

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
JULHO 2023

INDICADORES

IBOVESPA	DÓLAR COMERCIAL	S&P 500
+ 3,27%	- 1,61%	+ 3,11%

Em julho, os ativos internacionais reagiram bem à maior probabilidade de um "pouso suave" (redução da inflação sem a necessidade de uma recessão severa) na economia norte-americana. O S&P 500, principal índice de ações do país, registrou alta de 3,1%, enquanto o MSCI ACWI (*All Country World Index*), que mede a performance acionária das principais economias do mundo, subiu 3,7%. A temporada de balanços nos EUA contribuiu de forma positiva, com a apresentação de resultados acima das expectativas, enquanto a divulgação de números inflacionários melhores do que o esperado também animou os investidores.

Apesar do mês positivo, entendemos que riscos ainda persistem no mercado americano, com destaque para a possibilidade de contração no crédito, decorrente do aperto monetário. Também é relevante o esgotamento da poupança das famílias, que acumularam grandes volumes de recursos cedidos pelo governo durante a pandemia. Ambos os eventos possuem potencial de reduzir de maneira acentuada o consumo, principal motor da economia do país. Neste contexto, o Banco Central Americano (Fed) encontra-se em uma posição delicada, pois não possui espaço de manobra para um eventual estímulo via redução nos juros, visto que os núcleos inflacionários ainda estão operando próximos do dobro da meta de 2,0%.

No Brasil, o tom otimista prevaleceu, com reflexos positivos nos ativos financeiros. A divulgação de dados de inflação favoráveis e a elevação no *rating* soberano do país (de BB- para BB), realizada pela Fitch, contribuíram para a reação positiva dos ativos de risco. O Ibovespa, principal índice do mercado acionário, registrou um aumento de 3,3% em julho, marcando o quarto mês consecutivo de alta. Contribuindo para a melhoria no ambiente para investimentos, no início de agosto, o Banco Central reduziu a taxa Selic em 0,50%, acima do corte de 0,25% esperado pela maioria do mercado, encerrando um ciclo de aperto monetário que se estendeu por mais de dois anos.

Apesar do cenário mais favorável para a economia local, com indicadores de atividade bons e perspectivas de queda nos juros, o país segue sujeito a desafios significativos. O arcabouço fiscal, pendente de aprovação final na Câmara, não parece ser suficientemente rígido para garantir a estabilização na trajetória da dívida, um fator fundamental para permitir taxas de juros estruturais mais baixos. Em pesquisa do Banco Central (Focus), o mercado estima um déficit primário de 0,8% do PIB em 2024, ou seja, os investidores não acreditam que o governo cumprirá a meta de zerar o déficit no próximo ano. Além disso, a inflação pode surpreender para cima nos próximos meses, devido à aceleração na cotação do petróleo e à defasagem no ajuste dos preços dos combustíveis. Por fim, a desaceleração da economia global, especialmente na China, pode impactar negativamente o Real e a arrecadação do Brasil, em decorrência da redução nas exportações de *commodities*.

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

DESTAQUES DO MÊS

ATIVIDADE

EXTERIOR

O PIB dos EUA subiu 2,4% no 2º trimestre, superando a previsão do mercado de +1,8% e acima do 1º trimestre, quando cresceu 2,0%. As vendas no varejo americano registraram alta de 0,7% em julho, acima dos +0,4% esperados. O PMI de serviços, recuou de 54,4 para 52,4 em julho, evidenciando desaquecimento no setor. No último mês, 187 mil novos empregos foram criados, abaixo da previsão de 200 mil. Com o resultado, a taxa de desemprego caiu de 3,6% para 3,5%.

BRASIL

O IBC-Br, indicador considerado prévia do PIB, subiu 0,6% em junho, após queda de 2,0% em maio. O resultado veio melhor do que o previsto. No acumulado do ano o resultado é de 3,42%, enquanto em 12 meses a alta foi de 3,35%. Em maio, o volume de serviços no Brasil se expandiu 0,9% frente a abril, após ter recuado 1,5% no mês anterior. A taxa de desemprego no trimestre encerrado em junho foi de 8,0%, frente a 8,8% no trimestre imediatamente anterior.

INFLAÇÃO

A inflação nos EUA, medida pelo PCE, subiu 0,2% em junho, superando a expectativa de um recuo de 0,1%. Em 12 meses, o índice avançou 3,0%, um pouco abaixo do previsto de +3,1%. Excluindo os componentes voláteis, o núcleo do PCE apresentou alta de 0,2%, acumulando 4,1% no ano. Do mesmo modo, o índice de preços ao consumidor (CPI) aumentou 0,2% em junho, após alta 0,1% em maio. A taxa anual caiu de 4,0% para 3,0%.

