

CARTA MENSAL

MIRABAUD WEALTH MANAGEMENT



Guilherme Barbosa
Estrategista Mirabaud
Internacional

INTERNACIONAL

DEVEMOS CULTIVAR NOSSO JARDIM

Voltaire, o filósofo iluminista francês, concluiu sua obra-prima do século XVIII, o romance "Cândido", com uma lição sobre como encontrar a felicidade. Depois de conversar com um idoso perto de Constantinopla, Cândido disse a seus companheiros de viagem que "devemos cultivar nosso jardim", sugerindo que talvez devêssemos ignorar o que as outras pessoas fazem em seus próprios quintais.

Enquanto escrevemos esta carta mensal, a Nvidia (famosa por suas unidades de processamento gráfico) vale cerca de US\$ 2,8 trilhões. Há apenas 4 anos, sua capitalização de mercado era de "tímidos" US\$ 145 bilhões, o que significa que ela se multiplicou por 19 vezes. O CEO da Nvidia, Jen-Hsun Huang, também aprendeu uma importante lição quando visitou um templo no Japão com sua família e ficou impressionado com um idoso que removia

cuidadosamente o musgo morto dos jardins impecáveis com apenas uma pequena pinça de bambu e uma cesta. Huang perguntou ao jardineiro o que ele estava fazendo e o idoso respondeu que estava cultivando seu jardim. Quando Huang perguntou por que ele estava usando ferramentas tão pequenas para cuidar de um jardim tão grande, ele simplesmente respondeu que era porque tinha tempo. Em 2023, Huang, hoje um dos CEOs mais bem-sucedidos do mundo, afirmou que essa foi a lição mais importante que recebeu durante sua carreira.

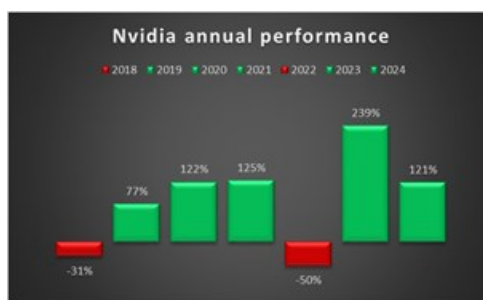
Um ano antes, em 2022, quando os mercados estavam caindo devido ao aumento das taxas de juro em todo o mundo, nosso colega Anu Narula deu uma entrevista à CNBC na qual se referiu à Nvidia como uma de suas principais opções e a que tinha o maior potencial de alta quando o ciclo de aumento das taxas terminasse.

« NOSSA EXPERIÊNCIA E CONVICÇÃO ORIENTAM NOSSAS DECISÕES E NOS PERMITEM IGNORAR O 'RUÍDO' DOS MOVIMENTOS DE CURTO PRAZO DO MERCADO (E OS JARDINS DE OUTRAS PESSOAS) »

Durante todo esse tempo, a Nvidia estava caindo rapidamente e terminou o ano 50% abaixo do que havia começado. Esse não foi o pior ano da ação, que ocorreu em 2008, quando caiu 76%. Em um mundo repleto de informações, ruídos e mídias sociais, é difícil, às vezes simplesmente impossível, ignorar tudo o que é lido em nossos smartphones e em nossas telas ao longo do dia. O pânico levou muitos investidores a vender em 2008 e muitos desistiram da Nvidia novamente em 2022, esquecendo-se dos

fundamentos e das projeções sobre a empresa, e tiveram prejuízos ou limitaram seus lucros no processo, em vez de dar tempo para que as ações se recuperassem.

Agora, à luz de mais um ano de sucesso para a empresa (a receita trimestral aumentou 262% em relação ao ano anterior), as ações subiram de 121% no acumulado do ano, depois de ganharem 239% em 2023. Esta não é a primeira vez que o sol brilha tão generosamente sobre a Nvidia.



