

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
AGOSTO 2023

PANORAMA



Em agosto, os dados econômicos nos EUA apontaram direções mistas. As vendas no varejo aumentaram 0,6%, superando as expectativas de 0,1%. Por outro lado, a taxa de desemprego subiu para 3,8%, enquanto o número de vagas em aberto diminuiu. Quanto ao CPI (índice de preços ao consumidor), houve um aumento de 0,6%, em linha com as previsões, embora o núcleo tenha registrado um crescimento de 0,3%, superior ao estimado de 0,2%. Os números de emprego sugerem uma desaceleração gradual da economia, embora os índices de inflação subjacente, que excluem itens voláteis, permaneçam elevados, o que impede a precificação de cortes de juros mais agressivos na curva. O Tesouro americano tem ainda ofertado uma quantidade muito superior ao usual de títulos no mercado, para recomposição de caixa e financiamento da dívida do país. Nesse contexto, a taxa dos títulos públicos de 10 anos registrou um forte aumento, encerrando o mês em 4,11%, o que teve um impacto negativo nas bolsas de valores em todo o mundo. Em resumo, o cenário para os ativos de risco globais continua incerto e sujeito a volatilidade.

No Brasil, o índice Ibovespa também não escapou do movimento de aversão ao risco, encerrando o mês com uma queda de 5,1%, embora o movimento tenha sido menor do que o observado em outros mercados emergentes. O MSCI Emerging Markets registrou um recuo de 6,4%, indicando que o desempenho do mercado local esteve mais relacionado a fatores externos do que internos. O risco fiscal continua no radar dos investidores, embora a reafirmação do compromisso do Governo com a meta de déficit zero para 2024 tenha sido vista como uma sinalização positiva. O mercado não espera que a meta seja cumprida, mas, por enquanto, parece dar o benefício da dúvida ao Governo, no sentido de não esperar surpresas muito negativas. Enquanto isso, o Ministro Haddad segue em busca de receitas extras por meio de medidas como a taxação de fundos exclusivos e estruturas offshore, que são de difícil aprovação no Congresso.

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

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

Os mercados de renda fixa nos Estados Unidos enfrentaram desafios consideráveis durante o mês de agosto, refletindo um ambiente em que ativos de maior risco também tiveram desempenho negativo. O índice *US Global Aggregate*, que engloba ativos de renda fixa com grau de investimento e prazos de vencimento intermediários, registrou uma queda de 1,4%, reduzindo os ganhos acumulados no ano para 0,7%. No segmento de crédito, o mercado de títulos de alto rendimento (*high yield*) encerrou o mês com um ligeiro aumento devido à redução marginal dos *spreads* de crédito, com o índice *Bloomberg US High Yield* registrando um ganho de 0,3% no mês e acumulando um ganho de 7,1% em 2023.

O cenário para o mercado de renda fixa nos Estados Unidos permanece sujeito a forças conflitantes que provavelmente continuarão gerando volatilidade. Por um lado, o Banco Central americano (Fed) pode se ver compelido a continuar apertando sua política monetária, buscando a convergência da inflação para sua meta, sem desrespeitar seu duplo mandato, especialmente considerando o pleno emprego da economia. Além disso, o mercado de títulos públicos continuará sob pressão, devido à necessidade de redução do balanço do Fed e às necessidades de financiamento do Tesouro. Por outro lado, a recente moderação da inflação é frágil e pode ser revertida, especialmente com a recente alta nos preços do petróleo e o aumento da demanda chinesa.

No mercado de títulos *high yield*, embora o desempenho tenha sido positivo ao longo do ano, os níveis de *spreads* estão atualmente abaixo da média dos últimos 10 anos, tornando a relação risco/retorno dessa classe de ativos menos atrativa. Nesse sentido, acreditamos que a cautela é recomendada em relação a esses títulos, especialmente aqueles com prazos mais longos. Essa mesma lógica se aplica aos *bonds* corporativos de empresas brasileiras, que no exterior são considerados títulos de alto risco e, portanto, têm uma alta correlação com o mercado *high yield*.

