a alta de 0,77% no dólar serve para nos lembrar de que ainda não há “volta olímpica” a ser dada no combate à inflação. Embora os mercados estejam desesperados para comemorar, ainda há uma última milha a ser percorrida, cujos riscos não podem ser desprezados.

Nossa visão é de que o principal risco presente na economia brasileira, o financiamento do déficit público, tende a ser mitigado pela queda dos juros globais e locais, o que equivale a dizer que, caso os juros não caiam tanto quanto esperado pelos mercados hoje, podemos ver nossos medos se materializando um tanto quanto rapidamente.

Não obstante, não temos ainda razões para crer que houve uma alteração tão drástica no cenário e, portanto, deveremos ver os núcleos de inflação convergindo assintoticamente para as respectivas metas nos próximos meses.

Por outro lado, mantemos também nossa visão de que o 2º semestre de 2024 tende a ser mais desafiador que o 1º semestre, pois até lá, teremos mais claro se a economia global vai realizar o tão sonhado *soft landing* ou se, pelo contrário, vai obrigar os comandantes dos bancos centrais a abortarem o pouso e arremeterem as naves.

Nossa estratégia deve continuar a ser de aproveitar os bons momentos do 1º semestre para reduzir risco, aproveitando os momentos de stress dos mercados para aumentar as posições em títulos indexados à inflação com vencimento até 2030.

Porém, os eventos de janeiro reforçam a ideia de que devemos permanecer alertas para os dados econômicos contemporâneos, pois com os núcleos de inflação ainda rodando acima dos índices cheios, o jogo ainda está longe de estar decidido.

MERCADOS

Renda Fixa		31/01/24	1M	3M	YTD
CDI	-	78,28	0,92%	2,86%	0,97%
IMA-B	-	9.862,56	(0,50%)	4,89%	(0,45%)
IMA-B 5	-	9.037,67	0,64%	3,97%	0,68%
IMA-B 5+	-	11.434,66	(1,53%)	5,75%	(1,47%)
IRF-M	-	18.062,64	0,68%	4,73%	0,67%
IMA-S	-	6.453,41	0,94%	2,90%	0,99%
Índices Globais	País	31/01/24	1M	3M	YTD
Ibovespa	BRL	127.752,28	(3,73%)	13,53%	(4,79%)
Dow Jones	USD	38.150,30	1,15%	15,86%	1,22%
S&P 500	USD	4.845,65	2,17%	16,29%	1,59%
NASDAQ	USD	17.137,24	3,59%	19,54%	1,85%
Euro Stoxx 50	EUR	4.648,40	3,00%	15,39%	2,81%
FTSE 100	GBP	7.630,57	(1,18%)	4,14%	(1,33%)
MSCI Emerging	World	38,39	(3,40%)	5,98%	(4,53%)
MSCI World	EM	3.205,32	1,90%	16,24%	1,14%
Moedas	País	31/01/24	1M	3M	YTD
Dólar/Real	USD	4,96	(0,77%)	1,77%	(2,02%)
Euro	EUR	1,08	(1,13%)	1,91%	(2,00%)
Franco Suíço	CHF	0,86	(1,27%)	4,73%	(2,31%)
Libra Esterlina	GBP	1,27	0,56%	4,26%	(0,34%)
Bitcoin	BTC	42.458,43	(5,91%)	23,28%	1,25%
Hedge Funds	País	31/01/24	1M	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	5.003,31	0,13%	4,97%	(0,32%)

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.

