

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
SETEMBRO 2023

PANORAMA

Em setembro, o Banco Central americano (Fed) manteve a taxa básica de juros dos EUA (FFR) inalterada entre 5,25-5,50% a.a., conforme amplamente esperado. No entanto, causou volatilidade nos mercados a revisão da autarquia nas projeções para a atividade e os juros, com destaque para: (i) o forte aumento na estimativa de crescimento do PIB em 2023, de 1,0% para 2,1%; (ii) a expectativa expressa pela maioria do colegiado por uma nova alta nos juros nesse ano; e (iii) a redução no número de cortes previstos para 2024, de 4 cortes de 0,25 p.p. para apenas 2 cortes, implicando em um juros ao redor de 5,1% no final do ano que vem. As revisões feitas pelo Fed foram motivadas tanto pela resiliência da atividade no país, como pela manutenção de riscos inflacionários relevantes, potencializados com a alta recente do petróleo. Ato contínuo, os juros longos americanos, principal referência para os preços de praticamente todos os ativos, nos EUA e no mundo, subiram fortemente, com efeitos negativos sobre as bolsas e os títulos de renda fixa. Por fim, o dólar obteve apreciação relevante contra as principais moedas dos países desenvolvidos.

No Brasil, o Ibovespa encerrou o mês com alta de 0,7%, desempenho melhor que os demais emergentes. Contudo, a mudança nas expectativas para os juros americanos também resultou em alta relevante nas taxas locais, uma vez que juros mais altos nos EUA limitam a queda da taxa Selic. O Banco Central do Brasil (BCB) reduziu a taxa de referência em 0,50 p.p. e contratou um novo corte da mesma magnitude para a próxima decisão. Na ata da reunião, o BCB demonstrou maior preocupação com o ambiente externo e reforçou a importância do cumprimento do arcabouço fiscal na ancoragem das expectativas. O PIB do 2º tri surpreendeu positivamente, dessa vez na parte não-agro, com destaque para o setor de serviços, enquanto o consumo se mostrou resiliente. No entanto, dados sugerem que a atividade está se acomodando de forma gradual. Embora o desemprego permaneça próximo das mínimas, observa-se desaceleração no consumo de bens e no crédito pessoal, setores mais sensíveis aos juros, enquanto o crescimento da renda mostra sinais de estabilização.

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

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

Em setembro, os mercados de renda fixa nos Estados Unidos enfrentaram desafios significativos, em função do aumento nos juros longos do país. Destacamos a alta nas taxas dos títulos públicos (*treasuries*) com vencimento em 10 anos, que subiu 0,46 p.p., atingindo 4,57% ao ano. A taxa do *treasuries* de 2 anos aumentou 18 p.p., resultando em uma elevação relevante no diferencial de taxas entre os dois títulos, o que torna o ativo curto mais atrativo frente ao longo. A deterioração das perspectivas fiscais para os EUA também contribuiu para o estresse nas curvas de juros, o que levou à queda firme nos preços dos diversos ativos de renda fixa, em diversas geografias.

O índice US Global Aggregate, que abrange ativos de renda fixa com grau de investimento e prazos de vencimento intermediários, registrou uma queda de 2,9%, revertendo os ganhos obtidos até então em uma perda acumulada de 2,2% no ano. O segmento de títulos de alto rendimento (*high yield*) também sofreu forte oscilação, devido ao aumento na percepção de risco de crédito. O índice Bloomberg US High Yield apresentou uma queda de 1,6% no mês, embora ainda acumule ganhos de 5,00% ao longo de 2023.

Embora o mercado de títulos *high yield* tenha apresentado um desempenho global positivo ao longo do ano, nota-se que os níveis de *spreads* estão atualmente abaixo da média dos últimos 10 anos, a despeito dos riscos ainda presentes no cenário atual, o que torna a relação risco/retorno dessa classe de ativos menos atrativa. Diante desse cenário, aconselhamos uma abordagem cautelosa em relação a esses títulos, especialmente aqueles com prazos mais longos. Essa mesma lógica se aplica aos *bonds* corporativos de empresas brasileiras, que são considerados títulos de alto risco no exterior e, portanto, estão fortemente correlacionados com o mercado *high yield*.

