

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
ABRIL 2023

INDICADORES

IBOVESPA	DÓLAR COMERCIAL	S&P 500
+ 2,50%	- 1,57%	+ 1,44%

Em abril, os bancos médios americanos seguiram sob pressão, com as atenções dos investidores voltando-se para o First Republic Bank. A instituição sofreu uma forte onda de resgates, culminando com a intervenção dos reguladores e posterior venda da maior parte dos ativos para o JP Morgan. A indefinição sobre o aumento do teto da dívida nos EUA também tem criado certo nervosismo entre os investidores, embora um *default* do Tesouro nunca tenha ocorrido e seja improvável de acontecer. Apesar do cenário ainda de pouca visibilidade, os mercados se comportaram de forma mais tranquila em abril. As curvas de juros oscilaram pouco e a bolsa, medida pelo S&P 500, fechou com alta de 1,5%. As apostas em cortes de juros ainda neste ano ganharam força após dados de atividade mais fracos e de inflação melhores que o esperado.

No cenário local, a atividade tem surpreendido para cima, em parte devido ao bom momento do agronegócio, mas também pela resiliência nos setores de varejo e serviços. A divulgação do arcabouço fiscal e de dados de inflação melhores abriram espaço para a valorização dos ativos prefixados e dos investimentos em juros reais (IPCA + taxa prefixada). Pressões nos núcleos de serviços e de bens industriais ainda persistem, mas o ambiente para a redução da Selic melhorou, embora o Banco Central siga duro na comunicação sobre a condução da política monetária.

No crédito privado, os ativos ainda sofrem com os impactos da crise iniciada pelas Lojas Americanas e com o movimento de resgate na indústria. No entanto, em abril houve um arrefecimento no fluxo de resgates e os *spreads* de crédito já encontram-se em níveis bastante interessantes, atraindo compradores. Por outro lado, os juros altos pressionam os balanços das empresas, demandando acompanhamento próximo dos emissores mais alavancados. Na bolsa brasileira, o contexto segue desafiador, com os juros ainda restritivos e as expectativas inflacionárias desancoradas. Porém, após a apresentação do arcabouço fiscal, o mercado passou a apostar com maior força em cortes da Selic ainda neste ano, ajudando no desempenho do mercado acionário.

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

DESTAQUES DO MÊS

ATIVIDADE

EXTERIOR

A primeira leitura do PIB dos EUA indicou crescimento de 1,1% no primeiro trimestre de 2023, abaixo da estimativa dos analistas (+2,0%). No mês de abril, houve um acréscimo de 253 mil empregos, bem acima dos 185 mil esperados. A taxa de desemprego no país recuou para 3,4%. Os salários seguem apertados e subiram 0,5%. Por fim, o ISM de serviços, que mede o vigor do setor, registrou 51.9 pontos, confirmando a expectativa de resiliência da demanda doméstica.

BRASIL

O IBC-Br, prévia do PIB, surpreendeu com um resultado de 3,32% em fevereiro, acima do esperado (+1,20%). Em 12 meses o índice subiu 3,08%. O desemprego, medido pela Pnad, subiu para 8,8% no primeiro trimestre, abaixo da expectativa de 9%. O setor de serviços cresceu 1,1% em fevereiro, bastante acima da expectativa de +0,40%. Por fim, o varejo ampliado, que inclui veículos, material de construção, entre outros, apresentou crescimento de 1,7% em relação ao mês anterior.

INFLAÇÃO

O PCE, índice de preços preferido pelo Fed, subiu 0,10% em março (4,20% em 12 meses), em linha com o esperado, após alta de 0,30% no mês anterior. Excluindo os itens mais voláteis, o núcleo do PCE registrou 0,30% (4,60% em 13 meses). O CPI, índice de preços ao consumidor, subiu 0,37% em abril, após +0,05% no mês anterior, abaixo das expectativas do mercado (+0,4%). No acumulado de 12 meses, a inflação cedeu de 4,9% para 5,0%.

