

# CAPRI

Family  
Office



**CARTA MENSAL**  
**MARÇO 2023**

## INDICADORES

IBOVESPA	DÓLAR COMERCIAL	S&P 500
- 2,91%	- 2,45%	+ 3,51%

Em março, as atenções no mercado internacional se voltaram para o setor bancário, diante da corrida de saques que ocorreu no Silicon Valley Bank (SVB), após problemas de liquidez na instituição. Na Europa, o Credit Suisse foi adquirido pelo UBS após uma sequência de eventos que culminaram em uma situação de iminente insolvência do banco. Após um período inicial de grande volatilidade, a atuação rápida dos reguladores acalmou os mercados, refletindo em uma recuperação dos ativos financeiros. Os títulos públicos americanos (*treasuries*) de 10 anos fecharam o mês em 3,50% ao ano contra 3,91% no mês anterior. O S&P 500, principal índice de referência para o mercado acionário dos EUA, subiu 3,51%.

Na renda fixa local, observamos a valorização dos ativos prefixados e dos títulos vinculados ao IPCA, diante da divulgação de dados inflacionários mais controlados e de níveis de atividade mais fracos. O mercado entendeu que existe um espaço maior para cortes na Selic a partir do segundo semestre do ano. No crédito privado, os títulos ainda estão sofrendo os impactos dos eventos envolvendo as empresas Light e Americanas, mas com alguma acomodação. Houve ainda um arrefecimento no fluxo de resgates na indústria de fundos de crédito e os níveis de *spreads* estão mais atrativos.

Na bolsa brasileira, o contexto segue desafiador, com o nível de taxa de juros restritivo e com as expectativas inflacionárias ainda desancoradas. O novo arcabouço fiscal possui alguns pontos positivos, como a restrição no crescimento dos gastos reais, mas não convenceu os investidores de forma definitiva. Como consequência, o Ibovespa não acompanhou os ativos no exterior e recuou 2,91% no mês.

MAIS DETALHES SOBRE A NOSSA VISÃO DE CENÁRIO PARA OS PRÓXIMOS MESES NA SEÇÃO "VISÃO CAPRI".

## DESTAQUES DO MÊS

### ATIVIDADE

#### EXTERIOR

Em março, 236 mil novas vagas de trabalho foram criadas no país, em linha com a expectativa. A taxa de desemprego diminuiu para 3,5%, enquanto o mercado esperava 3,6% (estabilidade). O ISM de serviços nos EUA veio abaixo do esperado e apontou para a desaceleração da economia. O varejo de março veio na mesma direção, com queda de 1,0% contra a expectativa de -0,4%. Por outro lado, o núcleo do varejo desacelerou menos do que o esperado (-0,3% vs -0,5%, mês/mês).

#### BRASIL

Em linha com o esperado, o PIB do último trimestre de 2022 recuou 0,2%, ante o crescimento de 0,3% nos três meses anteriores. O PIB encerrou o ano passado com alta de +2,90%. Já o IBC-Br (*proxy* do PIB) de janeiro caiu 0,04% (mês/mês), menos do que os -0,15% esperados. O desemprego no país foi de 8,6%, no trimestre móvel encerrado em janeiro. Apesar de ter subido, o resultado surpreendeu positivamente, indicando resiliência do mercado de trabalho em um ambiente de juros altos.

### INFLAÇÃO

O CPI, índice de preços ao consumidor dos EUA, surpreendeu para baixo em março, com alta de +0,05%, ante os +0,20% esperados. Com isso, o índice atingiu 5,0% no acumulado de 12 meses. Já o núcleo da inflação, que exclui os itens mais voláteis, veio próximo das estimativas (0,38% vs 0,40% mês/mês). Por fim, o PPI, índice de preços ao produtor, caiu 0,5% em março, resultado abaixo da expectativa de estabilidade.

O IPCA de março desacelerou em relação à leitura observada no mês anterior (+0,87%) e registrou uma variação de +0,71%. O resultado ficou abaixo da expectativa de +0,77% e foi impulsionado pela desaceleração dos segmentos de alimentação e bebidas. A inflação acumula +4,65% na janela de 12 meses. Já o IGP-M avançou 0,05% no mês, após ter recuado no mês anterior e acumula uma alta de 0,17% em 12 meses.

### POLÍTICA MONETÁRIA

Em linha com o esperado pelos agentes do mercado, o Fed aumentou a taxa de juros do país em 0,25%, para a faixa de 4,75% a 5,00%. Em comunicado após a decisão, a autoridade monetária destacou que a inflação do país segue elevada, com o mercado de trabalho ainda em alta. O Banco Central sinalizou ainda com a possibilidade de realizar pelo menos mais um aperto nos juros na próxima reunião de maio.