Continuamos entendendo ser vantajoso manter alocações em ativos curtos e livres de risco, como os *treasuries* de 1-3 meses, que oferecem rendimentos acima de 5,0% a.a. No mercado de juros reais, entendemos que taxas acima de 3% para as TIPs (*treasuries* indexados à inflação) de até 5 anos são atrativas, protegendo os portfólios de riscos inflacionários e atenuando os efeitos negativos de novas altas nos juros. Por fim, diante da dificuldade em determinar o *timing* ideal para a entrada nos títulos mais longos, preferimos alongar as carteiras de forma gradual, a fim de minimizar impactos adversos e aproveitar possíveis oportunidades que a alta volatilidade nos mercados de renda fixa tem proporcionado.

RENDA FIXA BRASIL

No final de setembro o Copom anunciou uma redução de 0,50 p.p. na taxa Selic, conforme já era esperado. Além disso, indicou a possibilidade de um novo corte de mesma magnitude na próxima decisão, programada para novembro. O comunicado desapontou parte do mercado que esperava uma indicação de aceleração no ritmo de cortes para 0,75 p.p. Na ata da reunião, o Copom demonstrou maior preocupação com o ambiente externo, que se tornou ainda mais incerto nas últimas semanas. Além disso, enfatizou a importância de cumprir o arcabouço fiscal e atingir as metas estabelecidas para ancorar as expectativas dos agentes. Vale mencionar que os países onde houveram cortes de juros muito agressivos, como o Chile, acabaram sofrendo desvalorização relevante em suas moedas, com impactos sobre a inflação.

Com o estresse no mercado americano, os juros locais subiram fortemente ao longo de todos os vencimentos. No mercado de crédito privado, continuamos identificando resultados sólidos 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 1,33%, equivalente a 137% do DI. Destacamos a resiliência do mercado diante de eventos de crédito envolvendo emissores como Unigel, Sequoia e Credz. Apesar da desvalorização destes ativos específicos, até o momento esses eventos não afetaram outras operações de forma significativa. Embora continuemos monitorando de perto esses casos, acreditamos que os impactos serão mitigados dentro de cada operação.

Após cinco meses de resultados positivos, consideramos que os *spreads* médios no mercado de crédito, agora em DI+2,30%, estejam mais adequados ao risco de crédito atual da indústria. Para frente, esperamos que os retornos desta classe de ativos continuem positivos, dados os níveis de taxa elevados (carrego) destes títulos. Nos ativos incentivados, o volume de novas emissões, embora forte, nos parece insuficiente para a demanda elevada dos investidores, o que pode levar a quedas adicionais nos *spreads*, com consequente alta nos preços. Esses ativos podem ainda ganhar mais espaço como forma de planejamento patrimonial, diante da possibilidade de taxaço via come-cotas de fundos fechados.

Já para os títulos prefixados, entendemos que hoje existe uma menor probabilidade de aceleração nos cortes dos juros, dada a piora no cenário externo. Além disso, no ambiente interno o fiscal segue sendo fonte de incertezas. Com as eleições municipais no ano que vem, o Congresso e setores do Governo podem querer forçar a revisão da meta de superávit fiscal de 2024, para acomodar maiores gastos, o que teria impactos negativos relevantes sobre as expectativas inflacionárias, resultando em aumento nas curvas de juros futuros e perdas nos papéis prefixados.

