

# CAPRI

Family  
Office



**CARTA MENSAL**  
MAIO 2023

## INDICADORES

IBOVESPA	DÓLAR COMERCIAL	S&P 500
+ 3,74%	+ 1,90%	+ 0,25%

No cenário externo, a resolução da crise dos bancos médios nos Estados Unidos e a redução do risco de *default* na dívida do país levaram ao aumento das taxas dos títulos públicos de 10 anos, conhecidos como *treasuries*. Esse movimento foi impulsionado pela divulgação de dados econômicos mais fortes. A melhora dos indicadores atuais de atividade e a diminuição de dois riscos sistêmicos importantes são favoráveis para a economia no curto prazo, mas dificultam o trabalho do Fed em relação à convergência da inflação para a meta de 2%.

No mercado acionário, as expectativas negativas em relação aos juros impactaram negativamente muitas empresas. No entanto, as ações de sete gigantes tecnológicas (Apple, Microsoft, Alphabet, Meta, Nvidia, Tesla e Amazon) tiveram um desempenho significativamente melhor do que o índice S&P 500, sustentando um aumento de 0,25% no mês. Os investidores demonstraram confiança no potencial dessas empresas para impulsionar seus lucros através do uso comercial da inteligência artificial (IA) em seus produtos.

No mercado local, presenciamos a recuperação de todas as classes de ativos ao longo do mês. Foi significativa a redução no volume de resgates nos fundos de renda fixa com exposição a dívidas privadas de alta qualidade, além do estreitamento dos *spreads* de crédito em relação ao CDI nos títulos negociados no mercado secundário. Também merece destaque a queda das expectativas inflacionárias nos contratos negociados pelo mercado (inflação implícita), especialmente nos prazos mais curtos. Após um período de cautela, o mercado começou a reduzir de forma expressiva suas projeções para inflação e juros, reconhecendo o impacto positivo da política monetária austera e da aprovação do arcabouço fiscal na percepção de risco dos investidores. No mercado de ações, observamos uma melhora no balanço de riscos, impulsionando as ações domésticas, principalmente aquelas mais sensíveis às taxas de juros locais.

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

## DESTAQUES DO MÊS

### ATIVIDADE

#### EXTERIOR

Nos EUA, o PIB registrou crescimento de 1,3% no primeiro trimestre em comparação ao anterior, superando a estimativa de 1,1%. Além disso, o país gerou 339 mil novos empregos em maio, superando a expectativa de 200 mil. No entanto, a taxa de desemprego aumentou de 3,4% para 3,7%, acima do esperado. Os dados de atividade apresentaram resultados mistos, com o setor de serviços surpreendendo positivamente, enquanto a indústria novamente perdeu força.

#### BRASIL

No Brasil, o PIB superou as expectativas de +1,3% e subiu 1,9% no primeiro trimestre em comparação com o anterior, acumulando 3,3% contra os quatro trimestres anteriores. O crescimento foi impulsionado pelo setor agropecuário (+21,6%). Em linha com a boa performance da economia, o desemprego no país foi de 8,5% no trimestre encerrado em abril, recuando de 8,8%. Por outro lado, o setor de serviços cedeu 1,6%, demonstrando perda de folego na atividade.

### INFLAÇÃO

O PCE, principal indicador de preços ao consumidor monitorado pelo Fed, aumentou 0,40% em abril, acumulando 4,40% em 12 meses. O núcleo do PCE, que exclui itens voláteis, também registrou +0,40%. Ambos os resultados superaram a expectativa de 0,30% do mercado. Já o CPI, que também mede os preços ao consumidor, cresceu 0,12%, dentro das projeções. O núcleo do índice permaneceu pressionado (+0,44%). Além disso, a inflação no atacado (PPI) aumentou 0,20% em abril, mais uma vez abaixo das expectativas.

O IPCA, inflação acompanhada pelo Banco Central do Brasil (BCB), subiu 0,23% em maio, desacelerando em relação ao mês anterior (0,61%) e abaixo da expectativa (0,33%). O índice acumula alta de 3,94% em 12 meses e +3,12% no ano. A média dos núcleos ficou em 0,37%, enquanto a difusão do atingiu 55,97%, o valor mais baixo desde 08/2020. Por fim, o IGP-M recuou 1,84% em maio, após queda de 0,95%. O índice é um bom termômetro dos preços no atacado e já acumula queda de 4,47% em 12 meses.