Em julho, o IPCA subiu 0,12%, após desaceleração de 0,08% no mês anterior. O resultado surpreendeu o mercado, que esperava uma alta de 0,07%. No acumulado de 12 meses, a inflação é de 3,99%. Já o IGP-M registrou queda de 0,72% em julho, vindo de um recuo de 1,93% no mês anterior. O IPA-M, que mede os preços no atacado e representa 60% da composição do índice, contraiu 1,05% no período.

POLÍTICA MONETÁRIA

O Comitê de Política Monetária dos EUA confirmou as expectativas do mercado ao elevar a taxa de juros para o intervalo de 5,25% a 5,50%, o nível mais alto em 22 anos. Na reunião anterior, realizada em junho, o Fed havia optado por manter a taxa inalterada. O comunicado após a reunião foi evasivo e deixou o cenário aberto para a próxima reunião.

Em agosto, o Comitê de Política Monetária do Banco Central reduziu a taxa Selic para 13,25%, realizando um corte de 0,50%. Foi a primeira queda em três anos, sendo que a primeira alta foi em março de 2021. A Ata divulgada após a reunião sinaliza novos cortes de mesma intensidade para as próximas reuniões. Após o corte, o mercado prevê a Selic em 11,75% no final do ano.

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

No mês de julho, os mercados de renda fixa apresentaram desempenho positivo. O *US Global Aggregate* (índice que reúne ativos de renda fixa com grau de investimento e prazo de vencimento intermediário) subiu 0,7%, acumulando alta de 2,1% no ano. No segmento de crédito, o mercado de *high yield* (maior risco de crédito) se destacou, com o *Bloomberg US High Yield* registrando +2,0% no mês, totalizando +7,3% em 2023. A boa performance da renda fixa é explicada pela melhora do humor dos investidores, que passaram a precificar nos ativos uma maior probabilidade de um "pouso suave" na economia americana.

Apesar da performance recente positiva, o cenário para a renda fixa americana segue sujeito a uma série de fatores que devem continuar gerando volatilidade. Primeiro, o Fed pode ser obrigado a continuar apertando a política monetária, seguindo o trabalho de convergência da inflação para a meta, sem violar seu duplo mandato, uma vez que a economia está em pleno emprego. Ainda, o mercado de títulos públicos (*treasuries*) deve seguir pressionado pela necessidade de redução do balanço do Fed e de financiamento do Tesouro (ambos os movimentos aumentam a oferta de títulos no mercado e pressionam negativamente seus preços). Por último, a moderação recente da inflação é frágil e pode ser revertida com a alta recente do petróleo e dos componentes relacionados a aluguéis e propriedades. Neste contexto, acreditamos que o Fed deve aguardar uma efetiva convergência dos núcleos inflacionários para, somente então, gradualmente iniciar o ciclo de redução nos juros.

No mercado de crédito privado *high yield*, os níveis de *spreads* ainda estão abaixo da média dos últimos 10 anos, tornando a relação de risco/retorno dessa classe pouco atrativa. Dessa forma, reforçamos nossa cautela em relação a esses títulos, especialmente os de prazos mais longos. A mesma lógica se aplica aos *bonds* (dívida corporativa) de empresas brasileiras, que no exterior são considerados como títulos de alto risco e, portanto, possuem alta correlação com o mercado *high yield*.

Nossa visão em relação a ativos de qualidade e de vencimentos mais longos tornou-se mais construtiva com a proximidade do fim do ciclo de alta nos juros, embora as incertezas sobre a longevidade do aperto monetário continuem causando volatilidade. Interessam-nos ativos que ofereçam rendimentos nominais acima da média histórica, com níveis de risco controlado. Dessa maneira, conseguimos garantir rendimentos reais positivos, em dólar, por um horizonte de tempo mais

longo. Também continuamos gostando de fundos líquidos que invistam em títulos públicos americanos de curto prazo, com prazos de até 6 meses, devido à atual taxa de juros curta elevada.