Por fim, entendemos que os títulos públicos indexados ao IPCA (NTN-Bs) e com prazos intermediários podem se beneficiar do nosso cenário base, onde o Banco Central não aumente mais as taxas de juros e a inflação surpreenda para cima. Nesse cenário, os juros reais seriam comprimidos, favorecendo as posições nestes papéis. No entanto, achamos mais interessante buscar exposição em juros reais através de títulos privados incentivados e com baixo risco de crédito, que hoje oferecem *spreads* em níveis atrativos, com o benefício adicional da isenção fiscal.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

O cenário externo seguiu desafiador para a bolsa internacional, que sofreu em setembro uma correção ainda mais intensa do que em agosto. O MSCI ACWI, que cobre o mercado em nível global, recuou 4,5%, enquanto o Nasdaq 100 e o S&P 500 recuaram 5,8% e 4,9%, respectivamente. O novo movimento de aversão ao risco foi impulsionado, principalmente, pela continuidade da alta nos juros longos americanos, elevando o custo de oportunidade de se investir na bolsa e majorando a taxa utilizada para desconto do fluxo de caixa das empresas. A forte alta nos juros longos ocorreu após a comunicação mais dura do Fed, diante da resiliência da economia americana frente ao esforço de aperto monetário já implementado. Incertezas sobre o preço do petróleo, agora potencializadas com a guerra no Oriente Médio, tornam o trabalho do Fed ainda mais complicado.

Mantemos a nossa visão de que os juros americanos devem seguir em patamares elevados por um período prolongado, de modo que a alta recente nas taxas longas ocorreu em linha com nossos receios expressos nas últimas cartas. Hoje, as taxas parecem estar mais adequadas ao ambiente de grande incerteza sobre a convergência da inflação para a meta, porém ainda achamos cedo para desconsiderar a possibilidade de novos ajustes. Apesar da bolsa americana ter sofrido nos últimos dois meses uma correção relevante, os prêmios de risco das ações negociadas ainda não nos parecem altos o suficiente para justificar os níveis de preços atuais, em um cenário de juros elevados (curtos e longos) e sem clareza sobre o início dos cortes nas taxas.

Com a perspectiva de juros altos por um longo período, as *treasuries* se tornam uma opção cada vez mais competitiva em relação à bolsa, em um cenário de taxas pressionadas, em que Tesouro precisa ofertar grandes quantidades de títulos para financiar o enorme déficit público do país, e o Fed continua reduzindo o seu balanço, sugando liquidez. Portanto, entendemos que o cenário segue sendo nebuloso para a bolsa internacional, recomendando cautela e parcimônia nas alocações.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

Em setembro, o Ibovespa se recuperou da forte correção negativa em agosto e fechou o mês com alta de 0,70%. O índice se beneficiou da alta nas ações da Petrobras, impulsionadas pelo *rally* nos preços do petróleo (a cotação do Brent subiu 9,7% no mês). Com isso, o Ibovespa obteve novamente uma performance melhor que os seus pares emergentes (o MSCI Emerging Markets Index cedeu 2,8%). Por outro lado, o SMAL11, que mede a performance de empresas de menor capitalização e mais ligadas a economia local, caiu 2,5%, devolvendo boa parte dos ganhos obtidos ao longo do ano, demonstrando que os impactos da alta dos juros longos americanos nos EUA e, por consequência, no Brasil, tiveram efeitos internos relevantes.

Na análise micro, entendemos que os *valuations* das empresas mais ligadas à economia doméstica voltaram para níveis bastante interessantes. Por outro lado, os efeitos da reprecificação dos juros americanos, implicando em redução no diferencial em relação às taxas locais, levaram a uma piora na relação de risco/retorno para a classe de ativos. Ou seja, embora as ações pareçam hoje mais baratas, os níveis de preços podem continuar nesse patamar por algum tempo, caso o cenário externo não melhore, ou a situação fiscal do Brasil se deteriore. No lado técnico, vale comentar que em setembro a indústria de fundos teve fluxo negativo de apenas R\$49 milhões, segundo dados da Anbima, refletindo uma redução nos resgates, embora as aplicações ainda não tenham voltado de forma significativa.

