

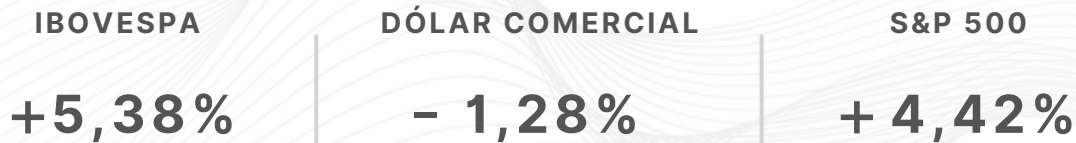
CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
DEZEMBRO 2023

PANORAMA



Em 2023, os indicadores globais apresentaram alta volatilidade, tornando difícil a interpretação do cenário por parte dos investidores. Antecipava-se uma possível recessão global, impulsionada pelo aperto monetário promovido pelos principais Bancos Centrais do mundo, contudo, tal cenário não se concretizou. Pelo contrário, ao longo de 2023, o PIB dos EUA, por exemplo, passou por sucessivas revisões favoráveis, e estima-se agora um encerramento do ano com um crescimento próximo a 2,5%. Para 2024, o Banco Central americano (Fed), projeta uma expansão de 1,4%. A surpresa positiva pode ser atribuída a diversos fatores, destacando-se (i) o consumo da poupança acumulada pelas famílias, decorrente dos estímulos concedidos durante a pandemia, (ii) o aumento da renda real diante da redução da inflação, (iii) os investimentos em infraestrutura realizados pelo governo Biden, e (iv) a resiliência do mercado imobiliário residencial do país, que iniciou o ano com estoques baixos.

Neste contexto, os investidores passaram a trabalhar com a possibilidade de cortes nos juros antes do inicialmente previsto. Após o que ficou conhecido como "pivot do Fed", quando a autoridade passou a adotar uma comunicação muito menos dura sobre a condução da política monetária, as taxas dos títulos do tesouro americano de 10 anos recuaram de 4,20% ao ano para atingir o patamar de 3,70% no seu ponto mais baixo. O mercado atualmente precifica um cenário otimista, chamado de "Goldilocks", com uma probabilidade de 75%. Nesse cenário, a economia americana continuaria a crescer, a inflação recuaria para 2% ao ano, e o Fed iniciaria o processo de redução das taxas de juros. Essa perspectiva refletiu positivamente nas bolsas ao redor do mundo, conforme representado pelo índice MSCI ACWI, que encerrou dezembro com um ganho de 4,8%, acumulando alta de 22,8% no ano.

Assim como ocorreu nos Estados Unidos, o PIB do Brasil foi objeto de revisões para cima ao longo de todo o ano. O crescimento surpreendente foi impulsionado tanto pelos gastos do governo, que registraram um aumento real de aproximadamente 7,7% em 2023, quanto pela robustez na produção da soja e do petróleo. Além disso, há um impacto mais difícil de ser quantificado decorrente das reformas aprovadas nos últimos anos, que gradualmente começam a demonstrar seus efeitos.

No mercado de juros brasileiro, observou-se uma tendência de declínio ao longo do ano, embora com considerável volatilidade. O movimento tornou-se mais evidente com a aprovação do arcabouço fiscal e a redução nas expectativas de inflação, a partir do segundo trimestre do ano. Em outubro, as taxas subiram novamente, em resposta ao estresse nos títulos públicos americanos. Porém, a partir do início de novembro, o processo se inverteu, culminando com uma significativa queda, após o "pivot do Fed".

O Ibovespa também operou sob forte volatilidade em 2023, começando o ano com uma performance negativa, influenciada por resultados corporativos desfavoráveis e uma sinalização fiscal inicialmente ruim do novo governo. O ambiente internacional também causou estresse no cenário local, inicialmente com a crise nos bancos americanos e posteriormente com as tensões nas taxas de juros daquele país. Contudo, com a aprovação do arcabouço fiscal, a divulgação de indicadores locais de inflação positivos e a redução das taxas de juros nos Estados Unidos, o Ibovespa reagiu positivamente, encerrando o ano com ganhos expressivos de 22%.

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

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

O mercado de renda fixa internacional oscilou consideravelmente ao longo do ano, embora tenha encerrado de maneira positiva. Os índices de inflação apresentaram números mais moderados do que o previsto pelo consenso de mercado, proporcionando margem para apostas mais arrojadas em relação aos cortes nas taxas de juros em 2024. O índice *US Global Aggregate*, que abrange ativos de renda fixa com grau de investimento e prazos de vencimento intermediários, registrou um aumento de 4,20%, alcançando um resultado anual de 5,70%. De maneira semelhante, o índice *Bloomberg US High Yield*, que abrange títulos com maior risco de crédito, também avançou, com uma valorização de 4,00% no mês e um ganho de 14% em 2023.