O IPCA, inflação oficial do país, subiu 0,61% em abril, abaixo de março (+0,71%). Na janela de 12 meses a alta é de 4,18%, entrando no intervalo da meta de inflação estabelecida pelo Banco Central. O resultado surpreendeu o mercado que estimava +0,55%. O IGP-M recuou mais do que o esperado em abril e passou a ceder 2,17% em 12 meses, sendo a primeira vez desde fevereiro de 2018 que a taxa anual fica negativa.

POLÍTICA MONETÁRIA

Em decisão unânime, o Fed voltou a subir os juros em 0,25 p.p., para o intervalo entre 5,00% e 5,25% ao ano. O presidente da autoridade monetária, Jerome Powell, sinalizou que o comitê irá considerar o aperto acumulado da política monetária para determinar a extensão apropriada do ciclo. Powell deixou implícito que o comitê enxerga uma política monetária que já estaria próxima da necessária para a convergência da inflação à meta de 2%.

O Copom manteve a taxa básica da economia (Selic) em 13,75% ao ano, mesmo patamar em vigor desde o início de agosto de 2022. Na Ata divulgada após a reunião, não houve mudança significativa no tom adotado nas últimas reuniões. O comitê manteve os acenos ao governo, porém reforçou as preocupações em torno das expectativas de inflação e ainda não abriu muito espaço para cortes nas próximas reuniões.

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

No mercado internacional, as autoridades monetárias dos países desenvolvidos continuam enfrentando o desafio de convergir as taxas de inflação para as suas respectivas metas. A crise no mercado bancário trouxe ainda um fator adicional de preocupação, visto que as consequências sobre o mercado de crédito e a atividade ainda são incertas. Os títulos públicos americanos (*treasuries*) de 10 anos fecharam o mês em 3,42% ao ano contra 3,47% no mês anterior, oscilando pouco. No mercado de dívida corporativa, o *Global Aggregate* (índice que reúne ativos de renda fixa com grau de investimento e prazo de vencimento intermediário) subiu 0,4%, enquanto o índice de ativos *high yield* (maior risco de crédito) avançou 0,6%.

Com o estresse no sistema bancário americano e seus possíveis impactos na oferta de crédito, entendemos que a probabilidade da atividade desacelerar de forma mais aguda fica maior. Dependendo da magnitude do movimento, a restrição no crédito pode ter um impacto relevante na liquidez do sistema financeiro, com efeitos semelhantes ao de uma alta nos juros. Neste contexto, o mercado passou a trabalhar com uma chance maior da política monetária ser menos restritiva do que era esperado antes da crise bancária. No entanto, ainda entendemos ser cedo para concluir que as condições de mercado vigentes permitam cortes nos juros ainda neste ano. Reforça a nossa tese o fato de que historicamente o Fed inicia cortes nos juros apenas 8 meses após o fim do ciclo de alta. Portanto, achamos que os ativos de renda fixa seguem sujeitos a uma nova onda de volatilidade, em face a um cenário de recessão mais forte.

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, 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 continuamos preferindo ativos que sejam descorrelacionados ao sistema bancário norte americano.

RENDA FIXA BRASIL

No Brasil, a atividade econômica cresceu no primeiro trimestre em ritmo acima do projetado pelo mercado, com dados do mercado de trabalho também fortes, demonstrando certo atraso no impacto da política monetária restritiva sobre alguns setores da economia. Quanto ao arcabouço fiscal, embora as diretrizes da proposta

apresentada em março tenham sido preservadas, os investidores têm a percepção de que o texto é menos incisivo em relação ao controle dos gastos.

No mercado de renda fixa nacional, observamos a valorização contínua dos ativos prefixados e atrelados à inflação. Esta tendência deve-se ao anúncio de dados inflacionários mais controlados, embora ainda com pressões nos núcleos de serviços e bens industriais, em conjunto com a divulgação do arcabouço fiscal e de um ambiente externo mais calmo. Essa conjuntura tem aberto espaço para uma possível redução da taxa Selic, mesmo diante da comunicação ainda dura do Banco Central. No relativo, o Brasil é um dos países que estão mais adiantados no ciclo de aperto monetário e que possuem níveis de inflação mais controlados. Caso a inflação siga mostrando sinais de melhora e o arcabouço fiscal avance no Congresso, o Banco Central teria mais espaço para iniciar os cortes nos juros ainda neste ano.