### POLÍTICA MONETÁRIA

Em junho, o Fed confirmou as expectativas e decidiu por unanimidade interromper o ciclo de alta de juros no país, mantendo a taxa básica entre 5,00% e 5,25%. A decisão veio após 10 elevações consecutivas, iniciadas em 03/2022. O comunicado do comitê ainda demonstra preocupação com o risco inflacionário, o que pode se materializar em novos ajustes de juros à frente, conforme dados atualizados sobre a atividade e os níveis de preços forem sendo divulgados.

Na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB, realizada em maio, a taxa Selic foi mantida em 13,75%. A Ata da reunião reforçou o entendimento de que não há relação mecânica entre a política do BCB e o novo arcabouço fiscal. O documento destacou que as chances de cenários mais extremos para a trajetória da dívida diminuiram, porém enfatizou a importância da convergência das expectativas inflacionárias para atingir a meta do Copom.

## VISÃO CAPRI

### RENDA FIXA INTERNACIONAL

No mercado internacional, as autoridades monetárias dos países desenvolvidos continuam enfrentando o desafio de convergir a inflação para a meta. A pacificação da crise dos bancos médios norte-americanos e o afastamento do risco de *default* na dívida do país reduziram o risco de uma desaceleração mais forte da atividade. Em um cenário de economia forte, o mercado entende que o trabalho do Fed no controle inflacionário fica mais difícil e passou a reduzir as apostas em cortes nos juros ainda neste ano. Os títulos públicos americanos (*treasuries*) de 10 anos fecharam o mês de maio em 3,64% ao ano, subindo de 3,42% no mês anterior. No mercado de dívida corporativa, o *Global Aggregate* (índice que reúne ativos de renda fixa com grau de investimento e prazo de vencimento intermediário) caiu 2,0%, enquanto o índice de ativos *high yield* (maior risco de crédito) desvalorizou 0,9%.

Em nossa visão, a renda fixa americana deve seguir volátil nos próximos meses. No mercado de dívida soberana, entendemos que existe um risco de liquidez no horizonte próximo, que pode contribuir para o aumento da volatilidade. O Tesouro americano está com baixa posição de caixa e terá que emitir cerca de US\$2 bilhões até o final do ano, para cobrir o enorme déficit fiscal do país. Além disso, o Fed está implementando um programa de redução do seu balanço (*quantitative tightening*), implicando na venda dos títulos detidos e/ou não reposição do estoque que está vencendo. Portanto, a oferta de títulos tende a subir nos próximos meses, enquanto a demanda é incerta e já não conta com o outrora fluxo comprador vultoso do Fed. Caso o cenário descrito se concretize, os títulos de dívida corporativa, principalmente os mais longos, tendem a sofrer perdas, pois os *treasuries* servem de referência para todos os demais ativos de renda fixa. Por fim, entendemos que os *spreads* de crédito já estão em níveis apertados em relação aos títulos do tesouro, o que mostra que a probabilidade de *default* implícita nas taxas dos títulos está muito baixa quando comparada com recessões anteriores, implicando em riscos maiores.

**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 e ao risco de liquidez no mercado de títulos públicos americanos, continuamos mantendo cautela em relação a títulos mais longos e de maior risco de inadimplência (*high yield*). Para estes ativos, preferimos utilizar fundos de gestão ativa que gostamos, na medida em que a volatilidade do mercado cria bons pontos de entrada. 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.**

## RENTA FIXA BRASIL

No mercado de renda fixa local, a aprovação do arcabouço fiscal desempenhou um papel crucial na redução do risco-Brasil e na conseqüente queda das taxas de juros futuros, especialmente nos prazos mais longos. Apesar do mercado ter considerado o novo marco fiscal, ainda pendente de aprovação no Senado, pouco eficiente para o atingimento das metas de superávit primário, a limitação do crescimento real das despesas primárias em 2,5% ao ano foi vista como positiva para evitar um cenário de dívida pública explosiva. Os números fortes da atividade e a inflação em queda, tanto a corrente como a projetada pelos investidores para os próximos dois anos (horizonte do BCB), também foram fundamentais para que o risco percebido fosse reduzido. Em junho, a agência de risco S&P elevou ainda a perspectiva de *rating* do Brasil, de neutra para positiva, o que não acontecia desde 2019, contribuindo para uma melhora adicional no cenário doméstico.