O processo desinflacionário nos Estados Unidos parece estar progredindo de maneira satisfatória, com as expectativas de curto prazo cedendo, embora as de longo prazo se mantenham em 2,5%, acima da meta do Fed de 2,0%. No que diz respeito à oferta, a melhoria da inflação está associada à queda nos preços dos bens, revertendo a alta significativa de 2020 e 2021. Além disso, está relacionada ao aumento na oferta de bens industriais chineses exportados e ao crescimento da força de trabalho nos EUA, em grande parte impulsionado por movimentos migratórios.

Quanto aos riscos, deve-se monitorar o comportamento da demanda agregada, que, com a flexibilização das condições financeiras, pode avançar sem que a oferta acompanhe na mesma intensidade. Os salários e alguns segmentos do setor de serviços também continuam sob pressão e requerem atenção. Entretanto, caso a nossa perspectiva de desaceleração da atividade global em 2024 se confirme, conforme já pode ser observado em diversos indicadores, os preços dos bens e serviços terão menos espaço para subir. Adicionalmente, o esgotamento dos auxílios concedidos à população durante a pandemia devem auxiliar no processo de desinflação.

Os rendimentos dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos com vencimento em 10 anos atualmente estão negociando próximos de 4,00% ao ano, após atingirem 5,00% ao ano no pior momento de 2023. Em nossa análise, acreditamos que a taxa atual oferece um prêmio relativamente baixo, considerando os riscos que ainda vislumbramos no horizonte. Um aspecto que merece atenção é a necessidade do Tesouro americano emitir títulos de longo prazo para financiar sua dívida crescente, um fator que poderá exercer pressão sobre as taxas mais longas. Portanto, nossa perspectiva é de que os juros em 2024 apresentem uma trajetória descendente, porém com maior intensidade nos vencimentos mais curtos, sendo que os prazos mais longos oferecem uma relação risco vs retorno menos atrativa.

Diante do cenário atual, recomendamos títulos de crédito com boa qualidade e capazes de atravessar com tranquilidade uma eventual desaceleração da atividade mais acentuada. Em termos de prazo, estamos gradualmente estendendo o duration dos portfólios recomendados para algo em torno de 2-3 anos, especialmente após o movimento de "pivot do Fed". No mercado *high yield*, favorecemos a utilização de gestores de crédito especializados para selecionar as melhores oportunidades.

RENDA FIXA BRASIL

Embora 2023 tenha sido um ano desafiador, caracterizado por forte volatilidade, tivemos retornos expressivos na renda fixa local. Os índices prefixados e os vinculados à inflação, de médio e longo prazo, destacaram-se ao superar de maneira considerável o CDI. No ano, o IRF-M, índice que replica a performance dos títulos públicos, alcançou um rendimento de 16,50% (equivalente a 127,7% do CDI). Paralelamente, o IMA-B, índice que replica a performance dos títulos públicos vinculados à inflação, apresentou um retorno de 16,05% (correspondente a 124,2% do CDI). A exceção a essa tendência positiva foi observada nas NTN-Bs mais curtas, que foram impactadas pela revisão para baixo do IPCA de 2023 ao longo do ano, resultando em um rendimento de 12,15% (equivalente a 93,8% do CDI).

Atribuímos esse ambiente construtivo na renda fixa aos números positivos de inflação divulgados no Brasil e no mundo, que abriam espaço para a queda nos juros. No segmento de crédito privado, embora tenhamos observado resultados positivos nos últimos meses, a classe enfrentou desafios ao longo do ano, devido a uma série de eventos de crédito que impactaram o mercado. O Índice de Debêntures (IDA-DI), que reflete o desempenho de uma carteira de debêntures indexadas ao CDI, apresentou um retorno de 12,71% no ano, equivalente a 98,3% do DI.

Para frente, entendemos que a inflação de bens e serviços deve seguir com uma dinâmica positiva. A China provavelmente continuará exportando desinflação, enquanto o dólar tende a se enfraquecer frente ao real, na medida em que a economia do país perde força e os juros cedem. No ambiente doméstico, a aprovação das medidas arrecadatórias por parte do governo federal ajudaram a controlar o risco fiscal, que também deve ser mitigado pela força da economia local e pela robustez da balança comercial. Como pontos de monitoramento, em 2023 os preços dos alimentos cederam e houve deflação no índice IGP (inflação do atacado), movimentos que não devem se repetir neste ano. Além disso, o mercado de trabalho continua apertado e o crédito deve ser reativado com o avanço no ciclo de cortes nos juros. Na balança de riscos, acreditamos em uma maior probabilidade dos dados de atividade e inflação continuarem sendo divulgados de forma favorável, permitindo que o Banco Central continue cortando os juros e, eventualmente, até acelerando o ritmo.