No mercado de juros reais, entendemos que os níveis de taxas oferecidos pelas *treasuries* americanas de curto prazo e indexadas à inflação (TIPs) estão atrativos. Esses ativos com duração abaixo de 5 anos negociam hoje em patamares próximos a 3%, níveis há muito tempo não observados. Nossa tese é que o mercado está excessivamente otimista em relação à convergência nos preços, de modo que as TIPs oferecem proteção contra surpresas inflacionárias e também podem se beneficiar de um eventual movimento de queda nos juros. Com relação a títulos corporativos de alta qualidade e prazos intermediários, mantemos uma visão

positiva, embora as incertezas sobre a duração do aperto monetário devam continuar gerando volatilidade. O *timing* ideal para atingir a meta de alocação nessa classe de ativos é difícil de determinar, portanto, buscamos fazê-lo gradualmente. Quanto ao caixa, continuamos favoráveis a fundos líquidos que investem em títulos públicos americanos de curto prazo, devido às atuais taxas de juros curtas elevadas.

RENDA FIXA BRASIL

No início de agosto, o Comitê de Política Monetária (Copom) iniciou o ciclo de cortes na taxa básica de juros, promovendo uma redução de 0,5 pontos percentuais e levando a taxa Selic para 13,25% ao ano. Consideramos que o corte inicial adotado pelo BCB não foi exagerado, dado os níveis de juros reais elevados atualmente. Também achamos que a comunicação utilizada pela autoridade monetária e a sinalização para novos cortes de igual magnitude foram acertadas, tornando o movimento mais previsível e contendo exageros nas expectativas. Além disso, o discurso adotado direcionou a discussão para o nível da taxa de juros terminal, ao invés da velocidade do processo. A previsibilidade na condução da política monetária é fundamental para o controle de expectativas e para a redução da volatilidade nos mercados.

No mercado de crédito privado, observamos mais um mês de excelentes resultados para a indústria. O Índice de Debêntures (IDA-DI), que reflete o desempenho de uma carteira de debêntures indexadas ao CDI, registrou um retorno de 1,90%, equivalente a 168% do DI. Esse resultado pode ser explicado pelo estreitamento dos *spreads* dos emissores de alta qualidade e pelo retorno de captação positiva na indústria de fundos de investimento que adquirem esses ativos. Acreditamos que ainda há espaço para melhorias nos *spreads* dos emissores com notas de crédito ligeiramente inferiores, uma vez que a diferença entre as taxas está acima da média histórica, entre os títulos classificados com *rating* AAA, AA ou A. No segmento de debêntures incentivadas e com risco de mercado em juros reais, acreditamos que os títulos já passaram por uma correção significativa nos preços, tornando-os menos atrativos e com menor probabilidade de gerar ganhos superiores à taxa DI nos próximos meses. No entanto, fazemos uma ressalva em relação a alguns fundos ou ativos incentivados, nos quais o benefício fiscal relacionado ao carregamento do spread de crédito pode torná-los mais atrativos.

Apesar de grande parte do estreitamento nos *spreads* de crédito já ter ocorrido, reforçamos nossa opinião de que ainda estamos diante de uma oportunidade interessante para investir em títulos corporativos locais de boa qualidade, classificados como AA ou A. No que diz respeito aos títulos públicos indexados ao IPCA (NTN-Bs), acreditamos que os ativos de prazo intermediário possam se

beneficiar de um cenário no qual o Banco Central não eleve mais as taxas de juros (o cenário mais provável) e a inflação surpreenda positivamente, o que comprimiria os juros reais e favoreceria as posições nesses papéis. No entanto, não acreditamos que haja um excedente significativo nessa área, sendo mais interessante buscar exposição em títulos incentivados indexados à inflação, que ofereçam baixo risco de crédito e spreads atraentes, proporcionando ainda a isenção fiscal no carregamento desses títulos.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