O Comitê de Política Monetária (Copom), decidiu pela manutenção da taxa Selic em 13,75% a.a, conforme esperado. Em comunicado, o Comitê manteve o discurso duro em relação à gestão da política monetária, dada a continuidade da deterioração nas expectativas inflacionárias. O BC reforçou ainda que não há relação direta entre a convergência da inflação e a apresentação do novo arcabouço.

## VISÃO CAPRI

### RENDA FIXA INTERNACIONAL

Em março, o mercado internacional experimentou forte volatilidade em decorrência das crises de liquidez sofridas pelos bancos SVB e Credit Suisse. No entanto, os ativos reagiram positivamente após a rápida atuação dos reguladores. Houve ainda uma melhoria nas expectativas em relação à redução no ritmo do aperto das condições financeiras por parte do Fed, dado o cenário de provável contração no crédito, decorrente da crise bancária. Os títulos públicos americanos (*treasuries*) de 10 anos fecharam o mês em 3,50% ao ano contra 3,91% no mês anterior (diminuição na taxa implica aumento nos preços dos títulos). No mercado de dívida corporativa, o Barclays Global Aggregate (índice que reúne ativos de renda fixa com grau de investimento e prazo de vencimento intermediário) subiu 3,2%, enquanto o índice de ativos *high yield* (maior risco de crédito) avançou 1,1%.

Apesar do risco de contágio elevado de uma crise do setor bancário nos outros setores da economia, pelo canal da contração na oferta de crédito, em nossa visão ainda restam dúvidas em relação ao tempo que os juros devem ficar em território restritivo para trazer a inflação para a meta. Entendemos que alguns dos núcleos inflacionários nos EUA ainda possuem certa resiliência e a inflação prospectiva ainda não iniciou a convergência para os 2,00% a.a. desejados. Neste cenário, achamos que a economia norte-americana pode precisar enfrentar uma recessão de tamanho relevante, ao invés do *soft landing* (pouso suave) esperado atualmente por boa parte do mercado, para que os objetivos de política monetária sejam atingidos.

**Diante da nossa preocupação em relação aos níveis de juros precificados na curva e dos riscos de abertura nos *spreads* de crédito, dada a perspectiva de recessão no horizonte próximo, continuamos mantendo cautela em relação a títulos mais longos e de maior risco de inadimplência (*high yield*). Por outro lado, continuamos achando interessante o investimento em fundos líquidos que aplicam em títulos públicos americanos de vencimentos curtos (até 3 meses). Também estamos observando mais de perto oportunidades para ativos com alto grau de qualidade (*high grade*) e vencimento intermediário, em face ao cenário de menor volatilidade para o segmento. No momento, preferimos evitar títulos bancários, dada a crise de confiança pelos eventos envolvendo os bancos SVB e Credit Suisse.**

## RENDA FIXA BRASIL

Em março, a divulgação do novo arcabouço fiscal resultou em um aumento marginal nas apostas do mercado em direção a uma queda nos juros já neste ano. Entretanto, entendemos que ainda há bastante incerteza sobre a eficácia do novo mecanismo, que ainda não teve o seu texto divulgado e que precisa ser aprovado no Congresso. Achemos positiva a limitação em 2,5% de crescimento real dos gastos, porém entendemos que o cumprimento dos superávits primários parte de premissas demasiadamente otimistas, se não ilusórias, sobre o crescimento das receitas nos próximos 4 anos. Nos parece inevitável um aumento de carga tributária, com efeitos negativos sobre a atividade, para que o objetivo de estabilização da relação dívida/PIB, hoje em trajetória ascendente, seja atingido.

Em relação às classes de ativos, em março observamos a valorização dos ativos prefixados e vinculados à inflação, perante a divulgação de dados inflacionários mais controlados e dados de atividade mais fracos. Um ambiente de inflação mais baixa e de atividade desacelerando abre espaço para a redução da Selic no segundo semestre deste ano. Sobre o mercado de crédito privado, os eventos envolvendo as empresas Light e Americanas continuam gerando volatilidade, porém com alguma acomodação. Estamos observando o arrefecimento dos resgates na indústria de fundos de crédito e ativos sendo negociados em níveis de *spreads* atrativos. No entanto, segue sendo necessário o acompanhamento próximo dos devedores mais alavancados e dos desdobramentos jurídicos dos dois casos citados. Entendemos que a decisão do judiciário em relação à Light será um divisor de águas para a indústria de crédito privado. Na ausência de deliberações favoráveis para as demandas dos credores na recuperação do crédito, o mercado deverá majorar o risco das operações pela percepção da maior fragilidade jurídica no Brasil.