Portanto, para frente entendemos que o ambiente continua positivo, na margem, para as empresas locais de qualidade. Vislumbramos que a sustentação dos preços das ações nos níveis atuais tende a se fortalecer, na medida em que o ciclo de corte nos juros avançar. Do lado dos riscos, continuamos monitorando os dados de inflação, frente ao recente aumento nos preços do petróleo, que pode se intensificar com o conflito no Oriente Médio. Também seguimos atentos ao avanço da reforma tributária e seus possíveis impactos sobre as empresas listadas na bolsa, bem como os desdobramentos da política monetária americana. Conforme antecipamos na última carta, qualquer movimento mais abrupto nos juros longos americanos poderia resultar em uma maior demanda por prêmio e no consequente ajuste negativo nos diversos ativos financeiros. Nesse contexto, 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 pts representa expansão)	49,0 (set)	47,7	47,6	1,4
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	53,6 (set)	53,6	54,5	- 0,9
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	3,8 (set)	3,7	3,8	0,0 p.p
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	4,2 (set)	4,3	4,3	- 0,1 p.p
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	9,6 (ago)	8,8	8,9	0,7

Inflação

Inflação nos EUA - CPI (% ano/ano)	3,7 (set)	3,6	3,7	0,0 p.p
Núcleo da Inflação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	4,1 (set)	4,1	4,3	- 0,2 p.p
Inflação nos EUA - PCE (% ano/ano)	3,5 (ago)	3,5	3,4	0,1 p.p
Núcleo da Inflação nos EUA - Core PCE (% ano/ano)	3,9 (ago)	3,9	4,3	- 0,4 p.p

BRASIL

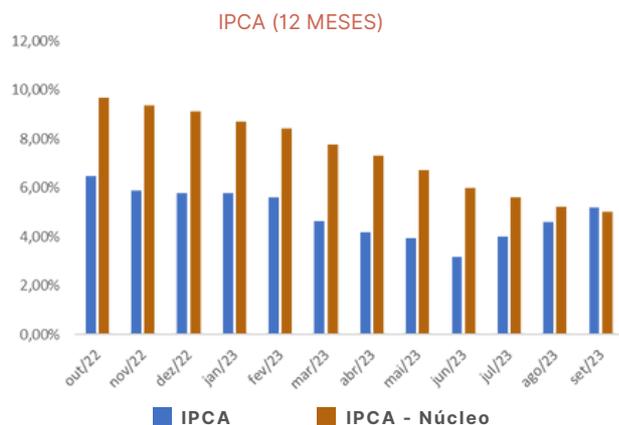
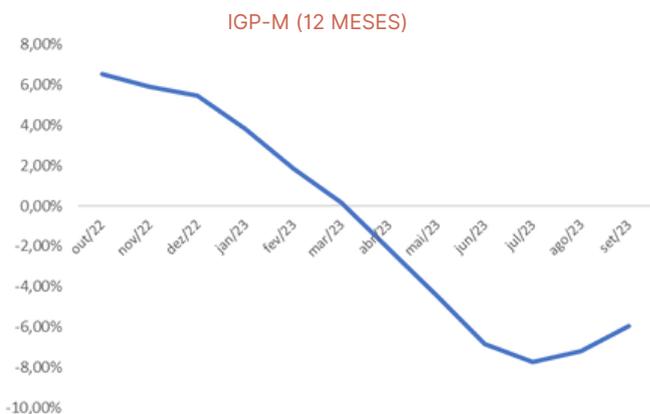
ÚLTIMO EXPECTATIVA ANTERIOR VAR. NO MÊS

Atividade

Indústria - PIM (% ano/ano)	0,5 (ago)	0,8	- 1,1	1,6 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)	0,4 (jul)	0,3	0,6	- 0,2 p.p
Taxa de Desemprego - PNAD-C (%)	7,8 (ago)	7,8	7,9	- 0,1 p.p

Inflação

IPCA (% ano/ano)	5,2 (set)	5,3	4,6	0,6 p.p
IPCA - Núcleo (% ano/ano)	5,0 (set)	-	5,2	- 0,2 p.p
IGP-M (% ano/ano)	- 6,0 (set)	- 5,9	- 7,2	1,2 p.p



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 11 2050 8686

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.