No mercado de crédito privado, observamos uma redução significativa no volume de resgates dos fundos de dívida de boa qualidade (grau de investimento) atrelada ao CDI e uma queda marginal nos *spreads* de crédito (o que equivale a alta nos preços dos títulos). Essa tendência reflete a gradual normalização do mercado após os eventos de crédito ocorridos no início do ano. O mercado primário de dívida, embora ainda restrito, tem ofertado títulos de excelentes emissores com taxas acima da média histórica (> CDI+2,00%), para prazos curtos (até 5 anos). O mercado secundário tem operado com volume muito superior à média, demonstrando que possui liquidez em um contexto em que o fluxo é mais vendedor. Por fim, avaliamos que o mercado de debêntures incentivadas, onde os rendimentos são majoritariamente atrelados ao IPCA, está "atrasado" no processo de melhora ligada à queda nos juros, talvez pelos títulos serem detidos em grande parte por PFs, e ainda oferece boas oportunidades. Os prêmios em relação aos títulos públicos atrelados à inflação (NTN-Bs) estão em níveis historicamente elevados (próximos a 2,00%) e com boas perspectivas de queda, o que implicaria em alta nos preços.

**Nossa visão é que os títulos de crédito de qualidade e vinculados ao CDI estão em um bom momento de entrada, desde que bem selecionados, para evitar empresas em situação mais delicada e maior grau de alavancagem. As debêntures incentivadas também estão sendo negociadas em taxas atrativas, apesar de terem sido beneficiadas parcialmente pela queda nos juros futuros. Já os títulos públicos vinculados ao IPCA (NTN-Bs) se favoreceram bastante com a queda nos juros,**

**principalmente os de prazo mais longo, de modo que os níveis de taxa atuais já não oferecem uma relação de risco/retorno tão atraente. Temos cautela maior em relação à parte curta da curva, uma vez que o IPCA dos próximos meses deve vir baixo e o CDI ainda está elevado. Por motivos semelhantes, entendemos que o prêmio de risco nos ativos prefixados foi reduzido consideravelmente, de modo que novas quedas só devem ocorrer se o ambiente local continuar se desenvolvendo positivamente e o cenário externo não atrapalhar.**

## RENDIA VARIÁVEL INTERNACIONAL

Em maio, o principal índice americano (S&P 500) subiu 0,25%. No acumulado do ano, o mesmo índice acumula alta de 11%, resultado que pode ser explicado pela forte alta de 7 ações de grande peso no S&P (Apple, Microsoft, Alphabet, Meta, Nvidia, Tesla e Amazon). As demais ações do índice apresentaram resultados estáveis. No início de junho, o S&P 500 atingiu valorização acumulada superior a 20%, desde o seu nível anterior mais baixo, em outubro de 2022, o que é considerado pelos investidores como *bull market*. Apesar da performance positiva recente, continuamos entendendo que existem riscos significativos que devem ser monitorados e que inspiram cautela. Abaixo detalhamos dois destes riscos, que consideramos os mais relevantes.

**Correção na curva de juros:** O mercado de juros deixou de apostar em cortes nos juros em 2023, mas ainda precifica reduções a partir de janeiro de 2024, o que nos parece muito otimista em um cenário de núcleos inflacionários resilientes. Uma revisão dessas expectativas, em conjunto com o risco de uma crise de liquidez no mercado de *treasuries*, conforme discutido na seção anterior, tem potencial de impactar negativamente o mercado acionário, visto que o preço das ações é estimado pelo desconto dos fluxos de caixa projetados das empresas pela taxa livre de risco acrescida de um prêmio de risco. Portanto, um aumento na taxa livre de risco tem um impacto direto e negativo nas estimativas dos preços das ações.

