

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
OUTUBRO 2023

PANORAMA



Em outubro, os juros longos americanos, medidos pelos títulos públicos (*treasuries*) de 10 anos, continuaram em trajetória ascendente, atingindo 5,00% a.a., maior nível desde 2008. Concomitante ao movimento de alta nos juros, o principal índice acionário do país (S&P 500) cedeu 2,20%, de modo que as condições financeiras nos EUA apertaram de maneira substancial. Essa condição contribuiu para que o Banco Central americano (Fed) mantivesse novamente a meta da taxa de juros básica inalterada. Neste contexto, o mercado foi surpreendido pelo último Payroll, relatório de emprego mais importante do país, que em outubro divulgou a criação de vagas abaixo do esperado, ao mesmo tempo em que revisou para baixo os números dos últimos meses. Além disso, a taxa de desemprego subiu e o ritmo de alta nos salários não acelerou, enquanto o índice de preços ao consumidor americano (CPI, na sigla em inglês) surpreendeu positivamente. Esses dados contribuíram para a redução na volatilidade dos ativos financeiros no início de novembro. Por outro lado, ainda restam incertezas em relação ao nível terminal dos juros nos EUA, em um ambiente geopolítico mais instável.

No início de novembro, o Banco Central do Brasil (BCB) divulgou a ata do último Comitê de Política Monetária (COPOM), que determinou o corte da taxa Selic para 12,25% ao ano. De uma maneira geral, o documento demonstrou certa disposição do BCB em continuar com o ciclo de cortes no ritmo atual de 0,50 p.p. por reunião. Com relação aos dados econômicos, os números corroboram com a continuidade na redução dos juros, apontando para um quadro de acomodação na atividade e de núcleos inflacionários evoluindo positivamente. Nos mercados, o cenário local foi de forte volatilidade, seja na renda fixa, na bolsa ou no câmbio. Esse movimento foi causado, em grande parte, pelas flutuações nos juros americanos, mas também devido aos ruídos políticos em torno da possível alteração da meta de superávit primário. O Ibovespa encerrou o mês com queda de 2,94%, em linha com outros emergentes, enquanto o real sofreu uma desvalorização de 1%.

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

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

Outubro foi mais um mês de forte volatilidade na renda fixa internacional. Essa oscilação pronunciada foi particularmente evidente no título americano de 10 anos, cuja taxa encerrou o mês em 4,93%, em comparação com os 4,57% registrados no fechamento de setembro. Os rendimentos dos títulos públicos de longo prazo subiram na maioria dos mercados desenvolvidos, em um movimento influenciado pela possibilidade de juros elevados por mais tempo ("*higher for longer*") nessas economias, conforme tem sido alertado pelos principais bancos centrais. Paralelamente, os mercados continuaram precificando taxas de juros neutras mais altas, com efeitos negativos sobre os diferentes ativos financeiros.

O índice US Global Aggregate, que engloba ativos de renda fixa com grau de investimento e prazos de vencimento intermediários, sofreu uma queda de 1,2%, resultando em uma perda acumulada de 3,4% ao longo do ano. Já o índice Bloomberg US High Yield apresentou uma queda de 0,9%, embora tenha mantido um ganho acumulado de 4,1% em 2023. Diante do cenário de aperto monetário por período ainda incerto, reforçamos a 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, que são considerados títulos de alto risco no exterior e, portanto, estão fortemente correlacionados com o mercado *high yield*.

Entendemos que a maneira com que temos conduzido a gestão dos portfólios de renda fixa *offshore* tem se mostrado eficiente para um cenário onde discute-se uma mudança estrutural nas taxas de juros neutras das principais economias, 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, que oferecem rendimentos acima de 5,0% a.a., enquanto realizamos aumentos marginais em ativos mais longos. Dessa maneira, minimizamos impactos adversos oriundos das oscilações nas curvas de juros e conseguimos aproveitar oportunidades que os mercados de renda fixa têm proporcionado.