RENDA FIXA BRASIL

No início de agosto, o Banco Central reduziu a taxa Selic em 0,50%, encerrando um ciclo de aperto monetário que durou mais de dois anos. Apesar da redução já ser esperada pelo mercado, o corte foi mais amplo do que o previsto. No Congresso, após a aprovação de pautas importantes no primeiro semestre, entendemos que a agenda reformista precisa retomar o avanço para que a curva de juros reais e nominais continuem cedendo. O mercado já precifica juros terminais de 9,0% e IPCA de 4,0% para os próximos 12 meses, de modo que a probabilidade de a inflação surpreender negativamente começa a crescer e a superar a chance de números melhores do que esperado. Lembrando que neste ano o *El Niño* deve afetar os preços da *commodities* agrícolas e a cotação do petróleo subiu bastante recentemente.

No mercado de crédito privado, tivemos um mês de excelentes resultados para a indústria. O IDA-DI, que reflete o comportamento de uma carteira de debêntures indexada ao CDI, obteve um resultado de 1,44%, equivalente a 135% do DI. Tal resultado pode ser explicado pelo fechamento dos *spreads* dos emissores de alta qualidade, a contínua melhoria técnica da indústria (redução no fluxo de resgates) e ao fato de que os ajustes nos preços das emissões mais delicadas já ocorreram.

Apesar do movimento de queda recente, ainda enxergamos atratividade nos *spreads* atuais de alguns emissores. Já no mercado de debêntures incentivadas e indexados ao IPCA, acreditamos que os papéis já passaram por uma correção significativa nos preços, após terem sido negociados a taxas bastante elevadas. Dessa forma, a irracionalidade neste mercado parece ter sido corrigida, embora ainda existam boas oportunidades.

Apesar de boa parte do fechamento nos *spreads* de crédito já ter ocorrido, reiteramos a opinião de que continuamos diante de uma boa oportunidade para investir em títulos corporativos locais de boa qualidade. A elevação do *rating* do Brasil pela Fitch também deve auxiliar na melhora na percepção de risco no país, enquanto a redução na Selic deve atrair fluxo para a classe de ativos, além de melhorar o balanço das devedoras (redução do custo da dívida). Em relação aos títulos públicos vinculados ao IPCA (NTN-Bs), entendemos que os ativos de prazo intermediário podem se beneficiar de um cenário onde o Banco Central não aumente mais os juros (o mais provável) e a inflação surpreenda para cima (como costuma

ocorrer), de modo que os juros reais seriam comprimidos, favorecendo as posições aplicadas nestes papéis. A mesma lógica se aplica aos títulos incentivados vinculados à inflação, que ofereçam baixo risco de crédito e prêmios interessantes.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

O mercado acionário internacional apresentou um bom desempenho em julho, tanto nos países centrais, como nos emergentes. O MSCI World Index, que mede o retorno na bolsa de 23 economias desenvolvidas, subiu 3,36% e acumula 13,48% no ano, enquanto o MSCI Emerging Markets obteve alta de 6,23% (8,35% em 2023). A sinalização do fim do ciclo de alta nos juros em várias economias, com destaque para os EUA, reforçada pela queda da inflação, levou o mercado a aumentar as apostas em um “pouso suave” da economia americana. Vale comentar que até meados de maio, a performance da bolsa dos Estados Unidos havia sido impulsionada, principalmente, por 7 grandes empresas de tecnologia. A partir de então, os investidores passaram a aumentar a exposição nas ações de uma maneira mais ampla, demonstrando boas perspectivas para diversos setores da economia.

A queda na inflação global foi fruto da resolução dos problemas na oferta de energia, da normalização das cadeias de produção e da redução nos preços das *commodities*, movimento associado ao enfraquecimento da economia chinesa. O forte aperto monetário parece ainda não afetar de maneira significativa a atividade e os níveis de preços. A econômica americana continua mostrando resiliência, com um mercado de trabalho apertado e setores sensíveis ao ciclo econômico, como veículos e propriedades residenciais, exibindo vigor.

Apesar da queda na inflação ser promissora, a inflação subjacente (núcleos que excluem itens voláteis) ainda permanece consideravelmente acima da meta nos Estados Unidos e na Europa. Em julho, observamos ainda uma alta importante nos preços do petróleo, com o barril do óleo Brent subindo 14,4%, negociando próximo a US\$85, movimento que tem grande relevância sobre os preços de praticamente todos os bens e serviços. Também é relevante a possibilidade, não desprezível, de reaceleração da economia Chinesa, com impactos inflacionários. Apesar dos últimos números da atividade no país asiático terem decepcionado, o país possui mecanismos para reverter esse quadro. Recentemente o governo adotou uma comunicação (sutil, como usual) indicando novos estímulos. A novidade foi a inclusão do setor imobiliário, que possui grande representatividade na economia chinesa e pode movimentar fortemente os preços das *commodities*.