DESEMPENHO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS DESDE 2021

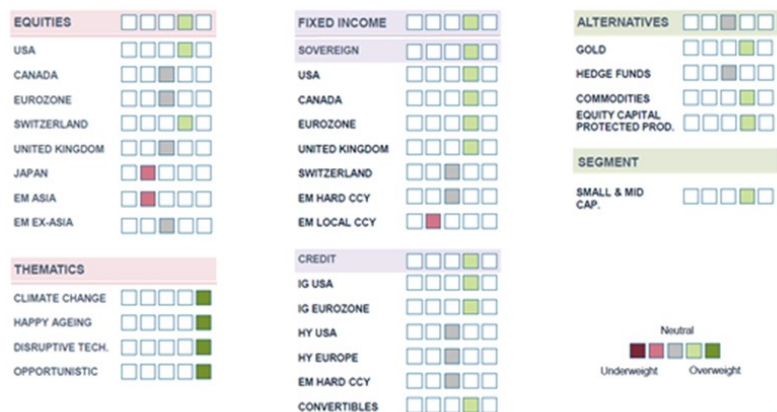
	May	May \$	2024	2024 \$	2023	2023 \$	2022	2022 \$	2021	2021 \$
S&P 500	4.96		11.30		26.26		-18.13		28.7	28.7
Stoxx 50	2.42	4.04	13.09	10.88	23.22	27.28	-8.55	-13.97	24.1	15.6
MSCI EM	0.59		3.50		10.12		-19.87		-2.3	
Brazil Bovespa	-3.04	-4.01	-9.01	-15.63	22.28	33.09	4.69	10.13	-11.9	-18.1
Euro	1.71		-1.73		3.12		-5.85		-6.9	
US Dollar Index	-1.46		3.29		-2.11		8.21		6.4	
Gold Spot	1.80		12.81		13.10		-0.28		-3.6	
Brazilian Real	-0.99		-7.52		8.93		5.40		-6.8	
Global Agg. Bond	1.31		-3.30		5.72		-16.25		-4.7	
Latam Bonds	1.65		3.18		11.15		-13.17		-2.5	
Global High Yield	1.49		2.77		14.04		-12.71		1.0	
US T Bills	0.48		2.19		5.12		1.30		0.0	
CDI	4.40	-2.19	4.40	-2.19	13.05	24.80	12.37	18.44	4.4	

Tentar fazer *timing* nos mercados é, em nossa humilde opinião, no melhor dos casos, inútil. Como gestores profissionais de capitais, nosso objetivo é analisar, acompanhar, escolher, comprar e manter. Nem sempre estamos certos, mas o processo é sempre o mesmo e sempre nos atemos ao nosso processo de investimento. Quando não entendemos um mercado suficientemente bem, escolhemos outros gestores que nos ajudarão a ganhar exposição em sua área de especialização. A Nvidia tem sido uma de nossas principais convicções em ações nos últimos quatro anos e a mantivemos em nossos portfólios, seja diretamente ou em fundos, equilibrando a posição quando necessário. Nossa experiência e convicção orientam nossas decisões e nos permitem ignorar o “ruído” dos movimentos de curto prazo do mercado (e os jardins de outras pessoas). Para aqueles que tentaram fazer *day-trading* com Nvidia nos últimos vinte anos, é muito provável que seu desempenho tenha ficado bem atrás daqueles que a compraram e mantiveram durante os períodos de volatilidade. Em resumo, desligue seus telefones e telas, cultive seu próprio jardim e

deixe o tempo trabalhar a seu favor.

No final de abril, passamos de neutros para superponderados em ações em nossos portfólios discricionários, após a correção do mercado em abril. Demos preferência a uma seleção de temas oportunistas, como IA, finanças (ações de valor), e ações cíclicas, em detrimento de ações mais defensivas. Também entramos numa nova posição de ações de pequena e média capitalização dos EUA para beneficiarmos de um possível ambiente de taxas de juro mais baixas no futuro. Essa foi a medida certa, pois esses temas superaram o desempenho das ações defensivas, e nossos portfólios se recuperaram consideravelmente durante o mês de maio. Mantivemos uma tendência de longa duração em nossa exposição à renda fixa, atenuada por nossa exposição à *High Yield*, a classe de renda fixa com melhor desempenho neste e no último ano. Por fim, no que diz respeito aos alternativos, mantivemos nossas posições em matérias-primas e ouro para nos protegermos diante do aumento do risco geopolítico global.