**No campo positivo, entendemos que com o patamar de preços atuais, o mercado de crédito deverá atrair novos entrantes, tais como (i) tesouraria de bancos, (ii) fundos multimercados e (iii) outros alocadores institucionais. Além disso, mecanismos que não estavam presente em outras crises podem auxiliar no processo de recuperação dos preços dos ativos, como as operações compromissadas com títulos privados, que permite que fundos de crédito levantem caixa sem precisar vender títulos a preços pressionados, além de possibilitar a alavancagem de posições, aproveitando os níveis de *spreads* mais elevados. Em debêntures incentivadas, mantemos uma percepção positiva, dados os níveis de taxas contra os riscos envolvidos, e a atratividade para as pessoas físicas (ativos isentos). Também estamos positivos para alocações em operações estruturadas, como FIDCs, que possuem garantias mais líquidas e diversos gatilhos de proteção ao credor.**

## RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

No mercado internacional, o S&P 500, principal referência para o mercado acionário dos EUA, subiu 3,51%, enquanto o índice que representa o mercado acionário mundial, o MSCI ACWI - All Countries, avançou 2,8%, diante da expectativa de redução no aperto das condições financeiras por parte dos Bancos Centrais.

**Para a continuidade de 2023 esperamos um ambiente ainda de muita volatilidade, visto que a queda nos resultados operacionais das empresas, em face a um cenário recessivo cada vez mais provável, ainda está pendente de ser precificado pelos mercados. Neste contexto, os lucros das empresas estão sujeitos a revisões para baixo, abrindo espaço para novos ajustes negativos nos preços das ações. Também discordamos da visão dominante do mercado em relação aos juros nos EUA e entendemos que existe um risco relevante do Fed não cortar juros neste ano. Portanto, no momento preferimos continuar adotando uma postura conservadora nesta classe de ativos.**

## RENDA VARIÁVEL BRASIL

No mercado local, a divulgação de maiores informações sobre a estrutura do novo arcabouço fiscal beneficiou a bolsa em um primeiro momento. Porém, após digerir melhor a nova estrutura, os investidores voltaram a ter um viés mais negativo, diante da falta de confiança em relação ao atingimento dos objetivos propostos na regra. Neste contexto, o Ibovespa fechou o mês com queda de 2,91%, diferente dos seus pares emergentes, que foram beneficiados pelo maior apetite a risco dos mercados globais (o MSCI Emerging Markets subiu 2,7%).

**No curto prazo, o cenário segue difícil para a bolsa doméstica, embora os preços das ações, principalmente das empresas voltadas para o consumo interno, estejam em patamares historicamente deprimidos. Dúvidas sobre a implementação do novo arcabouço fiscal, sinalização de aumento de impostos e utilização de mecanismos parafiscais, como o uso de empresas estatais para fins políticos, preocupam o mercado, que está exigindo prêmios de risco elevados para investir localmente. Apesar dos resultados recentes abaixo da expectativa nos fundos *long only*, continuamos confiando no trabalho de longo prazo dos gestores selecionados, que realizam um processo de diligência profundo nas empresas investidas. Porém, estamos sempre acompanhando de perto a atuação destas gestoras, para eventuais mudanças nas estratégias recomendadas.**

**Rio de Janeiro**  
Estrada da Gávea 696, sl. 509  
São Conrado - RJ - 22610-002  
+55 21 2042 0044

**São Paulo**  
Rua Bandeira Paulista 275, sl. 111  
Itaim Bibi - SP - 04532-010  
+55 21 2042 0044

contato@capribr.com  
www.capribr.com

#### **DISCLAIMER:**

As informações contidas neste documento são confidenciais e de exclusivo uso do(s) seu(s) destinatário(s). É expressamente proibido modificar, copiar, transmitir, distribuir, expor, desenvolver, reproduzir, publicar, licenciar, copiar formato, gerar trabalhos derivados, transferir ou de outra forma utilizar, no todo ou em parte, sem a devida autorização da Capri Investimentos Ltda.

Este material não configura um relatório de análise de valores mobiliários. As informações referentes a taxas, prazos e outras condições expostas são meramente indicativas e não constituem uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de adoção de estratégia de investimentos. A Capri investimentos Ltda. não garante a integridade e exatidão das informações prestadas nesse relatório.