O cenário internacional para a bolsa foi desafiador em agosto, com quedas nos principais índices acionários. O *MSCI ACWI*, que cobre o mercado em nível global, recuou 3,0%, enquanto o *Nasdaq 100* e o *S&P 500* recuaram 1,6% e 1,8%, respectivamente. Essa redução de risco foi impulsionada principalmente pela alta nos juros longos americanos, elevando o custo de oportunidade para se investir na bolsa e majorando a taxa utilizada para desconto do fluxo de caixa das empresas. Contribuindo para o sentimento negativo, houve ainda a divulgação de dados mais fracos do que o esperado na China. Em face dessas incertezas, os investidores direcionaram sua liquidez para títulos do Tesouro dos EUA de curto prazo, em detrimento dos investimentos em ativos de risco, como as ações.

Em nossa visão os juros americanos devem seguir em patamares elevados por um período maior do que o mercado estima hoje. Nossa tese se baseia na resiliência demonstrada pela economia dos EUA e nos núcleos inflacionários ainda distantes da meta do Fed, apesar de estarem gradualmente cedendo. Diante desses fatores, acreditamos que o Fed será obrigado a manter os juros nos patamares atuais (ou próximos a eles) por um período prolongado, com o objetivo de manter as expectativas inflacionárias ancoradas. Juros elevados por mais tempo têm implicações negativas para o desempenho das ações, que estão sendo negociadas, em média, a níveis historicamente elevados, com prêmios de risco baixos. Por fim, esperamos também que os juros significativamente altos das *treasuries* atraiam cada vez mais investidores, levando a uma migração da bolsa para a renda fixa. Portanto, continuamos achando a relação risco/retorno dessa classe de ativos pouco atrativa, quando comparada à renda fixa.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

Após uma sequência positiva de quatro meses consecutivos, o Ibovespa cedeu 5,09% em agosto. O movimento foi disseminado entre os mercados emergentes, conforme capturado pelo *MSCI Emerging Markets Index* (-6,16%). Ou seja, o resultado do Ibovespa foi ruim, mas em menor grau quando comparado aos seus pares. A correção

no mercado local pode ser explicada por alguns fatores, como: (i) a realização de lucro após as fortes altas recentes, (ii) o aumento da taxa de juros longa americana (prêmio de risco majorado), (iii) preocupações em relação a economia Chinesa, e (iv) receios sobre os impactos da reforma tributária nos lucros das empresas, dada a necessidade do governo em buscar receitas para atingir a meta de déficit zero em 2024.

Apesar do movimento de correção, continuamos mais construtivos em relação à bolsa local. Acreditamos que os novos dados de inflação respaldam a continuidade da redução das taxas de juros pelo Banco Central a um ritmo de 0,50 pontos percentuais por reunião, considerando que a economia continua demonstrando resiliência e não apresenta sinais de recessão iminente. Além disso, os últimos balanços das empresas vieram em conformidade com as expectativas, o que reforça nossa perspectiva positiva. No âmbito técnico, os fundos de ações continuam representando uma porcentagem historicamente pequena em relação ao total do estoque da indústria de fundos, indicando um posicionamento leve dos investidores institucionais. Os estrangeiros também mantêm uma posição reduzida no Brasil e retiraram um volume significativo em agosto, tornando uma reversão desse fluxo, mesmo que parcial, benéfica para a classe.