ALOCAÇÃO ATUAL (31/05/2024)





Eric Hatisuka

Estrategista Mirabaud Brasil

BRASIL

UMA NAÇÃO QUE TENTA PROSPERAR A BASE DE IMPOSTOS É COMO UM HOMEM COM OS PÉS NUM BALDE TENTANDO LEVANTAR-SE PUXANDO A ALÇA (WINSTON CHURCHILL)

A imagem de uma pessoa tentando levantar-se puxando a alça do balde em que tem os pés dentro é, talvez, a metáfora mais ilustrativa para o momento que vivemos hoje no Brasil.

Da mesma maneira que um motor não consegue gerar a energia necessária para alimentar a si mesmo (1ª Lei da Termodinâmica ou Lei da Conservação da Energia, descoberta por James Prescott Joule), uma pessoa também não consegue levantar puxando-se no ar com suas próprias forças.

Mas, por que essa impossibilidade parece tão óbvia quando pensamos na pessoa com os pés no balde, menos intuitiva quando pensamos no moto-contínuo (“o motor que gera a energia para alimentar a si mesmo”), e distante e etérea, no caso do governo querer gerar prosperidade por meio do aumento de impostos?

Será que, a esta altura da evolução do conhecimento humano, ainda não está claro que o setor público não cria valor, mas custeia seus gastos a partir da taxação do valor criado pelo setor privado?

O passado é pródigo em crises com aumento de impostos. Não aprendemos nada com elas?

Benjamim Franklin dizia que “nada é certo neste mundo, exceto a morte e os impostos”, enquanto Will Rogers, ator e comediante americano emendava que “a única diferença entre a morte e os impostos é que a morte não fica pior a cada vez que o Congresso se reúne”.

O poder de cobrar impostos é, talvez, em conjunto com os poderes de manter a ordem pública (poder policial) e de promover a justiça (poder judiciário), o poder mais importante que as sociedades humanas delegam a seus representantes. E, como diria o Tio Ben, tio de Peter Parker, “com grandes poderes vêm grandes responsabilidades”.

De fato, o abuso do poder de cobrar impostos já foi pano de fundo para importantes eventos na história, como o processo pacífico de redução do poder monárquico na Inglaterra (Revolução Gloriosa, 1688) e os processos nem um pouco pacíficos de redução do poder imperial da Inglaterra sobre as colônias americanas (Revolução Americana, 1776) e de redução do poder absoluto da monarquia francesa sobre seu povo (Revolução Francesa, 1789), para ficar apenas em 3 exemplos mais conhecidos.

« QUE NÃO NOS ILUDAMOS: SEM O AUMENTO DA PRODUTIVIDADE, O AUMENTO DA CARGA TRIBUTÁRIA DEVE SE TORNAR APENAS INFLAÇÃO, RECESSÃO OU UM POUCO DOS DOIS AO MESMO TEMPO. »

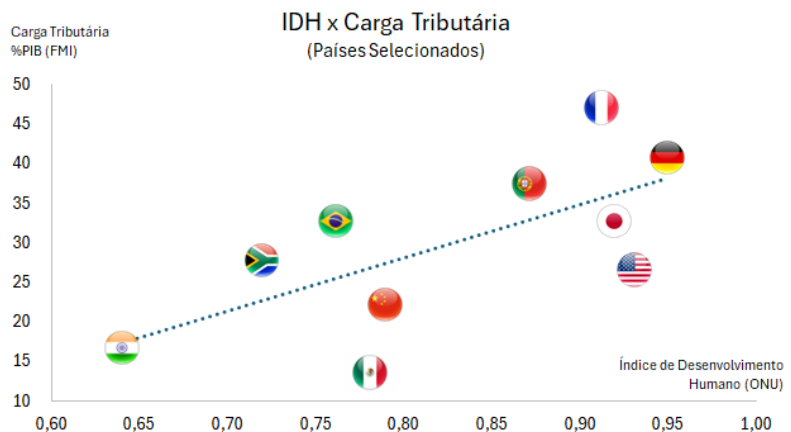
Do espírito da Revolução Gloriosa na Inglaterra vem outra frase famosa, esta de Samuel Johnson, político da Inglaterra na dinastia Stuart, aqui reproduzida no seu expressivo e cristalino inglês original: “No taxation without representation”, isto é, para que se aumente impostos é necessário legitimidade eleitoral e, por que não dizer?, legitimidade moral.

