

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
NOVEMBRO 2023

PANORAMA



Em novembro, o mercado embarcou em um cenário oposto ao observado nos últimos três meses. Após uma série de sinalizações favoráveis da economia americana, o pessimismo cedeu espaço para a busca por ativos de risco. Como resultado, observou-se uma queda generalizada nas taxas de juros, beneficiando classes de ativos mais arriscadas. O MSCI World Index, que mede a performance nas bolsas das principais economias desenvolvidas, subiu 9,1% no mês. O sentimento positivo foi reforçado quando Christopher Waller, dirigente do Banco Central americano (Fed), conhecido por seus posicionamentos mais firmes, sugeriu que leituras continuamente benignas da inflação poderiam antecipar cortes nos juros. Para frente, o Fed enfrenta um desafio complexo ao tentar equilibrar sua comunicação, evitando tanto um otimismo excessivo, que poderia reintroduzir pressões inflacionárias, quanto uma postura muito rígida, para não pressionar os juros e prejudicar seu mandato de pleno emprego.

No Brasil, os mercados seguiram a onda de otimismo, resultando em um aumento de 12,54% no Ibovespa, superando outros emergentes, como indicado pelo MSCI Emerging Markets, que registrou uma variação de 7,81%. Quanto à política monetária, a expectativa é de que o Banco Central do Brasil (BCB) continue reduzindo a taxa Selic a um ritmo de 50 p.p., pelo menos nas próximas duas reuniões, conforme foi sinalizado. Apesar do ambiente externo incerto, o cenário doméstico apresenta sinais positivos, com métricas de inflação favoráveis, reancoragem das expectativas e um mercado de trabalho resiliente. No aspecto fiscal, importantes projetos da Fazenda, com impacto na arrecadação de 2024, foram aprovados no Congresso. Com o recesso de final de ano, espera-se uma redução da volatilidade em torno desse tema. Contudo, persistem as preocupações sobre o cumprimento do arcabouço fiscal e a possibilidade de restrição no contingenciamento de despesas, o que deve gerar ruído no mercado ao longo dos próximos meses.

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

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

O mês de novembro representou uma reviravolta nos mercados globais após três meses consecutivos de declínios. O movimento mais notável foi observado nas taxas de rendimento dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos, que experimentaram uma queda acentuada. Os rendimentos dos títulos de 10 e 30 anos encerraram o mês com uma redução de mais de 60 pontos-base, refletindo a desaceleração da inflação e um discurso mais flexível dos dirigentes do Fed sobre a política monetária.

O índice US Global Aggregate, que engloba ativos de renda fixa com grau de investimento e prazos de vencimento intermediários, subiu 5,0%, revertendo os prejuízos dos últimos meses e apresentando um resultado de 1,5% ao longo do ano. Já o índice Bloomberg US High Yield também avançou, registrando uma valorização de 5,4% no mês, acumulando um ganho de 9,6% em 2023. Diante do cenário de aperto monetário por um período ainda incerto, reforçamos nossa recomendação de evitar alocações em títulos com risco de crédito mais elevado, especialmente aqueles com prazos mais longos. Essa mesma lógica se aplica aos *bonds* corporativos de empresas brasileiras, considerados títulos de alto risco no exterior e, portanto, fortemente correlacionados com o mercado *high yield*.

Uma taxa de juros livre de risco, como a oferecida pelo Tesouro dos EUA de 1 mês, com um rendimento anual de 5,4%, significa que o governo dos EUA está oferecendo uma recompensa relevante para investimentos mais seguros e de curto prazo, em oposição a alternativas mais voláteis, como as ações ou títulos de crédito privado com prazos mais longos. Esse cenário ganha relevância, diante da incerteza atual que ainda permeia a economia global, mesmo considerando o sentimento mais positivo do mercado no último mês e o aumento da probabilidade de um "pouso suave" (*soft landing*) na economia americana. A inflação apresentou leituras mais favoráveis recentemente, no entanto, permanece distante da meta estabelecida pelo Fed, colocando a autoridade monetária em uma posição delicada, onde não pode adotar uma postura excessivamente complacente em relação ao aperto monetário.

Entendemos que a maneira como temos conduzido a gestão dos portfólios de renda fixa internacional tem se mostrado eficiente para um cenário onde se discute uma mudança estrutural nas taxas de juros neutras das economias desenvolvidas, com efeitos ainda incertos sobre os diferentes ativos financeiros. Nesse sentido, continuamos mantendo boa parte das alocações em títulos curtos e livres de risco, como as treasuries de 1-3 meses, e buscando oportunidades para aumentar marginalmente os ativos mais longos.