**Recessão não precificada:** Uma economia global em desaceleração tende a reduzir os lucros das empresas, variável importante para calcular o fluxo de caixa das empresas, que é descontado por uma taxa de juros que inclui um prêmio de risco específico para cada ação. Este último, tende a subir em um cenário macro mais desafiador. Quando olhamos os preços das ações, entendemos que estão sendo negociados em níveis historicamente elevados, visto que seus preços divididos pelo lucro (P/L) para os próximos 12 meses estão sendo avaliados pelo mercado com 1 desvio padrão acima do normal, em um cenário onde o crescimento da China é uma variável incerta e o restante do mundo dá sinais de desaceleração. Sendo assim, entendemos que as previsões de lucros implícitas nos preços das ações não precificam adequadamente a probabilidade de uma recessão.

## RENDA VARIÁVEL BRASIL

O mês de abril já havia sido positivo para as ações brasileiras de consumo doméstico, beneficiadas pela queda nas expectativas para as taxas de juros mais longas. Em maio o movimento se acentuou e as ações mais sensíveis aos níveis de juros se destacaram novamente, entregando retornos muito acima do Ibovespa. Uma série de fatores beneficiou o mercado local, dos quais podemos destacar: (i) a aprovação do arcabouço fiscal na câmara, com alterações tornando o texto mais rígido no controle dos gastos; (ii) números de inflação melhores do que o esperado, colaborando para maior probabilidade de cortes nos juros; (iii) dados sobre a atividade mais fortes do que o previsto, melhorando as expectativas sobre os lucros das empresas; e (iv) os resultados das empresas, referentes ao primeiro trimestre de 2023, vieram melhores (não foram necessariamente bons, mas as expectativas eram muito baixas). Ainda, no início de junho a agência de risco S&P melhorou a perspectiva de *rating* do Brasil, ajudando a reduzir o prêmio de risco exigido pelos investidores.

Entendemos que o mercado acionário local, com destaque para as ações ligadas à economia doméstica, está em um momento de mudanças importantes, tanto em aspectos técnicos como de fundamentos econômicos. Por um lado, os níveis de resgate na indústria de fundos de ações estão caindo gradativamente ao longo dos meses, sendo que o estoque já se encontra em níveis historicamente baixos. Soma-se a esse fator o posicionamento ainda bastante leve dos fundos multimercados em ações locais, de modo que qualquer movimento positivo no fluxo tem grande impacto sobre os preços. Por outro lado, tanto a inflação corrente como as expectativas para os próximos dois anos têm caído de forma firme, situação que deve permitir que o Banco Central comece o ciclo de quedas nos juros, antes do que o mercado esperava anteriormente. Estes dois fatores nos levam a ficar mais otimistas em relação à bolsa local para os próximos meses. Vale ressaltar que mesmo após as altas recentes os preços de muitas ações continuam sendo negociados em níveis interessantes.

Porém, também achamos importante não esquecer dos problemas fiscais e dos riscos externos a que a economia brasileira continua sujeita. Do lado das contas públicas, o governo precisa aumentar a arrecadação para manter de pé o novo arcabouço fiscal, de modo que alguns setores possam ter cargas tributárias majoradas, lançando incertezas sobre a projeção de lucros para as empresas. No setor externo, o crescimento da China para os próximos anos segue sendo uma incógnita, o que reflete em incertezas também para as contas externas do Brasil, visto que o país possui grande dependência da economia chinesa.

**Portanto, apesar de estarmos com uma visão mais construtiva em relação à renda variável doméstica, entendemos que após o *rally* recente a volatilidade deve**

**aumentar nos níveis de preços atuais. Novas notícias positivas no campo interno, no que tange a aspectos econômicos e políticos (reformas) se tornam necessários para que a queda nos prêmios de risco continue, sendo que o cenário externo segue sendo de grande importância para a performance local, talvez o fator dominante. O aumento da volatilidade pode criar pontos de entrada interessantes no mercado acionário, de modo que estamos atentos a eventuais oportunidades.**

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.