O fato é que não há base teórica, evidência empírica ou mesmo observacional de que mais impostos possam gerar mais prosperidade. Pelo contrário, um Estado hipertrofiado drena recursos do

setor privado, debilitando o espírito empreendedor da sociedade e acuando justamente aqueles que podem ajudar o país a crescer, por meio de produção e empregos.

O destino de uma economia em que os empreendedores e as empresas são tolhidos da maior parte de sua renda é ter a maior parte das pessoas, ao longo do tempo, dependentes do Estado, seja por meio de empregos públicos ou por meio de auxílios e bolsas. Mas, quando todos forem dependentes do Estado, de quem o Estado vai cobrar impostos?

POST HOC ERGO PROPTER HOC



O gráfico acima mostra uma relação entre carga tributária, medida em percentual do PIB, e o IDH, o Índice de Desenvolvimento Humano, criado pela ONU na década de 90 como medida tangível de riqueza na vida das pessoas.

Um observador incauto poderia concluir que, quanto maior a carga tributária, maior o desenvolvimento do país. Ou seja, *post hoc ergo propter hoc*,

isto é “depois disso, logo, causado por isso”, que se trata de uma evidente falácia lógica.

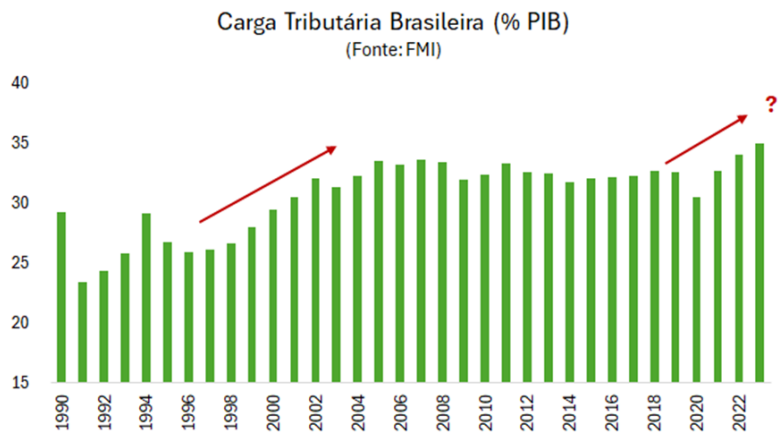
A realidade é que estes países, após se tornarem ricos e melhorarem seu IDH, aumentaram em paralelo sua carga tributária, de forma a poder custear o chamado ‘estado de bem estar social universal’ aos seus cidadãos.

É um devaneio achar que um país pode oferecer um estado de bem estar social universal antes de se tornar rico, assim como um homem não pode levitar puxando-se pela alça do balde em que está com os pés.

A verdadeira interpretação do gráfico é que o Brasil tem carga tributária equivalente à de países ricos (mesma que Japão e Portugal, maior que a dos EUA), mas oferece a seus cidadãos qualidade de vida de países de renda média (IDH menor que o da China e

apenas levemente maior que o da África do Sul, ambos países com carga tributária menor que a do Brasil). Ou seja, o Brasil quer viver como rico, acima das suas capacidades, mesmo que para isso tenha que sufocar sua economia para custear seu padrão de vida.

Uma outra leitura seria dizer que quem está acima da reta é ineficiente em traduzir gasto público em qualidade de vida e, quem está abaixo da reta, é eficiente neste quesito.