Portanto, apesar do contexto econômico dos principais países desenvolvidos, com destaque para os EUA, mostrar atividade forte e inflação em queda, corroborando a tese de "pouso suave", entendemos que ainda existem riscos inflacionário relevantes. Os juros elevados seguem sem impactar de maneira clara a atividade, mas acreditamos que em algum momento esse movimento ocorrerá. A economia dos países desenvolvidos está acostumada a longos períodos de juros próximos a zero, de modo que juros reais positivos representam uma mudança de dinâmica muito importante. Restrição no crédito, redução no consumo e aumento no desemprego são eventos que ainda não ocorreram, mas que podem se desenvolver de maneira muito rápida, como já aconteceu em crises anteriores. Caso o cenário de queda forte na atividade e inflação resiliente se concretize, o Banco Central americano não terá muito espaço para alívio monetário, o que pode representar uma reversão drástica nas expectativas dos investidores. Diante desses riscos e dos altos *valuations* da bolsa americana, continuamos não achando interessante a relação risco/retorno de investir nessa classe de ativos.

RENTA VARIÁVEL BRASIL

O cenário para a bolsa local continuou melhorando no mês de julho, quando o Ibovespa subiu 3,27%, acumulando um ganho de 11,13% no ano. A melhora no sentimento foi respaldada por dados positivos sobre a atividade, o emprego e a inflação. A economia parece crescer de forma ordenada, com níveis de emprego elevados e sem riscos iminentes de recessão. Quanto à inflação, os dados têm surpreendido para baixo, embora medidas governamentais, como a postergação do ajuste nos preços da gasolina, tenham influenciado o resultado. Nesse contexto, os investidores sentiram mais confiança em aumentar a exposição a ações locais, o que já foi notado na indústria de fundos de ações, com a redução nos pedidos de resgate e menor utilização de caixa por parte dos gestores.

Olhando adiante, percebemos que há agora uma base mais sólida para os atuais níveis de preços das ações. Conforme o ciclo de corte de juros continua e a taxa Selic é reduzida, o fluxo para ativos de risco deve se intensificar, favorecendo o mercado acionário. Porém, alguns riscos merecem acompanhamento, dos quais destacamos:

1. Inflação: Apesar da trajetória declinante da inflação, o mercado já precificou níveis futuros consideravelmente baixos para os padrões brasileiros, com pouca margem para novas quedas. Além disso, os preços das *commodities* começam agora a partir de patamares mais baixos, sendo que a cotação do petróleo já está em ascensão e o retorno do *El Niño* pode resultar em safras de baixa qualidade, afetando os preços. Por fim, o histórico no Brasil aponta para preços de serviços resilientes e alta inércia inflacionária.

2. Reforma tributária: O governo precisa de cerca de R\$80 bilhões adicionais ao que já foi anunciado para zerar o déficit primário em 2024, sendo que a taxação da JCP é uma das medidas em discussão dentro da reforma tributária que pode ser implementada para aumentar a arrecadação. Os setores de bebidas, telecomunicações e bancos seriam os mais impactados.

3. Cenário externo: Ainda não está claro o nível de juros terminais e o período necessário para mantê-los em um patamar restritivo para controlar a inflação. Taxas mais altas nos EUA também implicam na necessidade de juros mais elevados no Brasil, dada a necessidade de um prêmio para investir em economias emergentes.

Resumindo, compreendemos que o mercado de ações domésticas apresenta atualmente uma combinação de fatores que favorece um aumento na exposição a essa classe de ativos, mas também traz pontos significativos de atenção. Por um lado, a redução nos juros, com reflexos nos custos de oportunidade para investir na bolsa, na taxa de desconto e no balanço das empresas, ainda não foi completamente refletida nos preços dos ativos, o que abre espaço para mais valorizações. Por outro lado, há uma inclinação na direção de uma maior probabilidade de a inflação surpreender para cima do que para baixo, o que resultaria em um espaço menor para cortes adicionais nos juros do que o que está precificado, limitando o potencial de alta na bolsa. Nesse contexto, a adoção de cautela e parcimônia na construção de uma carteira de ações locais é fundamental. Acreditamos que os fundos de ações gerenciados por equipes de qualidade que acompanhamos sejam as melhores opções para investir nesses ativos.

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.