Apesar do cenário propício para a redução nos juros, continuamos gostando de títulos de crédito privado indexados ao CDI. Mesmo que a taxa Selic chegue a 9,00% no final de 2024, como é estimado pelo consenso do mercado, os juros reais oferecidos por esses papéis continuarão em patamares interessantes. Os títulos incentivados oferecem um benefício fiscal adicional, que é especialmente relevante quando as taxas oferecidas são mais elevadas. Também consideramos títulos de crédito indexados ao IPCA atrativos, porém exigimos um prêmio de risco maior, dado o cenário deflacionário para os próximos 12 meses. Já na classe prefixada, entendemos que os gestores de fundos multimercados conseguem capturar melhor os ganhos potenciais da tendência de fechamento nos juros ao longo do ano, através de alavancagem e do uso de instrumentos derivativos.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

O ano de 2023 revelou-se extremamente positivo para o mercado acionário internacional, evidenciado pelo expressivo aumento nos diversos índices globais, com destaque para a alta de 43% no índice Nasdaq. A boa performance desse período é atribuída, em grande parte, ao desempenho das "Magnificent 7", composta por sete gigantes tecnológicas: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA e Tesla. No entanto, vale notar que grande parte das demais empresas integrantes do índice S&P 500, mais relacionadas à economia doméstica, não apresentaram um desempenho igualmente destacado no ano.

A performance robusta das principais empresas de tecnologia em 2023 pode ser creditada aos impactos da crescente demanda por soluções baseadas em inteligência artificial (IA) nos lucros esperados dessas empresas. À medida que iniciamos 2024, a discussão sobre os efeitos da IA nos demais setores ganhará destaque, abrangendo o potencial de aumento nas receitas e redução de custos nas empresas. Esta discussão envolve compreender quem será beneficiado e quem enfrentará desafios nesse movimento, bem como a velocidade com que essas mudanças ocorrerão. Historicamente, revoluções tecnológicas resultaram em ganhos líquidos em termos de emprego (efeito renda), mas também provocaram deslocamentos intrassetoriais.

Em relação ao *valuation*, o S&P 500 atualmente é negociado próximo a 18 vezes o lucro médio das empresas do índice, ultrapassando a média histórica de 16 vezes. Para que as ações mantenham uma trajetória ascendente, revisões positivas nos lucros serão necessárias. A partir do início da temporada de resultados do quarto trimestre de 2023, iniciada em 12 de janeiro, será possível avaliar se as expectativas do mercado para os lucros das empresas serão alcançadas. Considerando que as empresas já realizaram significativos cortes de custos em 2023, novas surpresas positivas podem ocorrer, mas não com facilidade.

Portanto, de maneira geral, o mercado acionário americano negocia com uma margem de segurança que entendemos ser estreita para compensar os riscos envolvidos. O retorno prospectivo, mesmo em um cenário positivo, não nos parece ser suficientemente elevado para compensar os excelentes ganhos esperados que podem ser obtidos hoje na renda fixa americana, que oferece taxas interessantes, risco controlado e perspectivas de ganhos de capital, via queda nas taxas, com títulos um pouco mais longos. Diante disso, recomendamos cautela e alocações moderadas na renda variável americana.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

No Brasil, o Ibovespa experimentou uma forte alta nos últimos dois meses do ano, impulsionado por um ambiente externo favorável e indicadores macroeconômicos internos positivos. Ao longo do ano, empresas de alta qualidade, muitas delas líderes em seus setores, apresentaram resultados cada vez melhores, refletindo positivamente nos preços das ações. Essas companhias realizaram investimentos significativos nos últimos anos, destacando-se pelo sólido potencial de geração de caixa no futuro e por uma estrutura de capital saudável, com dívidas de longo prazo e taxas favoráveis.