No gráfico acima é possível ver que o Brasil praticou um rápido aumento de carga tributária na segunda metade da década de 90, para fazer frente às novidades da Constituição de 88 e sua imposição de estado de bem estar social à brasileira.

Desde então, temos mantido nossa carga tributária em níveis elevados, enquanto o país se desindustrializa e perde competitividade gradualmente - não custa lembrar que quando produzimos e exportamos, exportamos também nossos impostos, reduzindo a competitividade da produção doméstica.

A cruel realidade é que o Brasil não realizou absolutamente nenhuma reforma nos últimos 25 anos voltada para o aumento da produtividade (aqui definida como produto por trabalhador-hora) e, não obstante, decidiu que chegou o hora de aumentar ainda mais a carga tributária.

Que não nos iludamos: sem o aumento da produtividade, o aumento da carga tributária deve se tornar apenas inflação, recessão ou um pouco dos dois ao mesmo tempo.

ESTRATÉGIA E ALOCAÇÕES NO MÊS

Os mercados brasileiros continuaram bastante voláteis em Maio, ao contrário dos mercados internacionais que esboçaram recuperação.

Este ambiente econômico cria pressões inflacionárias que, eventualmente, se materializarão, se o Banco Central for levado a distensionar um pouco mais a política monetária.

Continuamos aumentando as alocações em títulos indexados à inflação, que se mantém em taxas bastante atrativas, por conta do risco advindo da política fiscal do governo.

Tais efeitos tendem a manter os juros reais elevados, tornando o cenário de retornos mais difícil para a renda variável e fundos multimercados.

A tragédia climática no Rio Grande do Sul deve manter o gasto público pressionado (neste caso, por um bom motivo) até o fim deste mandato, fazendo com que o governo incorra em déficits públicos primários elevados pelos próximos 2 a 4 anos.

Isso explica nossa reiterada preferência pela renda fixa e a nossa cautela com relação à condução macroeconômica, pelo menos até o fim deste ciclo expansionista do setor público.

DESEMPENHO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES DE MERCADO EM MAIO E NO ANO

Renda Fixa		31/05/24	MTD	3M	YTD
CDI	-	80,94	0,83%	2,58%	4,40%
IMA-B	-	9.894,05	1,33%	(0,23%)	(0,13%)
IMA-B 5	-	9.238,64	1,05%	1,62%	2,92%
IMA-B 5+	-	11.273,78	1,59%	(1,91%)	(2,85%)
IRF-M	-	18.267,64	0,66%	0,67%	1,81%
IMA-S	-	6.676,75	0,83%	2,62%	4,48%
Índices Globais	País	31/05/24	MTD	3M	YTD
Ibovespa	BRL	122.098,09	(3,04%)	(5,37%)	(9,01%)
Dow Jones	USD	38.686,32	2,30%	(0,80%)	2,64%
S&P 500	USD	5.277,51	4,80%	3,56%	10,64%
NASDAQ	USD	18.536,65	6,28%	2,73%	10,17%
Euro Stoxx 50	EUR	4.983,67	1,27%	2,17%	10,22%
FTSE 100	GBP	8.275,38	1,61%	8,46%	7,01%
MSCI Emerging	World	41,79	1,95%	4,50%	3,93%
MSCI World	EM	3.445,17	4,23%	3,24%	8,71%
Moedas	País	31/05/24	MTD	3M	YTD
Dólar/Real	USD	5,25	(1,01%)	(5,54%)	(8,01%)
Euro	EUR	1,08	1,71%	0,40%	(1,73%)
Franco Suíço	CHF	0,90	1,90%	(1,97%)	(6,75%)
Libra Esterlina	GBP	1,27	2,00%	0,93%	0,09%
Bitcoin	BTC	67.630,41	12,96%	10,09%	61,27%
Hedge Funds	País	31/05/24	MTD	3M	YTD
Ind. de Hedge Funds	BRL	4.991,72	0,28%	(0,38%)	(0,55%)

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.