RENDA FIXA BRASIL

No Brasil, a possibilidade de revisão da meta fiscal entrou novamente no radar dos investidores, após o presidente Lula, em declaração recente, expressar pouco compromisso com o arcabouço fiscal recém aprovado. A mudança da meta ainda não está acordada, mas rumores sugerem uma revisão para um déficit de 0,5% do PIB em 2024. Devido ao aumento das incertezas no campo fiscal e ao ambiente externo desafiador, houve uma elevação nos juros locais, tanto reais como nominais. O IRF-M, índice que replica a performance dos títulos públicos prefixados de curta duração, e o IMA-B 5, índice vinculado aos títulos públicos indexados ao IPCA, apresentaram rendimentos de 0,37% e -0,31%, respectivamente, em comparação com o CDI de 1% 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 retorno de 1,25%, equivalente a 125% do DI. Apesar do bom resultado, algumas estratégias foram impactadas pelos problemas de liquidez enfrentados pela Credz, uma administradora de cartão de crédito que possui uma série de títulos de dívida detidos por diferentes bancos e fundos. A situação está em processo de resolução por meio da aquisição da operação por um dos seus concorrentes, a DM Card, de modo que esperamos um desfecho positivo. Com a recuperação observada na indústria de crédito privado de alta qualidade, entendemos que grande parte do estreitamento nos *spreads* destes títulos já ocorreu. Apesar disso, projetamos que os retornos da classe de ativos permanecerão favoráveis, considerando os níveis de taxa (carrego) ainda elevados desses títulos.

Também estamos atentos ao mercado de títulos incentivados, como os CRIs, os CRAs e as Debêntures de Infraestrutura, principalmente os de alta qualidade de crédito. Apesar do volume significativo de novas emissões, percebemos que tal quantidade pode ser insuficiente para atender à crescente demanda dos investidores, o que pode resultar em quedas adicionais nos *spreads* e, conseqüentemente, em elevação nos preços desses ativos. Destacamos ainda o potencial de crescimento desses instrumentos como estratégia de planejamento patrimonial para clientes de alta renda, especialmente diante da possibilidade de tributação via come-cotas dos fundos fechados exclusivos.

No segmento de títulos indexados à inflação, acreditamos que os ativos de prazo intermediário podem se beneficiar de um cenário onde o Banco Central não promova mais elevações nas taxas de juros (cenário mais provável) e a inflação surpreenda para cima.

Contudo, dadas as incertezas fiscais no campo doméstico e ao cenário externo conturbado, reconhecemos a importância de adotar uma abordagem cautelosa na aquisição de ativos com risco prefixado, como é o caso dos títulos indexados à inflação. Dessa forma, preferimos ativos com baixo risco de crédito e de prazos mais curtos, sobretudo aqueles que possuem incentivos fiscais. No caso dos títulos prefixados, os riscos citados se tornam ainda mais presentes, de modo que a alocação nessa classe exige ainda mais cautela e margem de segurança.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

A bolsa internacional seguiu sob forte pressão, diante da volatilidade experimentada nas curvas de juros americanas. O mercado segue sem ter uma perspectiva mais clara sobre por quanto tempo o aperto monetário seguirá e qual será a taxa de juros terminal da maior economia do mundo. Com isso, os juros longos, que servem de referência para a precificação das ações negociadas em bolsa, continuam oscilando intensamente, após cada divulgação de novo dado econômico. A guerra no Oriente Médio adicionou uma nova camada de incerteza em um ambiente já bastante complexo para a tomada de decisão dos investidores.

Apesar dos diversos desafios presentes na economia global, o mercado acionário americano segue sendo sustentado por resultados corporativos positivos e por uma atividade ainda resiliente. No entanto, entendemos que existe um risco relevante de que esse cenário mude nos próximos meses. A economia americana começa a dar sinais mais claros de desaceleração, enquanto os juros promovem um aperto cada vez mais intenso nas condições financeiras. Além disso, os fundamentos fiscais dos EUA seguem piorando, exigindo que o Tesouro aumente o ritmo de emissão de dívida, retirando liquidez da economia do país. Por fim, entendemos que as ações seguem sendo negociadas com prêmios de risco muito reduzidos, frente a um custo de oportunidade elevado, medido por juros de curto prazo atrativos. Nesse contexto, mantemos a nossa cautela em relação às alocações em ações no mercado internacional.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