Portanto, para frente entendemos que o ambiente continua positivo, na margem, para as empresas locais de qualidade. À medida que o ciclo de corte nos juros avançar, a atratividade da bolsa frente ao CDI tende a melhorar. Do lado dos riscos, continuamos monitorando os dados de inflação, frente ao recente aumento nos preços do petróleo, o avanço da reforma tributária e seus possíveis impactos sobre as empresas listadas na bolsa, bem como o cenário externo. Qualquer movimento mais abrupto nos juros de longo prazo americanos resultaria em maior demanda por prêmio nos mercados emergentes, como o Brasil. Nesse contexto, embora mantenhamos uma visão mais otimista, continuamos recomendando prudência e uma abordagem gradual na construção de posições em renda variável no Brasil.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

EXTERIOR

ÚLTIMO EXPECTATIVA ANTERIOR VAR. NO MÊS

Atividade

Indústria nos EUA - ISM (>50 representa expansão)	47,6 (ago)	47,0	46,4	1,2
Serviços nos EUA - ISM (>50 representa expansão)	54,5 (ago)	52,5	52,7	1,8
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	3,8 (ago)	3,5	3,5	0,3 p.p
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	4,3 (ago)	4,4	4,4	- 0,1 p.p
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	8,8 (jul)	9,5	9,1	- 0,3 p.p

Inflação

Inflação nos EUA - CPI (%ano/ano)	3,7 (ago)	3,6	3,2	0,5 p.p
Núcleo da Inflação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	4,3 (ago)	4,3	4,7	0,4 p.p
Inflação nos EUA - PCE (%ano/ano)	3,3 (jul)	3,3	3,0	0,3 p.p
Núcleo da Inflação nos EUA - Core PCE (% ano/ano)	4,2 (jul)	4,2	4,1	0,1 p.p

BRASIL

ÚLTIMO EXPECTATIVA ANTERIOR VAR. NO MÊS

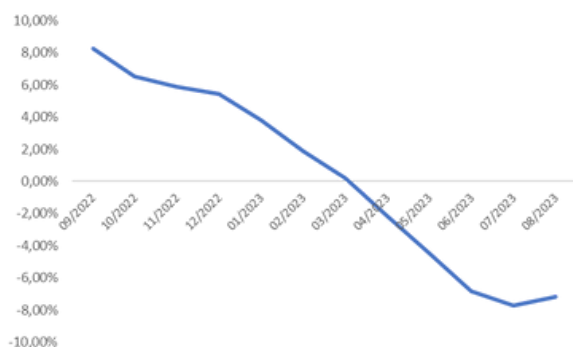
Atividade

Indústria - PIM (% ano/ano)	- 1,1 (jul)	- 0,5	0,2	- 1,3 p.p
Serviços - PMS (% ano/ano)	3,5 (jul)	-	4,0	0,5 p.p
Varejo - PMC (% ano/ano)	2,4 (jul)	1,8	1,4	1,0 p.p
IBC-Br - Proxy do PIB (% mês/mês)	0,6 (jun)	0,6	2,1	2,7 p.p
Taxa de Desemprego - PNAD-C (%)	7,9 (jul)	7,9	8,0	- 0,1 p.p

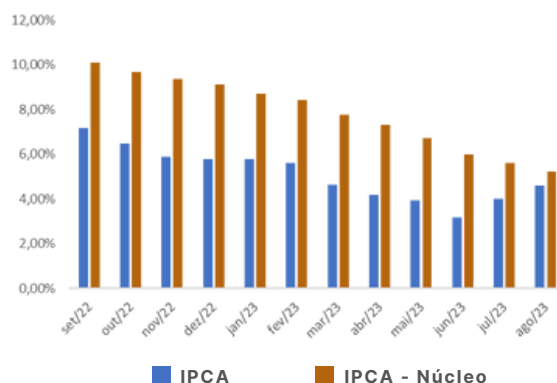
Inflação

IPCA (% ano/ano)	4,6 (ago)	4,7	4,0	0,6 p.p
IPCA- Núcleo (% ano/ano)	5,2 (ago)	-	5,6	- 0,4 p.p
IGP-M (% ano/ano)	- 7,2 (ago)	- 7,2	- 7,7	- 0,5 p.p

IGP-M (12 MESES)



IPCA (12 MESES)



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.