No âmbito do crédito privado, os ativos continuam sendo afetados pelos impactos da crise de crédito e dos resgates na indústria de fundos de renda fixa. No entanto, observa-se uma certa acomodação nesse cenário, já que verificou-se uma desaceleração no ritmo de resgates na indústria de fundos de crédito e os níveis de *spreads* estão apresentando certa estabilidade. Contudo, a persistência de uma taxa Selic elevada por um período mais longo está exercendo pressão sobre os balanços das empresas, exigindo uma atenção ainda mais rigorosa em relação à qualidade de crédito dos tomadores.

Nossa visão é que os *spreads* de crédito para emissores de qualidade, incentivados ou não, estão atrativos, já precificando as incertezas futuras. Porém, entendemos que esses ativos estão sujeitos a uma volatilidade maior do que a média histórica, em virtude dos juros altos e do cenário de fragilidade fiscal. Dessa forma, no momento não recomendamos aumento de *duration* (prazo médio dos títulos) nesta modalidade de ativo. Atualmente estamos atentos a boas oportunidades no mercado de FIDCs (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios) que possuem garantias líquidas, gatilhos de proteção ao crédito e originação/lastros já testados pelo mercado. Além disso, devido ao mercado de crédito mais turbulento, as novas ofertas estão sendo oferecidas com prêmios acima das emissões anteriores e com níveis de risco semelhantes. Também estamos considerando papéis bancários de alta qualidade e com duração curta em nossas decisões de alocação.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

No mercado internacional, o S&P 500, um dos principais índices do mercado acionário dos EUA, registrou alta de 1,5%. O índice MSCI ACWI - *All Countries*, que representa o mercado acionário global, também teve um avanço de 1,6%. Estes resultados foram impulsionados pela expectativa de redução nas condições financeiras restritivas promovidas pelos Bancos Centrais, bem como pelos fortes resultados corporativos apresentados pelas empresas. Tais fatores contribuíram para um ambiente favorável nos mercados acionários ao redor do mundo.

Para os próximos meses esperamos um ambiente caracterizado ainda por alta volatilidade. Achamos que a queda nos resultados operacionais das empresas, em virtude de um cenário recessivo cada vez mais provável, ainda não está totalmente precificada pelos mercados. Além disso, enxergamos um risco relevante do Fed não reduzir as taxas de juros neste ano, enquanto o mercado já precifica uma taxa terminal próxima de 4,5%. Como contraponto, quando o Fed encerra o ciclo de alta nos juros a bolsa costuma reagir positivamente, principalmente as empresas de boa qualidade, que são menos impactadas por um cenário de recessão. Estamos atentos para este movimento, mas entendemos que no momento o principal *driver* para a renda variável ainda é a velocidade da desinflação e seus impactos na política monetária. Com base nesta análise, no momento preferimos não recomendar aumento na exposição à bolsa internacional.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

No mercado local, apesar do cenário macroeconômico desafiador, houve uma melhora marginal dos preços, com a percepção de que o início do ciclo de corte nos juros está próximo. Mesmo com a alta recente no Ibovespa, o índice segue no menor patamar de *valuation* desde 2009. No mês, o Ibovespa registrou uma valorização de 2,50%, destacando-se em relação a outros mercados emergentes, visto que o MSCI *Emerging Markets* (índice que representa os principais mercados emergentes) apresentou uma queda de -1,3%.

No curto prazo, o cenário segue difícil para a bolsa doméstica, embora os preços dos ativos detidos pelos fundos que recomendamos estejam em patamares historicamente deprimidos. Dúvidas sobre a implementação do novo arcabouço fiscal, alto custo do serviço da dívida em razão dos juros alto, sinalização de aumento de impostos e utilização de mecanismos parafiscais, como o uso de empresas estatais para fins políticos, preocupam o mercado, que exige maior prêmio para investir em ações locais. Apesar dos resultados recentes abaixo da expectativa nos fundos *long only* (fundos que operam apenas comprados em ações) recomendados, continuamos confiando no trabalho de longo prazo dos gestores

selecionados, que realizam um trabalho de profunda diligência nas empresas investidas. Seguimos acompanhando de perto a atuação dessas gestoras, para eventuais mudanças na estratégia recomendada pela Capri.

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.