Em outubro, o Ibovespa seguiu o movimento de queda experimentado pelas principais bolsas do mundo, fechando com queda de 2,9%. A correção foi mais sentida pelo índice SMAL11 (-8,5%), que possui em sua composição forte representatividade de empresas ligadas à economia doméstica. Essas ações foram bastante impactadas pela elevação no prêmio de risco global, que se refletiu localmente na elevação da curva de juros em seus diversos vencimentos. Conforme mencionamos em nossa última carta, entendemos que os preços das ações ligadas a esses setores haviam se tornado novamente atraente, com a correção experimentada em outubro. Em novembro, estamos observando uma forte recuperação do índice SMAL11, reflexo da queda nos juros longos locais, que se beneficiaram de um cenário externo mais benigno nesse início de mês, além de dados de inflação bem-comportados no Brasil.

Para frente entendemos que o ambiente segue, na margem, positivo para as empresas locais de boa qualidade. Na medida em que o ciclo de corte nos juros avançar, o custo de oportunidade para se investir na bolsa tende a ceder, com possíveis impactos positivos em termos de fluxo para esta classe de ativos. Por outro lado, continuamos monitorando com atenção o ambiente externo, que continua bastante sensível a qualquer dado negativo, principalmente no que se refere ao controle inflacionário.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

EXTERIOR

ÚLTIMO EXPECTATIVA ANTERIOR VAR. NO MÊS

Atividade

Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	46,7 (out)	49,0	49,0	- 2,3
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	51,8 (out)	53,0	53,6	- 1,8
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	3,9 (out)	3,8	3,8	0,1 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	4,1 (out)	4,0	4,3	- 0,2 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	9,6 (set)	9,3	9,5	0,1

Inflação

Inflação nos EUA - CPI (% ano/ano)	3,2 (out)	3,3	3,7	- 0,5 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	4,0 (out)	4,1	4,1	- 0,1 p.p.
Inflação nos EUA - PCE (% ano/ano)	3,4 (set)	3,4	3,4	0,0 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core PCE (% ano/ano)	3,7 (set)	3,7	3,8	- 0,1 p.p.

BRASIL

ÚLTIMO EXPECTATIVA ANTERIOR VAR. NO MÊS

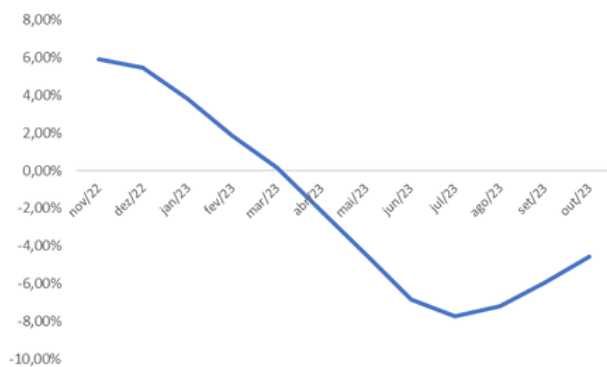
Atividade

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

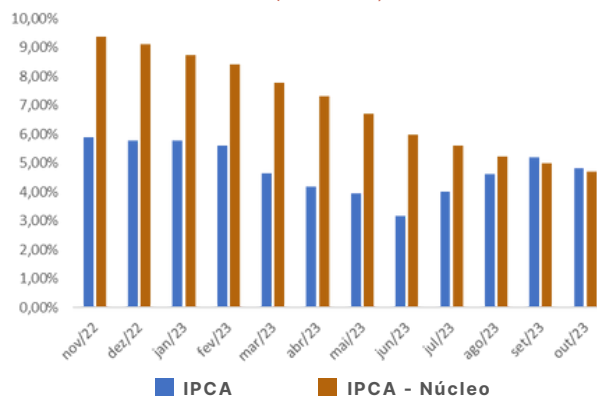
Inflação

IPCA (% ano/ano)	4,8 (out)	4,9	5,2	- 0,4 p.p.
IPCA - Núcleos (% ano/ano)	4,7 (out)	-	5,0	- 0,3 p.p.
IGP-M (% ano/ano)	- 4,6 (out)	- 4,5	- 6,0	1,4 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 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.