RENDA FIXA BRASIL

A atividade econômica no Brasil está desacelerando, especialmente nos setores de comércio e serviços, resultando em uma redução das concessões de crédito sensíveis a juros para pessoas físicas, embora a inadimplência tenha se estabilizado temporariamente. Após uma interrupção no início do ano, as concessões de crédito bancário para empresas se recuperaram. No entanto, o descumprimento das obrigações continua em alta, principalmente entre pequenas e médias empresas. Prevê-se uma queda no PIB nos próximos trimestres, com projeções também de retração no primeiro trimestre de 2024, devido ao risco de perda na safra de grãos, o que coloca em dúvida a previsão de crescimento para 2024. Enquanto isso, a inflação permanece em destaque devido à persistência dos núcleos em torno de 3% ao ano e à inflação de serviços próxima de 4%. As projeções do mercado, pelo Boletim Focus, apontam uma inflação de 4,5% em 2023 e 3,9% em 2024. O cenário para a inflação parece mais favorável, com a continuação da desaceleração econômica, um ambiente externo mais favorável e indicadores de inflação consistentes.

Com a melhoria no cenário internacional, os ativos de renda fixa tiveram bons desempenhos. O IRF-M, índice que replica a performance dos títulos públicos prefixados de curto prazo, e o IMA-B 5, índice vinculado aos títulos públicos indexados ao IPCA, apresentaram rendimentos de 2,56% e 1,62%, respectivamente, em comparação com o CDI de 0,92% no mesmo período. No segmento de crédito privado, os resultados agregados continuam robustos. O Índice de Debêntures (IDA-DI), que reflete o desempenho de uma carteira de debêntures indexadas ao CDI, registrou um retorno de 1,23%, equivalente a 135% do DI, em um mês sem eventos relevantes para a indústria de crédito. Esperamos bons resultados nessa classe, alinhados com o fluxo de captação da indústria e melhorias nos fundamentos de crédito das empresas, em meio a juros nominais mais baixos.

Considerando o fechamento robusto das curvas de juros reais e nominais no último mês, recomendamos cautela na aquisição de ativos com risco prefixado e estamos atentos a oportunidades de alocação em títulos indexados à inflação. Embora o mercado precifique uma inflação bastante comportada para os próximos 12 meses, entendemos que existe uma maior probabilidade de surpresas para cima do que para baixo. Ainda, entendemos que os ativos vinculados ao CDI continuam sendo uma boa opção, uma vez que os juros reais entregues pelo CDI devem permanecer elevados nos próximos meses.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

Ao longo de novembro, observamos uma reversão considerável no sentimento de aversão ao risco que predominou em outubro, transformando o cenário em um ambiente mais otimista, tanto para a bolsa quanto para a renda fixa. Essa mudança foi impulsionada por indicadores inflacionários mais favoráveis, sinalizando uma possível convergência mais rápida às metas dos bancos centrais, juntamente com indicadores de atividade econômica mais suaves, apontando para uma desaceleração global. Diante desses dados, os investidores passaram a requerer prêmios de risco menores para investir em ações, resultando na queda dos juros futuros e no aumento dos principais índices acionários, tanto nos países desenvolvidos como nos emergentes.

Parte da redução nas taxas de juros também foi influenciada por uma mudança na composição das emissões dos títulos do Tesouro americano, que encurtou os vencimentos, aliviando a pressão na parte longa da curva, utilizada como referência para a precificação dos ativos mais voláteis. Além disso, o discurso mais moderado de alguns membros do Fed, sugerindo a possibilidade de cortes antecipados, caso o processo de desinflação prossiga, afastou por ora a ideia de juros altos por mais tempo e contribuiu para a melhora no ambiente para investimentos.

Ao analisarmos o prêmio de risco atual da bolsa americana, que representa a diferença entre o rendimento esperado das ações e o retorno livre de risco, notamos que os níveis seguem historicamente baixos. Esse cenário reflete a expectativa de que as empresas listadas continuem entregando lucros robustos, o que se traduziria em retornos superiores aos dos títulos públicos livres de risco, com uma margem adequada para compensar a maior volatilidade. Outra expectativa do mercado que favorece a bolsa, refere-se a queda nos juros já primeiro semestre de 2024, o que ajudaria na desalavancagem das empresas e na sustentação do consumo das famílias.

Apesar da melhoria significativa no ambiente para investimentos, reconhecemos que riscos importantes persistem, sugerindo prudência nas alocações. Em nossa visão, os juros longos dos EUA devem continuar sob pressão, dado o crescente déficit fiscal e a enorme necessidade de financiamento do governo. Além disso, a resiliência da economia americana pode dar espaço a um enfraquecimento em 2024, em face aos efeitos retardados da política monetária e ao esgotamento da poupança das famílias, em um contexto de menor suporte fiscal, considerando o elevado endividamento do país. Os efeitos do aperto monetário nos EUA já podem ser percebidos pela forte redução nas vendas de novas residências e pela significativa restrição na concessão de crédito. Por fim, a história sugere que os bancos centrais raramente conseguiram conter a inflação sem levar a economia dos países à recessão, tornando difícil alcançar um cenário de "pouso suave".