Apesar dos ganhos recentes nos preços desses ativos de alta qualidade, acreditamos que os valores ainda se encontram em patamares atrativos, com espaço para novas valorizações. Esperamos que seus resultados corporativos continuem melhorando, uma vez que os ciclos de recuperação tendem a ser prolongados. Por outro lado, dado os níveis de juros ainda elevados no país, o horizonte de investimentos de boa parte dos investidores segue encurtado, refletindo no fluxo ainda negativo nos fundos de ações, o que prejudica a performance do mercado acionário no curto prazo. Entretanto, na nossa perspectiva, em momentos como esse, o risco associado ao investimento em ações, na verdade, é reduzido, pois os prêmios aumentam. Ou seja, paga-se um preço menor para deter um ativo com bom potencial de retorno em relação ao risco.

A bolsa local apresenta atualmente condições favoráveis para um desempenho positivo, com intensidade variável, dependendo de fatores como os resultados corporativos futuros e o cenário externo. Dentre os fatores que contam a favor da bolsa, podemos destacar: (i) múltiplos de preço sobre lucro negociados, em média, bem abaixo da média histórica, (ii) empresas passando por revisões positivas nos lucros, (iii) ciclo de corte de juros em andamento; e (iv) ambiente externo favorável. Em contrapartida, o fluxo negativo nos fundos de ações representa um elemento técnico adverso para o desempenho da bolsa e intensifica a sua volatilidade, devido à menor liquidez. Contudo, antecipamos que esse aspecto tende a se tornar menos representativo na medida em que a taxa Selic se aproximar do patamar de um dígito.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

EXTERIOR

Atividade

	ÚLTIMO	EXPECTATIVA	ANTERIOR	VAR. NO MÊS
Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	47,4 (dez)	47,1	46,7	0,7
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	50,6 (dez)	52,6	52,7	- 2,1
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	3,7 (dez)	3,8	3,7	0,0 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	4,1 (dez)	3,9	4,0	0,1 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	8,8 (nov)	8,9	8,9	- 0,1

Inflação

Inflação nos EUA - CPI (% ano/ano)	3,4 (dez)	3,2	3,1	0,3 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	3,9 (dez)	3,8	4,0	- 0,1 p.p.
Inflação nos EUA - PCE (% ano/ano)	2,6 (nov)	2,8	2,9	- 0,3 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core PCE (% ano/ano)	3,2 (nov)	3,3	3,4	- 0,2 p.p.

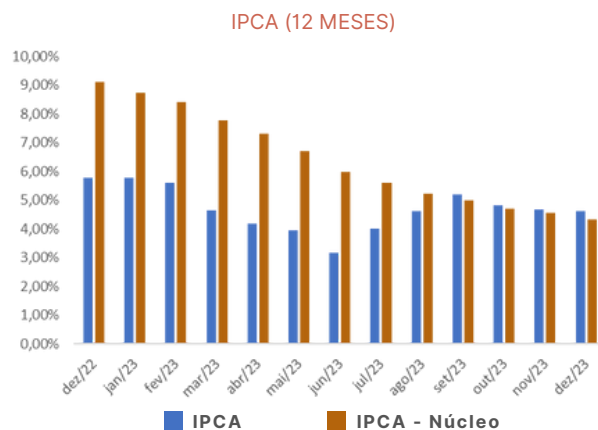
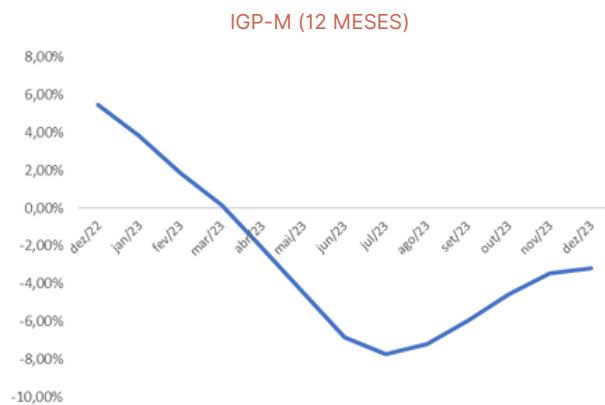
BRASIL

Atividade

	ÚLTIMO	EXPECTATIVA	ANTERIOR	VAR. NO MÊS
Indústria - PIM (% ano/ano)	1,3 (nov)	0,7	1,1	0,2 p.p.
Serviços - PMS (% ano/ano)	- 0,3 (nov)	-	- 0,3	0,0 p.p.
Varejo - PMC (% ano/ano)	2,2 (nov)	2,1	0,2	2,0 p.p.
IBC-Br - Proxy do PIB (% mês/mês)	- 0,1 (out)	0,1	0,0	- 0,1 p.p.
Taxa de Desemprego - PNAD-C (%)	7,5 (nov)	7,5	7,6	- 0,1 p.p.

Inflação

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