RENDA VARIÁVEL BRASIL

Assim como nos últimos meses, em novembro, o mercado local apresentou oscilações sincronizadas com o movimento global de queda nos juros. As taxas locais acompanharam essa tendência, gerando impactos positivos nas ações, especialmente nos setores mais sensíveis ao nível de aperto monetário. Contribuindo para essa tendência positiva, observamos uma evolução favorável nos números inflacionários domésticos, destacando-se a média móvel de 3 meses dos núcleos, que excluem itens voláteis, atingindo cerca de 3,3% no acumulado de 12 meses, o menor nível em 3 anos. Adicionalmente, a atividade econômica apresenta sinais de arrefecimento, evidenciado pelo crescimento de apenas 0,1% no PIB do terceiro trimestre, abrindo espaço para a continuidade do processo de alívio monetário conduzido pelo Banco Central.

A recuperação nos preços das ações locais foi impulsionada, em grande parte, pelo influxo de recursos estrangeiros, resultante do maior apetite ao risco por parte dos investidores internacionais. Por outro lado, os fundos de ações locais continuam enfrentando desafios na captação de recursos, demonstrando uma significativa dependência externa para sustentar os preços dos ativos. No entanto, à medida que os juros no Brasil continuam em trajetória de queda, antecipamos um aumento do interesse dos investidores locais no mercado de ações, o que pode ajudar na performance dessa classe de ativos em 2024. Além disso, prevemos que os balanços das empresas ficarão menos pressionados com a redução do custo financeiro de suas dívidas, resultando em impactos positivos nos lucros futuros. Por fim, os preços de muitas ações locais, incluindo aquelas de empresas de alta qualidade, permanecem em patamares historicamente atrativos, quando analisados por diversas métricas que levam em conta os fundamentos das empresas.

No que diz respeito aos riscos, o cenário externo surge como um ponto de atenção, dado o significativo alinhamento do mercado local com o cenário internacional. Quanto ao aspecto fiscal, acreditamos que, no curto prazo, não será um fator de peso expressivo, uma vez que o país deverá manter um crescimento próximo ao PIB potencial no próximo ano, com a balança comercial favorável, oferecendo suporte ao câmbio e ancorando a inflação. Portanto, entendemos que a perspectiva para 2024 pode ser favorável para a bolsa local, desde que não ocorram rupturas abruptas no cenário externo.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

EXTERIOR

ÚLTIMO EXPECTATIVA ANTERIOR VAR. NO MÊS

Atividade

Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	46,7 (nov)	47,6	46,7	0,0
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	52,7 (nov)	52,0	51,8	0,9
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	3,7 (nov)	3,9	3,9	- 0,2 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	4,0 (nov)	4,0	4,0	0,0 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	8,7 (out)	9,3	9,4	- 0,7

Inflação

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

BRASIL

ÚLTIMO EXPECTATIVA ANTERIOR VAR. NO MÊS

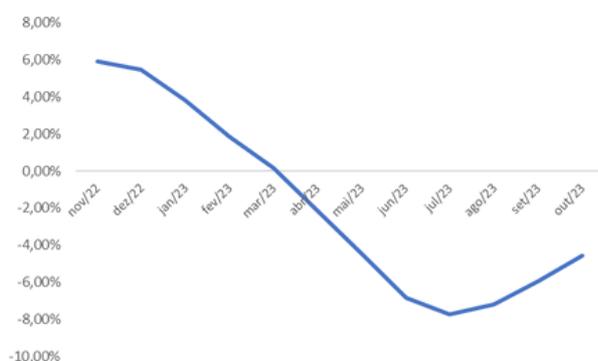
Atividade

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

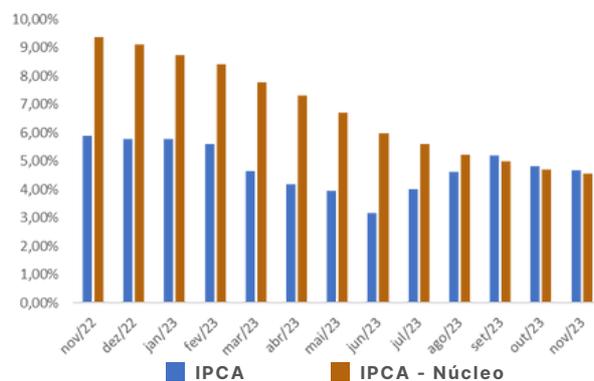
Inflação

IPCA (% ano/ano)	4,7 (nov)	4,7	4,8	- 0,1 p.p.
IPCA - Núcleos (% ano/ano)	4,5 (out)	-	4,7	- 0,2 p.p.
IGP-M (% ano/ano)	- 3,5 (out)	- 3,5	- 4,6	1,1 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, cj. 111
Itaim Bibi - SP - 04532-010
+55 11 2050 8686

contato@capibr.com
www.capibr.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.

